



法律通讯

上海律协

证券专业委员会二月法律通讯

Legal Newsletter

Securities Practice Research Committee

Shanghai Bar Association

编委会：

主任：范兴成

副主任（按姓氏首字母排序）：

孙林、徐辉、朱锐

编辑、排版、设计：童骏、王安荣

编委（按姓氏首字母排序）：

范兴成

童骏

王安荣

徐辉

02

上海律协证券专业委员会法律通讯

- 2026年2月刊 -

目录

证券实务专题研究	2
境外上市红筹架构搭建“两步走”与“一步走”之辩.....	3
“控制权锁定”与“信托治理”：硬科技 AI 企业 MiniMax 港股上市架构的核心法律安排.....	11
上市公司创新业务子公司化的路径与激励机制探索.....	17
食品类企业 A 股上市又行了？——某食品类企业招股书解读.....	25
证券行业政策动态	30
八部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》	31
中国证监会发布《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》	36
沪深北三地交易所同步发布优化再融资一揽子措施.....	38
中国证监会《关于 2025 年首发企业现场检查情况的通报》	40
最高人民法院：将制定证券市场民事赔偿司法解释.....	42
证券经典案例	43
规模逾千亿元！开年 A 股并购重组逾 500 起！产业链协同与控制权易主双线并进.....	44
A 股首单简易审核千亿重组落地，中国神华（601088）1336 亿收购 12 家公司获批.....	52
从立案起仅 11 个工作日，这家公司“蹭热点”被证监会火速处罚！	56

证券实务专题研究

证券实务专题研究

1. 境外上市红筹架构搭建“两步走”与“一步走”之辩
2. “控制权锁定”与“信托治理”：硬科技 AI 企业 MiniMax 港股上市架构的核心法律安排
3. 上市公司创新业务子公司化的路径与激励机制探索
4. 食品类企业 A 股上市又行了？——某食品类企业招股书解读

境外上市红筹架构搭建“两步走”与“一步走”之辩

（作者：北京大成（上海）律师事务所 范兴成）

引言：境外上市红筹架构搭建应采取“两步走”还是“一步走”路径，近年来已成为境外上市律师圈热议的焦点。本文将从法律法规、政策导向及法律实践三个维度对此议题进行深入剖析，以期达到准确理解、适用法律、法规、规章等规范性文件，合规搭建境外上市红筹架构之目的。

一、境外上市红筹架构“两步走”简述

《外国投资者并购境内企业暂行规定》（以下简称《“并购规定”》或“10号文”）最初由商务部牵头国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局等六部委于2006年8月8日发布、于2006年9月8日施行，2009年6月22日商务部对其进行了修订。截至目前，《并购规定》仍未被新的法规明确废止。

《并购规定》第十一条规定“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批”，实务中通常将此类的并购称为“关联并购”。红筹上市是指在中国境外设立控股公司（通常在开曼群岛、百慕大或香港），将中国境内企业的资产或权益注入该境外控股公司，通过境外控股公司在香港联交所或者其他境外资本市场上市。鉴于此，内资公司若要通过红筹架构上市，则必须搭建相应的红筹架构。

在搭建红筹架构的过程中，根据10号文规定，境内原有股东不能用其直接或间接控制的境外公司（即关联公司），获取境内纯内资公司的股权、从而将该内资公司变更为外商投资企业，否则，必须报商务部审批。换言之，若为完成红筹架构的搭建，直接由红筹架构下的香港公司、新加坡公司或这些境外公司在中国内地设立的外商投资企业（WFOE）并购境内运营实体，则构成关联并购，需要报商务部审批。

然而，自10号文实施以来，市场上尚未出现通过商务部审批的“关联并购”案例。商务部于2008年12月颁布的《外商投资准入管理指引手册》（“指引手册”）对“关联并购”作出了进一步阐释，将10号文所指外资并购的目标公司严格限定为“境内非外商投资企业”^[1]，而外资并购“外商投资企业”的中方

股权则无需参照适用 10 号文的规定。基于指引手册的解释，市场逐步探索并形成了“两步走”的红筹重组策略。实务操作中普遍采用红筹“两步走”的方式来实现红筹架构中境内外公司的有效衔接。即：

(1) 红筹第一步：引入“无关联境外第三方”股东，将境内内资公司变更为中外合资公司（“JV”）；

(2) 红筹第二步：由红筹架构中最底层的境外公司（通常为香港或新加坡公司）收购取得 JV 的 100% 股权；或者，由该底层境外公司入境新设立一家外商独资公司（“WFOE”），继而由该 WFOE 收购取得 JV 的 100% 股权。

“两步走”作为红筹重组过程中被默许的一种路径，已得到实践认可并沿用多年。

二、近期红筹“一步走”案例及法理分析

观察 2024 年以来的境外上市案例，可见红筹“一步走”的并购模式已初现端倪。例如，于 2025 年 9 月 2 日在港股上市的 AKS 国际，以及于 2024 年 10 月 23 日登陆美股的 LB 国际，均以香港公司或 WFOE 为主体，直接收购境内运营实体的股权，从而完成了红筹架构的搭建。此种方式规避了“两步走”中引入无关联第三方境外投资者的环节。

除已上市企业外，拟在港股上市的企业在申请文件中披露了红筹“一步走”方案，如 KSZN、JBGK、RLZS 等，中国律师发表的法律意见书主要观点为：

(1) 2020 年 1 月 1 日，《中华人民共和国外商投资法》（“《外商投资法》”）正式施行，确立了准入前国民待遇加负面清单管理制度的新原则，建立了外商投资信息报告制度，取代了逐案审批制。《中华人民共和国外商投资法实施条例》明确规定，既往规定与本法不一致的，以《外商投资法》为准，即否定《并购规定》第十一条的适用。结论为基于《外商投资法》及配套法规，本次关联并购不再需要事先获得商务主管部门的批准，但仍应适用 10 号文关于交易对价定价依据、支付期限、支付形式等要求，并应履行外商投资信息报告义务，真实、准确、完整披露和报送投资信息。

(2) 《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2021 年版）（已废止）及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2024 年版）亦规定，境内公司、

企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司并购与其有关联关系的境内公司，按照外商投资、境外投资、外汇管理等有关规定办理；其中，关于“外商投资”的有关规定，结合上述《中华人民共和国外商投资法实施条例》的规定，理解也应为《外商投资法》及《中华人民共和国外商投资法实施条例》的规定。

三、红筹架构搭建“两步走”是侥幸的“绕道忽悠”方案还是理性的路径设计

红筹“两步走”是境外上市律师行业公认的境外上市红筹架构设计路径，其基本法理逻辑已获得普遍认同，并且在境外上市企业的招股说明书中进行了全面披露，中国律师的法律意见书均已作出分析与结论，红筹架构搭建过程中涉及的中国相关监管机构亦未提出异议，因此将其理解为法律上的默许应当是毋庸置疑的。

当前，部分案件采取了红筹“一步走”直接到位，商务部外资司通过咨询回复方式，概略给出回应“《外商投资法》实施后，取消了商务主管部门对外商投资企业的设立、变更的审批，关联并购不需要商务部审批，但《并购规定》还是适用的，仅仅在交易对价定价依据、支付期限、支付形式等规定方面……”。^[2]但针对此类关联并购，未见商务部正式的立法解释性质的文件，也未见商务部等六部委联合出具的立法解释文件进行诠释，部分律师事务所已经出具有关法律意见书，且部分案件已经成功境外上市。那么，问题来了，红筹架构“两步走”是充分考量了境外上市的中国法律法规及我国的外汇监管、外商投资等相关政策而设计的合法合规的理性境外上市路径，还是侥幸的“绕道忽悠”方案，即通过规避10号文，否定10号文的功能，而不明就里地设计了一条本不应存在或若有当无的境外上市之路呢？

同一个法律事实，有不同的法律评价，其体现的法律思辨及透视的法律理性也有很大的不同。让我们来深度剖析一下，笔者认为，“两步走”是理性的境外上市红筹架构搭建路径，时至今日，其法律理性意义依然客观存在，甚至应当得到坚持。首先，看看近期红筹“一步走”的法律分析，主要论点为：

其一，外商投资法生效取代了三资企业法（《中华人民共和国外资企业法》《中华人民共和国中外合资经营企业法》及《中华人民共和国中外合作经营企业法》），外商投资企业设立与变更不再需要商务部门审批，因此，关联并购设立外商投资

企业不适用《并购规定》之第十一条，不需要商务部门审批了，但《并购规定》其他有关条款仍然适用；

其二，外商投资企业信息报告制度规定外商投资企业的设立与变更需要登记告知，《外商投资企业信息报告办法》第九条第二款规定“外国投资者收购内资股权，需要初始登记。”，第十七条规定“商务主管部门与有关部门应当根据信息报告工作需要建立外商投资信息共享机制。除法律、行政法规另有规定外，有关部门在履行职责过程中获取的外商投资信息，应当及时与商务主管部门共享。”，即商务部门等监管部门会共享这些外商投资信息，言下之意，这些外资企业设立、变更都在商务部门的知晓范围，因此，不再需要“两步走”。

然而，上述分析并未解答以下疑虑：

其一，《外商投资企业法》之外国投资者界定没有区分真外资与假外资（本文将中国个人、机构境外控制的公司称为“假外资”），但立法本意其实应该是真外资，因此，外商投资的负面清单管理制度以及外商投资的备案制度等都在审核真外资的投资与变更行为，没有涉及假外资的“返程投资”行为，因此不能得出假外资的返程投资全部适用外商投资企业法的结论；

其二，外商投资负面清单制度，针对也是真外资，而部分外资进入中国，如果穿透计算外资比例在一定范围，则是可以投资一些外资限制的项目，因此，在设立外商投资企业时，如果既有假外资也有真外资，则需要穿透计算，确定该类外资是否能投资外资限制相关项目；

其三，假外资的“返程投资”是一个需要监管的行为。假外资的主要风险与危害是（1）扰乱市场秩序与误导投资者，北向资金长期被市场视为“聪明钱”，其动向对普通投资者决策有重要影响。假外资披上“外资马甲”，容易干扰市场信号，误导投资判断；（2）破坏市场公平性。规避监管与洗钱风险。通过境外账户交易，假外资更容易规避内地监管，为洗钱、非法结汇等违法活动提供通道。部分企业通过虚假贸易合同将资本金结汇后挪作他用，或通过地下钱庄进行跨境资金转移，严重扰乱外汇管理秩序；（3）扭曲外资数据与政策判断，假外资的存在，使得官方统计的外资流入规模和趋势失真，影响监管部门对市场开放水平和外资信心的准确评估，不利于制定科学的金融政策。我国针对假外资的“返程投资”是有相关法规在监管，《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司

境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》汇发〔2014〕37号）等就是在监管此类行为；

其四，《并购规定》是六部委出台的规章，层级低于法律、行政法规，当前，《并购规定》并没有被任何立法机关或者上位法废止，仍是生效的规范性文件。从《并购规定》立法内容看，其解决的是特定事项，外国投资者并购境内企业股权其中包含了假外资的关联并购事项，普通的真外资并购已经有上级法律法规规定，该《并购规定》只能是细化，但是特定事项中假外资的关联并购行为，属于上级法律法规没有明确规定的事项，按照《中华人民共和国立法法》，该特定事项，部门规章可以为执行上级法规未明确规定事项而进一步立法，六部委联合发布的《并购规定》之第二条及第十一条恰恰就是在对假外资关联并购进行补充规范。因此，《并购规定》就假外资关联并购事项是适用的。

其五，《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2024年版）的说明中提到“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司并购与其有关联关系的境内公司，按照外商投资、境外投资、外汇管理等有关规定办理。”，鉴于专门针对境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司并购与其有关联关系的境内公司，因此特别强调了境外投资、外汇管理规定的适用，即设立特殊目的公司的有关监管制度都是适用的，而涉及外商投资部分则概括规定为“按照外商投资的有关规定”办理，这里，“外商投资有关规定”则应当包括假外资（特殊目的公司返程投资）以及穿透后的真外资混合在特殊目的公司的返程投资与境内公司、企业或自然人有关联关系的境内公司的有关规制规范，因此《并购规定》以及其他的外商投资法规包括《外商投资法》及其实施细则、《外商投资产业指导目录》《外商投资安全审查办法》等都应该是适用的，切不可狭义解释为仅仅适用《外商投资法》及其《实施细则》，这是中国的外商投资（既有假外资也有真外资）的复杂性决定的。

基于以上分析，我们来分析红筹“两步走”的法理逻辑。

第一步，引入非关联的外资参与投资内资公司，在这个交易背景下，外资是真的，适用《中华人民共和国外商投资法》及其实施细则、《外商投资产业指导目录》《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》以及《并购规定》中可以适

用的有关条款，其接受的外商投资审查经过批准或备案确保了外资进入没有任何法律与政策问题。

第二步，假外资（特殊目的公司）直接或者通过在中国境内设立的 WFOE 收购境内外商投资企业之中方股权，适用《并购规定》有关交易对价定价依据、支付期限、支付形式等规定，《并购规定》第九条还特别规定“外国投资者在并购后所设外商投资企业注册资本中的出资比例高于 25% 的，该企业享受外商投资企业待遇。外国投资者在并购后所设外商投资企业注册资本中的出资比例低于 25% 的，除法律和行政法规另有规定外，该企业不享受外商投资企业待遇，其举借外债按照境内非外商投资企业举借外债的有关规定办理。审批机关向其颁发加注‘外资比例低于 25%’字样的外商投资企业批准证书（以下称‘批准证书’）。登记管理机关、外汇管理机关分别向其颁发加注‘外资比例低于 25%’字样的外商投资企业营业执照和外汇登记证。境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司，所设立的外商投资企业不享受外商投资企业待遇，但该境外公司认购境内公司增资，或者该境外公司向并购后所设企业增资，增资额占所设企业注册资本比例达到 25% 以上的除外。根据该款所述方式设立的外商投资企业，其实际控制人以外的外国投资者在企业注册资本中的出资比例高于 25% 的，享受外商投资企业待遇。外国投资者并购境内上市公司后所设外商投资企业的待遇，按照国家有关规定办理”，该条款清晰地勾勒出六部委的立法思路，就是要区分假外资与真外资，进行相应的监管。可见，《并购规定》的立法精神与法律适用都是相当理性的。若红筹架构的搭建未采用“两步走”模式，即跳过第一步直接实施“一步走”模式，此类假外资的关联并购行为依据《并购规定》应当报请商务部审批^[3]，而不能仅依据《外商投资法》得出关联并购不适用《并购规定》或仅在特定方面(如对价、支付期限、支付方式)适用的结论，从而否定直接“一步走”关联并购需商务部审批的必要性。

四、结语

红筹架构上市模式是中国律师创造性设计的针对内资企业境外上市的路径，该方案结合了中国的外汇监管、外商投资监管等相关法律、法规、政策，在一段时间内极大地促成了中国企业的境外融资及上市。随着 H 股全流通改革后，H 股上市的便捷性日趋凸显，很多中国内资企业选择 H 股模式上市。但还是有一些

企业，基于境外投资布局、家族财产管理、传承以及选择不同境外资本市场上市等原因，还是选择红筹架构上市，而此种上市模式下，红筹架构的搭建是中国境内公司境外上市绕不开的路径，实际控制人境外设立的控股公司采取“两步走”或者“一步走”收购境内公司之合规审核则再度成为大家关注的焦点。

近期，部分采取“一步走”路径的公司确实存在备案通过的情况，但监管机关备案的性质需结合具体场景及法律规定进行判定。备案的核心属性属于行政行为，在具体类型上主要分为行政确认和行政监督，且不属于行政许可。因此，从法律视角审视，中国证券监管机关的境外上市备案不属于行政许可，而是倾向于行政确认和/或行政监督。对于境外上市申报的部分信息，中国证监会的备案可理解为行政确认，备案机关仅对材料的形式完整性进行审核，这一过程不影响备案行为本身的法律效力。例如，股权历史沿革、上市主体取得业务资质等基本信息。而在某些方面，备案是行政机关履行监管职责、掌握动态信息的重要手段。如外资准入、外汇监管等领域，根据《中华人民共和国行政许可法》第六十一条规定，行政机关可通过核查被许可人报送的材料来履行监督责任。此时，备案成为事中事后监管的工具，旨在收集信息、监测风险，为后续的监督检查提供依据。因此，中国证监会境外上市备案通过并不代表其在后续发现问题后不能进行事后追查或实施监管处罚及责令整改。鉴于本文探讨的问题，已存在境外上市红筹架构“一步走”备案通过的实例，本文观点与已采取“一步走”搭建红筹架构并上市的境内公司境外上市之中国律所出具的中国法律意见书及这些企业上市之招股说明书就红筹“一步走”涉及的中国法规、法规、政策的阐释口径不完全一致，故本文观点可能成为“焦点”或批判对象。在此，作者特别申明，本文仅代表作者个人观点，乃一孔之见，不代表所在机构立场，就本文所述观点，亦欢迎与同行及监管机关进行交流，恳请批评指正。

注：

[1] 《外商投资准入管理指引手册》五、关于并购的审批说明（一）并购适用对象 外国投资者购买境内非外商投资企业股东股权或认购公司增资，或外国投资者购买境内非外商投资企业资产并以该资产设立外商投资企业运营；或外国投资者设立外商投资企业协议购买境内非外商投资企业资产运营。

证券实务专题研究

上述外商投资企业应界定为：外国投资者及外商投资性公司在我国境内依法设立并取得外商投资企业批准证书和营业执照的企业，不论外资比例是否达到 25%。

已设立的外商投资企业中方向外方转让股权，不参照并购规定。不论中外方之间是否存在关联关系，也不论外方是原有股东还是新进投资者。并购的标的公司只包括内资企业。但股份公司中方转让股权的，必须以持有该部分股权 1 年以上。

[2]本部分系根据商务部外资司在其商务部官网（<https://gzly.mofcom.gov.cn/>）的回复，总结商务部外资司对于《并购规定》的适用态度。

[3]鉴于《并购规定》是比《外商投资法》《外商投资产业指导目录》外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024 年版）等现行法规发布更早，此处的审批应该是根据现行有效的外商投资相关法律法规及负面清单政策，进行相应的审核，并不是回到外资准入政策中核准制度。

“控制权锁定”与“信托治理”：硬科技 AI 企业 MiniMax 港股上市架构的核心法律安排

（作者：北京浩天（上海）律师事务所 叶彦菁、肖瑞宏）

2026 年 1 月 9 日，MiniMax Group Inc. (00100.HK) (“MiniMax”) 正式在香港联交所主板挂牌上市。

MiniMax 的国内运营实体最早成立于 2021 年 11 月，MiniMax 是一家在文本、视觉与语音领域进行全模态自主研发的 AI 公司，目前已跻身全球 AI 全模态技术研发的第一梯队。

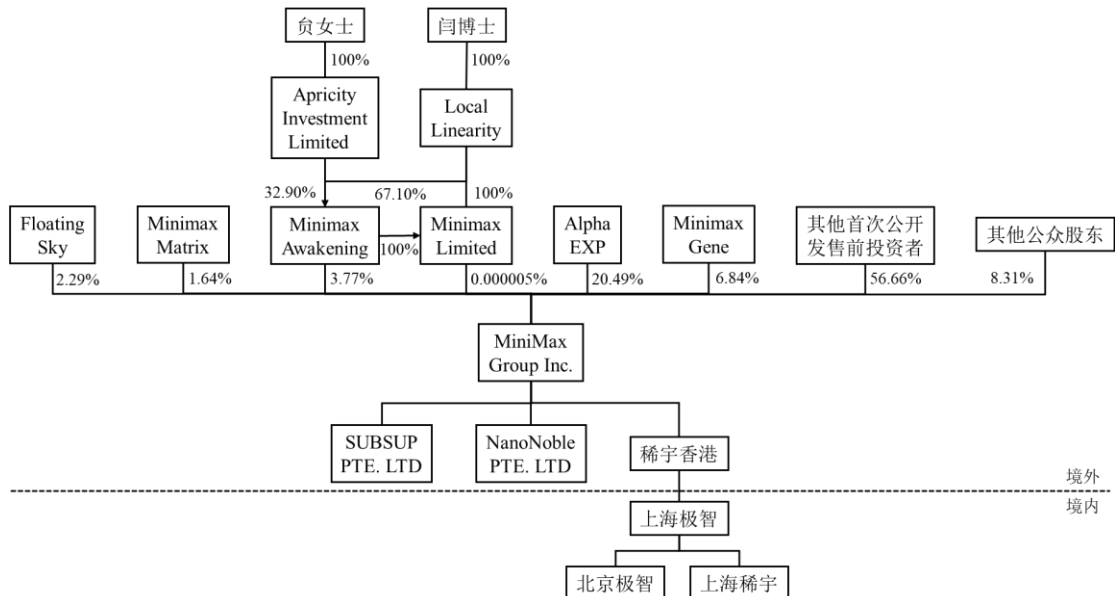
自创立至成功上市仅历时四年多，MiniMax 不仅创下 AI 领域公司最快上市纪录，也迅速成长为备受全球市场关注的 AI 独角兽。该公司清晰且具前瞻性的股权架构，堪称硬科技企业出海上市的典范。

本文基于 MiniMax 招股说明书的相关内容，将从其红筹架构设计、重组路径、投票权安排及信托治理体系等维度，进行系统性解析，供读者参考。

一、顶层设计：红筹架构的“三层嵌套”

（一）整体架构图

根据招股说明书披露，MiniMax 选择经典的红筹架构，以开曼公司作为上市主体，通过新加坡和香港公司层层穿透，最终实现对境内业务的控制与管理。MiniMax 在全球发售后的整体架构图如下：



（二）各层级公司功能介绍

1. 开曼公司：上市融资主体

开曼公司 MiniMax Group Inc. 作为上市主体，直接或间接持有集团境内外主要经营实体的股权，并通过该层级实现对集团整体业务及资本结构的统筹安排。这一选择充分利用了港交所对开曼公司的认可度，并为未来的全球融资、类别股设置及股份激励保留了极高的灵活性。

2. 新加坡公司与香港公司：业务与税务的双枢纽

（1）新加坡公司

MiniMax 在境外业务布局中，将新加坡作为核心枢纽之一，主要通过两家新加坡公司 SUBSUP PTE. LTD. 与 NanoNoble PTE. LTD. 承载海外运营与研发职能。这种安排为实现境内外数据隔离的同时，支撑了算法“出海”的合规性。

（2）香港公司

香港公司稀宇香港作为境内外投资的中间层，不仅是跨境资金流转的通道，更可以通过《内地和香港特别行政区关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的安排》将股息预提所得税由 10% 降至 5%，优化了整体税务成本。

3. 境内实体公司：从“VIE 协议控制”到“股权控制”

MiniMax 的境内主要运营主体为上海稀宇科技有限公司（“上海稀宇”）原先系由 VIE 协议控制。值得关注的是，上海稀宇在上市前完成了重组，将原有的 VIE 协议控制转为由上海稀宇极智科技有限公司（“上海极智”）全资持有的股权直控模式。该调整显著降低了境内核心业务在控制权层面的结构复杂性，也回应了监管层及境外投资者对资产可控性的关注。

二、架构进化：从 VIE 架构到 BCA 模式的合规创新

MiniMax 的境内架构演进清晰地展现了从“协议控制”到“股权控制+BCA 模式”的合规化与精细化发展路径，其过程可概括为以下三个阶段：

（一）第一阶段：设立期（“VIE 架构设立”）

为应对增值电信业务（ICP）的外资准入限制，公司初期搭建了典型的 VIE 架构。该架构的核心是通过一系列精密设计的法律协议，包括不限于《独家购买权协议》、《借款协议》、《股东权利委托协议》、《股权质押协议》及

《业务合作协议》等，在境外上市主体与境内运营实体之间建立牢固的控制关系。这些协议使得境外主体能够在不直接持股的情况下，实际支配境内实体的经营活动、财务决策和利润分配，并实现合并报表，满足境外上市监管要求。

（二）第二阶段：重组期（“VIE 架构拆除与股权重组”）

为筹备上市并提升资产权属的清晰度与法律稳定性，MiniMax 主动启动 VIE 架构拆除程序。该过程的关键步骤包括：

1. 终止原有 VIE 控制协议，解除原有协议绑定关系；
2. 通过增资、股权转让等方式，使外商独资企业（“WFOE”）直接持有原 VIE 主体 100% 股权；
3. 将核心技术、模型、专利等核心资产转移至 WFOE 或其下属公司，实现从“协议控制”到“股权直控”的转变。

这一重组显著简化了控制链条，降低了法律与合规风险，提升了公司治理的透明度与稳定性，为后续资本运作奠定基础。

（三）第三阶段：创新期（“股权控制+BCA 模式”）

在架构重组基础上，公司进一步构建了“股权控制+BCA 模式”的混合运营模式，以灵活适应不同业务线的监管要求：

1. 对已无准入障碍的核心资产与技术业务，继续保持 WFOE 的直接持股与控制；
2. 针对外资仍受限制的 ICP 相关业务，创新采用业务合作协议（Business Cooperation Agreement）模式（简称“BCA 模式”），即由创始人控股的境内内资主体独立持有运营牌照，确保业务合规性，同时该主体与 WFOE 签订长期业务合作协议，为 WFOE 提供 ICP 牌照项下的技术支持与服务，保障 WFOE 对业务实质运营的影响与经济利益。

该模式在严格遵循外资准入政策的前提下，实现了对关键业务的有效控制与资源整合，体现出较高的合规适应性与架构韧性。

小结：

MiniMax 的架构演进，特别是其获得监管认可的“股权控制+BCA 模式”的混合模式，使其顺利完成了中国证监会境外上市备案及香港联交所的挂牌上

市，成功在合规框架内平衡了控制权、运营灵活性与资本路径的畅通。这一路径为面临类似外资准入限制的科技公司提供了兼具创新性、合规性与可操作性的重要参考范式，展现了在动态监管环境中持续优化公司治理与业务架构的战略智慧。

三、锁定决策主权：AB 股设计

作为高度依赖核心技术人才的 AI 企业，为了防止多轮融资稀释股权导致技术路线偏离，MiniMax 采用了香港联交所所认可的同股不同权（WVR）架构，通过 10:1 的杠杆锁定了决策主权，主要安排如下：

（一）表决权杠杆

根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“上市规则”），不同投票权股份的投票权不得超过普通股投票权的 10 倍。MiniMax 采取了 10:1 的顶格杠杆配置，其股本分为 A 类普通股（每股 1 票）和 B 类普通股（每股 10 票）。

创始人闫博士与俞女士持有 B 类股，每股享有 10 票表决权；而公众及机构投资者（如阿里、腾讯）持有的 A 类股每股仅 1 票。规则要求 WVR 受益人（必须为个人董事）在上市时合计持股至少 10%。全球发售完成后，即便创始团队的经济持股比例稀释至约 28.19%，凭借 B 类股的超级投票权，闫博士依然掌握约 72.05% 的受控投票权，俞女士掌握约 6.76%。上述安排确保了在面对全球资本博弈时，创始团队拥有绝对的治理主导权。

（二）投资者保障：重大事项的“一股一票”原则

为平衡控制权集中与股东权益保护，不同投票权架构并非适用于所有决议。根据《上市规则》相关规定，公司对于涉及股东核心利益的保留事项，均严格遵循“一股一票”原则进行表决。此类事项包括但不限于：修订公司章程、委任或罢免独立非执行董事、更换核数师、批准公司自愿清盘等。公司还按要求设立了企业管治委员会，且成员全部由独立非执行董事担任，以监察不同投票权股份的保护措施是否得到遵守。

（三）灵活性与“落日条款”的约束

MiniMax 的“同股不同权”设计还包含两个重要机制：“转换条款”和“落日条款”。B 类股份可以随时按 1:1 比例转换为 A 类股份，这为创始团队提供了必要的流动性选择。但反过来，A 类股份却不能转换为 B 类股份，这一单向转换设计有效防止了控制权被稀释或被恶意收购的风险。

更值得关注的是 MiniMax 采用的“落日条款”。根据相关规定，如果创始人不再担任公司董事、丧失行为能力、身故或转让股份控制权，其持有的 B 类股份将自动转换为 A 类普通股。

基于上述条款的设置，超额投票权是与特定个人的角色和贡献绑定的，而非永久性特权。该安排确保了公司的控制权始终掌握在能够为公司创造最大价值的人手中，防止了控制权与能力脱钩可能带来的治理风险。

四、治理优化：家族信托与员工激励信托的有机结合

从持股结构来看，MiniMax 并未采用创始人个人直接持股的传统模式，而是通过多层信托架构与持股平台的有机组合，实现了对股权的集中持有与统一管理。该等结构在实现资产隔离与持股集中化的同时，也为投票权安排、继承规划及长期治理稳定性提供了坚实的制度支撑。

（一）创始人家族信托

闫俊杰博士作为委托人设立 Alpha EXP Trust，并通过其全资拥有的中间控股公司 Scaling EXP Limited，间接持有 Alpha EXP Limited 的全部已发行股本。

在法律架构层面，上述家族信托均由专业信托公司作为受托人进行管理。家族信托安排主要承担两项核心功能：一方面，作为上市公司 B 类普通股（每股附带 10 票投票权）的持有载体，确保创始团队在不同投票权架构下对公司重大事项的持续控制；另一方面，借助信托这一法律工具，实现创始人个人财产与上市公司经营风险之间的有效隔离，为创始人家族财富保护、传承及管理提供了架构保障。

（二）境外员工激励信托

作为科技公司，MiniMax 将员工激励视为长期治理结构的重要组成部分。根据招股说明书披露，公司在首次公开发行前已设立股份激励计划，旨在覆盖核心员工及部分顾问人员。

1. 员工持股平台 MiniMax Gene Limited 的法律结构

为避免员工直接分散持股可能导致的表决权分散问题，集团采用员工激励信托方式对激励股份进行集中管理。具体而言，公司设立了 MiniMax Gene Trust，并委任独立专业信托公司富途信托有限公司担任受托人，通过该信托统一持有员工激励相关股份。

根据招股说明书披露，截至最后实际可行日期，首次公开发行前股份激励计划项下，MiniMax 已向 392 名承授人授予尚未行使的购股权，相关购股权对应可认购合计 20,890,736 股 A 类普通股。

2. 投票权归集与激励安排

在投票权安排方面，MiniMax 激励股份并未直接由员工个人行使表决权，而是通过信托架构进行集中持有。根据公司治理结构及信托安排，相关投票权在上市初期由受托人依据信托文件及公司决策机制统一行使，从而在不影响激励效果的前提下，有效维护了公司表决权结构的稳定性。

在经济激励层面，根据招股说明书披露，激励计划项下购股权的行权价格采用分层设置机制，介于股份面值 0.0001 美元至 0.8 美元之间。相较于本次发行价格，该安排为核心员工提供了显著的长期激励空间。同时，相关购股权普遍设定了自授出日起 4 至 6 年的分期归属安排，以强化员工与公司长期发展目标之间的利益一致性。

五、结语

MiniMax 的案例展现了其在红筹架构设计上的系统思考与前瞻布局。公司以开曼上市主体为核心，通过设立家族信托，在实现创始人长期控制与资产规划的同时，保障了治理结构的稳定性与传承性。在此基础上，结合多层持股与员工激励信托的安排，有效绑定了核心人才与公司长期利益。

这一系列设计使公司在确保创始团队对战略与运营决策权集中控制的同时，亦顺利完成了对核心技术资产的“股权控制”。招股书所详细披露的架构重组、信托规划及合规安排，不仅直接回应了国际投资者对资产权属、控制力及团队稳定性的核心关切，更因其在治理、激励与合规间取得的平衡，为寻求境外上市的 AI 及硬科技企业提供了一个具有参考价值的架构范式。

上市公司创新业务子公司化的路径与激励机制探索

（作者：北京海润天睿（上海）律师事务所 熊川、张豪东）

随着许多上市公司原有业务增长达到瓶颈，收入和利润上的增长空间趋于饱和，传统业务已难以持续支撑公司整体的增长预期，公司需要寻找新的增长点。因此，一些具备潜力的孵化新业务就成为公司发展的第二曲线——即传统主业基础上，布局有望在未来几年内带来新一轮增长的业务，它可能是一个新技术方向、一个新客户群或者一个全新的产品线。这类业务的特点是在发展初期往往体量不大、甚至尚未盈利，但若发展顺利，在三到五年内将成为公司的又一核心增长点，甚至推动公司整体市值增长。

然而，由于新业务与母公司在团队结构、资源配置、管理节奏及治理方式等方面存在显著差异，若仍将其纳入母公司体系统一运作，往往会面临“机制不匹配”的问题——包括激励机制不足、决策效率低、财务不清晰、资源倾斜不到位等，最终导致业务未达预期、核心人才难以留存。

因此，除并购路径外，若希望通过内部团队自主创业推动新业务发展，上市公司可以考虑以“子公司化”方式承载。

一、为什么新业务需要独立子公司？

在上市公司体系中推进新业务孵化，的确具备一定操作便利性，无需设立新法人、可避免工商注册及财务拆分等流程，并节省行政资源，但这种路径在激发业务潜力和推动规模化发展方面存在明显局限：

1. 母公司体内难以有效激励新业务。新业务人员激励在母公司体内推进，往往面临激励与组织机制的限制。上市公司的股权激励受激励价格、股价、激励总额度的影响，且激励对象分配的额度往往受制于原有职级体系和组织架构。由于新业务团队在公司当前利润体系中所处的职级和薪酬较低，原以职级或组织层级为基础的激励分配方式，难以将真正承担风险和创新任务的骨干有效纳入。

2. 新业务冲击母公司原有的薪资结构。若新业务与传统业务共处一个职级体系，同时又对新业务适用高薪等传统方式激励，差异化薪酬引发的“倒挂”现象极易引发内部公平性争议，造成原有部门的不满与组织协作的紧张，最终反过来削弱公司整体的激励效果，使管理层陷入被动。

3.新业务的管理思路与母公司原有体系不同。新业务在面向不确定市场时往往需要快速试错和迭代，但母公司惯有的组织架构、流程体系与财务机制，难以支撑新业务所需的灵活性与独立性，其标准化的审批流程、人事权限与预算机制响应滞后，难以满足动态调整的需求。

4.子公司化便于引入更多资源伙伴。在融资能力方面，新业务若持续依附于母公司体系，往往也会在融资环节面临结构性障碍。子公司可实现法人主体独立、治理结构清晰、财务边界明确，有助于外部资本、引入战略或财务投资者一起参与。

因此，单纯在上市公司母公司体内孵化新业务，往往难以激发团队的创业动力，在管理上也缺乏灵活性，一旦市场被竞争对手抢占，公司将错失战略窗口期。此外，出于风险控制考虑，上市公司亦可通过不并表的方式设立子公司，待业务成熟后再并入上市公司体系，实现灵活控制。

设立子公司，不仅能够实现真正意义上的“内部创业”，更可通过股权合作吸引优秀人才和外部资源，形成合力，实现股东和员工的共赢。

二、哪些业务适合子公司化运作？

并不是所有的业务都适合子公司化运作。

在大型企业集团中，子公司化已成为常见的业务组织模式，集团层面聚焦战略协调与资本支持，具体业务通过子公司独立运作。对于上市公司而言，设立子公司的业务应具备以下基本条件：

- 1、未来市场空间广阔，能够成为公司未来收入与利润增长的重要支撑；
- 2、已实现阶段性成果验证，如订单量突破 1KW 或完成关键客户验证，试错成本明显降低；
- 3、存在合作方或客户对合资意愿强烈，可引入产业资源或资本；
- 4、拥有具备创业意愿的人才团队支持，内部达成共识，员工愿意以持股方式长期投入创业，而非强制分派入股。

需要注意的是，子公司化同时面临着以下挑战：

首先，子公司作为新设平台，往往缺乏可参照的估值标准与治理模板，激励机制高度依赖主观判断。若商业模式尚未得到验证，如何设定合理的期权价格与股权比例，将面临激励吸引力与母公司控制权稀释之间的平衡难题。

其次，子公司激励的兑现路径往往不明确。若激励缺乏清晰的退出通道（如IPO、分红或回购机制），则难以真正绑定核心骨干，甚至有可能适得其反，削弱其长期投入意愿。

因此，子公司化的实质并非只是组织形式的转换，而是治理结构、激励机制与退出路径的系统性重构。要使这一结构真正发挥作用，关键在于明确：激励机制是否可执行、股权安排是否可持续、退出路径是否可兑现。只有在这些核心问题上做出系统性设计，子公司化才具备真正的制度生命力。

三、上市公司子公司股权激励的常见模式

总体而言，上市公司在实务中主要采取两种路径：并表型激励结构与参股型激励结构。两者在控股比例、会计处理、融资灵活性、激励穿透力等方面各有取舍，适用于不同发展阶段和战略诉求下的新业务。以下分别展开说明。

（一）并表模式：保持控股前提下的激励落地

该模式下，母公司选择以控股方式设立子公司并纳入合并报表体系，以保持集团在财务和战略上的统一性。并表模式的一个关键优势在于：在不放弃控制权和报表并表的前提下，实现了对核心人才的准市场化激励；同时，激励收益与子公司业务成果直接挂钩。并表结构下的子公司能够清晰地将其经营成果反映在母公司财务报表中，增强了资本市场对公司增长逻辑的理解力和信心。

我们假设以 A 公司为例，在具体实施上，我们对 A 公司拟设立某一新业务板块子公司的股权结构进行了精细化设计，确保在满足并表要求与母公司控制权的基础上，为团队预留了充足的激励空间，初步拟定的股权结构如下：

股东类别	持股比例	说明
上市公司	60%	保持对子公司的控制权与财务并表
跟投平台	10%	由总部核心高管出资设立，绑定战略责任

股东类别	持股比例	说明
激励平台	20%	子公司管理层及核心骨干通过有限合伙形式间接持股
外部资源或预留股份	10%	预留用于未来引入产业合作方或基金投资者

在上述方案中，“跟投平台”由总部高管出资设立有限合伙企业，以1:1的价格认购子公司注册资本，体现其对新业务发展的真实风险共担与长期投入意愿；“激励平台”则由子公司高管担任普通合伙人，与核心员工共同设立，实行多期解锁与双重考核机制，以期真正实现“以奋斗换股权、以成果换回报”。

在具体的激励安排上，我们为A公司设计了如下机制：

1. 工具类型：认股期权，激励对象在满足条件后可行权；
2. 行权价格：与注册资本等值（1元/注册资本），体现早期投入；
3. 解锁机制：四期解锁，每年10%，其余预留；
4. 考核机制：设定子公司层面业绩目标（如营收增长、净利润、毛利率等）及个人绩效考核要求，双重达成方可解锁；
5. 退出机制：未达标部分失效或延期，同时设定激励对象离职或违约时的股份回购条款，由母公司或指定平台按成本价或约定收益率进行清退。

实践中，类似于FXYY旗下FHHL子公司的股权激励案例，也为控股型并表子公司提供了可借鉴的制度样本。该案例中，在不打破母公司控股权的前提下，FHHL通过H股购股权（SOP）与受限制股份单位（RSU）双轨并行的激励机制，向近300位核心员工授予期权与限制性股权，并将归属条件与市值目标、业绩指标双重绑定，形成了“控股不控人、穿透激励到人”的市场化架构。其激励股份来源灵活，既包括新发行H股，也包括库存股、市场回购股，确保了激励工具的实施弹性。更重要的是，即便激励计划全面实施后，母公司持股比例仍保持在58%以上，子公司FHHL依然为并表主体，从而达成了控制权、表内并表与员工激励三者之间的平衡。

（二）参股模式：以放权换激励与资本效率

证券实务专题研究

该模式中，母公司选择通过“参股+员工持股平台”模式构建子公司类合伙制的创业机制。该模式通过适度放权实现实质性激励，同时提升子公司的资本运作灵活性与融资能力，从而释放更大的业务增长潜能，降低上市公司试错风险。

以 HZYB 投资设立的传感科技子公司为例，公司仅持有 21% 股权，其余由控股股东、核心高管和员工持股平台共同持有。其中员工持股平台持股比例高达 39%，成为第一大股东，实际控制权交由核心管理层掌握。母公司则作为战略参股方参与治理，并通过实股持有、协议安排和治理设计，维持对公司发展方向的适度影响。在激励层面，该平台由核心高管担任 GP，其他员工以 LP 身份出资入股，并根据岗位、绩效贡献设置差异化认购比例，内部实行双重考核和动态分红。

从治理结构来看，参股模式常以“母公司+员工平台+核心高管”三元组合构建合伙型治理机制。以 SJHT 设立的网约车综合服务子公司为例，母公司仅持股 20%，项目由外部合作方控股，员工平台持有 29%。尽管 SJHT 不控股，但仍通过董事会、监事会设置及合资协议中的“特别表决事项”条款，确保在关键事项（如股权转让、增资扩股、控制权变更等）上保有实质性参与权。这类制度性嵌入，使母公司在不直接控股的前提下，仍可维持战略方向的一致性。

并表模式和参股模式的主要区别总结如下：

比较维度	并表模式	参股模式
控股比例	母公司持股 $\geq 50\%$ ，通常为 60%-80%，为控股型结构	母公司持股 $< 50\%$ ，一般为 5%-30%，为参股型结构
治理结构	由母公司主导战略与重大事项，通过章程、董事会等实现控制	核心团队或外部合伙人主导治理，母公司作为参股方嵌入关键接口
员工持股平台	持股比例较小，参与治理有限，主要作为激励工具存在	可为第一大股东，深度参与治理，甚至主导运营
激励工具类型	虚拟股权、限制性股权、期权等，依赖母公司审批	实股持有，通过平台直接持股，自主设计激励机制
激励自主性	激励计划受母公司管控，流程复杂，合规约束较多	子公司自主决策，激励方式与节奏灵活，市场化程度高

比较维度	并表模式	参股模式
财务并表	纳入母公司合并报表，利润直接计入母公司财务	不纳入合并报表，按权益法核算，仅体现为投资收益
融资灵活性	融资需母公司参与，受集团合规与审批影响较大	可独立融资，估值边界清晰，便于引入外部资本
退出机制	主要依赖母公司或平台回购，退出路径较窄	可通过外部投资人、IPO 或并购等方式实现市场化退出
母公司估值传导	子公司业绩直接反映在母公司利润与市值中	估值间接反映，通常通过后续并购或增持实现价值回传
适用场景	适用于新业务早期、需母公司资源支撑、协同度高的业务	适用于具备独立发展能力、融资需求强、需激发团队创业动能的业务

四、子公司股权激励的退出变现渠道

上市公司设立创新子公司并实施股权激励，其根本目的在于激发团队的创业动力和长期投入。激励的真正价值必须通过“退出变现”机制实现闭环。若缺乏清晰的退出路径，即便激励初衷良好，也可能因兑现无望而失效，甚至引发团队流失、治理失衡等问题。退出机制主要包括以下三类：

（一）子公司分拆上市（IPO）：放大激励价值的终极路径

在所有退出机制中，推动子公司独立上市无疑是最具资本效应、最能体现激励价值的路径。这种方式不仅为激励对象提供了市场化退出通道，更为母公司带来了估值重估与战略资本化的空间。当子公司成功登陆资本市场后，员工通过持股平台或直持股份，可依据锁定期安排逐步减持变现，真正实现激励闭环。

分拆上市的吸引力在于其回报的非线性特征。与传统分红式的“按年取利”不同，IPO 带来财富释放往往是成倍乃至几十倍的增长，尤其是在科技型、创新型子公司估值高企的背景下，更使得激励对象的心理预期与实际回报能高度匹配。

一个具有代表性的案例是 LPYL 近年来的“分拆上市战略”。作为国内医疗器械领域的龙头企业，LPYL 不仅通过主动整合、创新孵化的方式构建了多个业务板块，更通过子公司独立上市的方式，有效实现了激励兑现与资本运作的双轮驱动。其旗下的 LPSW、XTYL 已先后在港交所挂牌，而正处于分拆进程中的 BKYL，则是其第三家即将独立上市的子公司，定位于外科医疗器械与麻醉护理

领域。值得注意的是，BKYL 并非 LPYL 自建，而是在 2015 年通过并购获得控制权，后续通过资源整合、研发投入与团队激励，使其营收和利润实现了稳步增长，并具备了独立上市的基础。LPYL 在推动其上市的过程中，同步设立了员工持股平台，并为管理层和核心骨干设计了激励股权，明确在 IPO 后具备退出机制。这样的安排既增强了团队稳定性，也为公司整体市值带来了想象空间。

（二）子公司股权现金分红：稳健可控的价值回报机制

对于暂不具备独立上市条件，或母公司战略上仍希望对子公司保持高度掌控的情形，通过利润分红实现员工持股回报，是一种稳健而现实的退出机制。特别是在子公司业务已步入成熟期、盈利能力稳定、现金流充沛的背景下，分红机制既可以持续增强激励对象的获得感，也避免了因估值不确定引发的预期落差。

在这一模式下，员工通过持股平台间接参与子公司分红，分红金额通常按股权比例进行分配，且多在年度利润分配方案中由董事会或股东会决议确定。与 IPO 不同，现金分红不依赖外部资本市场运行，也不涉及股权变动或估值博弈，对于追求中长期稳定收益的激励对象而言，这种方式更具可预期性与安全感。

然而，现金分红的激励强度相对有限，其回报幅度通常与子公司利润直接挂钩，难以激发高强度的创业热情。尤其是对于那些具备高成长潜力、需引导团队冒险试错的创新业务，单靠分红往往不足以支撑人才的长期投入。此外，分红机制对子公司本身也构成一定的财务压力，若利润被大比例分配用于激励，可能影响再投资或扩张能力。

（三）母公司现金或股份收购：战略整合下的内部退出机制

在一些特定情境中，母公司还可以通过直接回购员工所持股份的方式，实现激励股权的内部退出。这一机制尤其适用于以下几类场景：子公司未能上市，需实现团队利益保障；激励对象因个人原因离职或退出团队，需规范股权清退流程；母公司战略调整，拟将子公司重新并入主业体系或进行资源整合。

母公司通常通过现金支付、发行股份或股权置换的形式进行回购。现金方式最为直接，一般按照事先设定的价格公式进行计算，如“原始投资+年化回报率”或“当前估值×折扣比例”。若母公司资金压力较大，也可采用股份置换方式，即以母公司上市公司股份换回员工手中的子公司股权，此举可兼顾流动性与长期绑定。例如，LPYL 在多个子公司激励股权退出过程中，即采用了此类方式。以

XTYL 为例，在其上市前的治理规范化过程中，母公司主动对部分员工股权进行了有序回购，确保股权结构简洁清晰，并避免激励对象在上市过程中因回报不确定而产生流动性焦虑。此外，对于尚未上市的子公司，LPYL 也在员工激励协议中设定了“优先回购权”与“约定回购价”条款，以实现激励退出的制度化与预期管理。

五、结语

子公司化作为连接母公司战略目标与新业务创业动能的桥梁，其核心价值不仅在于管理结构的独立与财务边界的清晰，更在于通过灵活的激励机制和清晰的退出路径，真正实现对人才的绑定、对资源的整合以及对市场响应能力的提升。从激励设计到治理架构，从控股与参股模式的权衡，到退出机制的前置安排，子公司化的每一步都需在“控制、激励与成长”之间实现动态平衡。唯有通过系统化制度设计，才能确保新业务不仅“孵得出”，更能“飞得高”“走得远”。

食品类企业 A 股上市又行了？——某食品类企业招股书解读

（作者：北京海润天睿（上海）律师事务所 熊川、张豪东）

一、公司基本情况

A 公司成立于 2008 年，总部位于西南某省，核心业务为麻系味型特色调味食品的研发、生产和销售，其中“A 牌藤椒油”常年占主营业务收入八成以上。公司股权结构集中，为典型的家族控制企业。创始人赵某、龚某夫妇及其子赵一某、赵二某合计直接持股 68.21%，其中赵某直接持股 30.92%。外部股东包括 B 公司旗下 C 公司（13.68%）、D 公司（7.58%）及 E 公司（5.26%）、F 公司（5.26%）。

公司的上市之路可谓一波三折。公司在 2023 年 12 月主动撤回了深交所主板的上市申请。2024 年 8 月，公司及相关中介机构因信息披露问题被深交所采取书面警示监管措施，其中涉及关联方核查不充分等问题。目前，公司转战北交所，其公司治理的规范性、历史问题的整改情况以及关联交易的透明度预计仍将是监管关注的重点。此外，公司具有明显的家族企业特征，赵某家族合计控制公司超过 68% 的股权。如何进一步完善公司治理结构，保护中小投资者利益，也是公司需要面对的课题。

二、行业及竞争

公司属于食品制造行业，近年来，该行业 IPO 持续活跃，2024 年以来已有 6 家食品企业 IPO 辅导备案获受理，其中 4 家拟申报北交所，反映该板块上市通道较为畅通。公司在藤椒油细分领域具备先发优势与品牌影响力，是国内最大的藤椒油生产商之一。其产品具有品类独创性和口味差异性，在川菜调味品及复合调味品市场中具有一定的护城河。

根据某咨询公司的数据，2020 年中国藤椒油市场规模约为 14.2 亿元，预计到 2025 年将增长至 41 亿元。尽管增速可观，但相较于酱油、食醋等千亿级市场，藤椒油仍属小众赛道。市场竞争方面，公司虽在藤椒油领域占据领先地位，但面临双重竞争压力：一方面，G 公司、H 公司等调味品巨头凭借其强大的渠道和品牌优势已切入藤椒油市场；另一方面，I 公司等品牌采取低价策略进行竞争。此外，在公司意图拓展的复合调味料赛道，竞争也尤为激烈。

三、业务情况

证券实务专题研究

2022年至2024年，公司营业收入分别为4.50亿元、5.45亿元和6.25亿元，扣非后归母净利润分别为7,197.77万元、8,927.84万元和1.45亿元，呈现持续增长态势，净利润增速尤其显著。公司盈利提升主要源于规模效应增强、成本控制及产品结构优化。但需注意，公司业务存在以下问题：

1. 高度依赖单一产品：公司的收入严重依赖藤椒油产品。报告期内（2019-2021年及2022年上半年），调味油（以藤椒油为主）的销售收入占比均超过90%。这种业务结构使得公司业绩与藤椒油细分市场的景气度高度绑定，存在一定风险。尽管公司自2021年起积极拓展复合调味料等新品类，但截至2024年，其复合调味料、蔬菜制品和休闲食品的收入规模仍较小，合计贡献不足总营收的5%，多元化成效尚不显著。

2. 产能利用不足与扩产计划：此次IPO，公司计划募集资金中的3.24亿元将用于“年产20000吨藤椒油及1800吨藤椒系复合调味酱汁及休闲食品建设项目”。然而，值得关注的是，公司主要产品的产能利用率已处于较低水平。例如，2022年上半年，调味油的产能利用率已降至49.55%，复合调味料及休闲食品的产能利用率也仅为27.92%。在现有产能尚未充分利用的情况下进行大规模扩产，其新增产能的消化能力受到市场质疑。

3. 财务表现波动：公司的业绩存在一定波动。例如，2020年受疫情影响，营收下滑至3.56亿元。2021年，尽管营收恢复增长至4.62亿元，但受核心原材料菜籽油和鲜藤椒价格上涨等因素影响，净利润同比略有下滑。根据最新信息，公司2024年营收达6.25亿元，净利润为1.57亿元，显示出业绩有所回升。此外，公司销售渠道以经销为主，经销收入占比高达约90%，且销售区域较为集中，西南地区收入占比虽有所下降，但2024年仍占44.33%。

四、主要风险

基于以上分析，投资者在关注公司时，需重点考量以下风险：

历史遗留问题(A股反馈)	主要表现/监管反馈	对本次北交所IPO的潜在影响与关注点
1. 内控与信息披露缺陷	遗漏披露实控人控制的关联方“J公司”，资金流向不明。保荐机构资金流水核查、走访程序有瑕疵。	1. 内部控制制度是否真正有效整改，能否杜绝类似信息不透明情况。 2. 本次中介机构的核查工作

历史遗留问题(A股反馈)	主要表现/监管反馈	对本次北交所IPO的潜在影响与关注点
		(尤其资金流水、关联方)是否扎实、充分。
2.“家族化”公司治理风险	赵氏家族四人合计控股68.21%，股权高度集中。前次信披违规即由实控人个人行为引发。	1.如何证明公司治理的独立性，防止实控人损害公司及中小股东利益。 2.关联交易决策程序是否合规、公允。
3.业务结构单一与成长性	超90%营收依赖藤椒油。证监会前次曾提出多达43项反馈问题。	1.是否具备持续创新能力以突破单品依赖，多元化战略是否可行。 2.细分市场规规模有限下，公司的成长空间和抗风险能力。
4.审核环境与“带病”申报	2023年IPO收紧后撤回。撤回8个月后仍被深交所追责、出具监管函，体现“申报即担责”的监管态度。	1.监管会以前次问题为线索，进行更严格的穿透式审查。 2.任何“旧疾”未愈都可能影响审核进程和结果。
5.知识产权	发行人商标与专利技术是否存在权属纠纷	报告期内，存在9宗他人仿冒发行人商标的侵权纠纷诉讼案件

2024年8月公司及中介机构收到深交所书面警示的自律监管措施，原因包括：

1、未充分核查A公司关联方情况

中国证监会现场检查发现，A公司实际控制人之一的赵一某2022年5月至6月转出80万元至彭某，对此解释为“个人借款”。经保荐机构补充核查，赵一某转给彭某80万元，其中包括14万元借款、44万元资金周转款、20万元J公司营运资金及2万元预支款。彭某于2021年4月注册成立了J公司，报告期内赵一某为J公司实际控制人，提供经营所需资金，彭某负责日常经营事务。

A公司未在招股说明书中披露该关联方情况。尽职调查过程中，保荐机构已获知赵一某向彭某提供大额借款并用于J公司日常经营，但未对此保持合理怀疑，未审慎核查赵一某与J公司的关联关系，未督促A公司在招股说明书中披露该关联方情况。

2、资金流水核查程序存在瑕疵

《关于A公司经销模式的专项核查意见》显示，保荐机构对A公司实际控制人赵某和龚某选取单笔10万元及以上的收入和支出进行核查；对实际控制人

赵一某、赵二某、其他董监高及配偶选取单笔 5 万元及以上的收入和支出进行核查；对报告期内担任出纳的人员以及销售部负责人、川渝地区大区销售经理选取单笔 2 万元及以上的收入和支出进行核查。针对上述异常或大额项目，保荐机构向相关主体及个人了解其背景、性质及合理性，并取得支持凭证。

中国证监会现场检查发现，保荐机构的资金流水核查程序存在瑕疵，包括部分达到核查标准的交易未核查、未注明部分纳入核查范围的交易的背景及性质、部分交易未取得支持性凭证、未核实部分交易的实际情况等。

3、经销商下游客户走访程序存在瑕疵

《专项核查意见》显示，保荐机构走访了 A 公司主要经销商及其下游客户并确认其库存情况。中国证监会现场检查发现，保荐机构的经销商下游客户走访工作存在瑕疵，包括部分走访底稿未见核对客户及经营者信息的相关材料，部分走访底稿未见记录库存产品生产批次、生产日期信息等。

综上，K 公司作为项目保荐人，渠某、潘某作为项目保荐代表人，未充分核查 A 公司关联方情况，资金流水核查及经销商下游客户走访程序存在瑕疵，违反了深交所《股票发行上市审核规则》相关规定，深交所决定对 K 公司、渠某和潘某采取书面警示的自律监管措施。

M 公司同样存在上述三大违规行为，该机构作为 A 公司 IPO 项目申报会计师，申某、刘某、赵某某作为项目签字注册会计师，深交所上市审核中心决定对其采取书面警示的自律监管措施。

此外，N 律所作为项目申报律师事务所，李律师、卜律师作为项目签字律师，未充分核查 A 公司关联方情况，未严格按照相关执业规范要求，对与专业职责有关的关联方事项履行特别注意义务，违反了相关规定，深交所决定对其采取书面警示的自律监管措施。

A 公司实际控制人之一的赵一某未主动告知公司及中介机构其与 J 公司之间的关联关系，A 公司也未在招股说明书中披露该关联方情况。A 公司作为信息披露的第一责任人，在申报文件中遗漏披露关联方信息，未能保证发行上市申请文件和信息披露的真实、准确、完整，赵一某对 A 公司该违规行为负有主要责任，深交所上市审核中心决定对 A 公司及赵一某采取书面警示的监管措施。

五、小结

综上所述，公司凭借其在藤椒油这一细分领域的深厚积累，具备一定的先发优势和品牌基础。然而，公司面临的产品结构单一、产能消化、市场竞争加剧以及公司治理等挑战也不容忽视。转战北交所后，其能否借助资本市场实现产品多元化、渠道全国化及内部管理的规范化，将决定其未来的成长空间和市场价值。投资者应密切关注其多元化战略的落地成效、产能利用率提升情况以及公司治理的改善进展。

证券行业政策动态

证券行业政策动态

1. 八部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》
2. 中国证监会发布《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》
3. 沪深北三地交易所同步发布优化再融资一揽子措施
4. 中国证监会《关于 2025 年首发企业现场检查情况的通报》
5. 最高人民法院：将制定证券市场民事赔偿司法解释

八部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》

中国人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、市场监管总局、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知

各省、自治区、直辖市人民政府，新疆生产建设兵团：

近期，虚拟货币、现实世界资产（RWA）代币化相关投机炒作活动时有发生，扰乱经济金融秩序，危害人民群众财产安全。为进一步防范和处置虚拟货币、现实世界资产代币化相关风险，切实维护国家安全和社会稳定，依据《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国商业银行法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》、《中华人民共和国期货和衍生品法》、《中华人民共和国网络安全法》、《中华人民共和国人民币管理条例》、《防范和处置非法集资条例》、《中华人民共和国外汇管理条例》、《中华人民共和国电信条例》等规定，经与中央网信办、最高人民法院、最高人民检察院达成一致，并经国务院同意，现就有关事项通知如下：

一、明确虚拟货币、现实世界资产代币化和相关业务活动本质属性

（一）虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位。比特币、以太币、泰达币等虚拟货币具有非货币当局发行、使用加密技术及分布式账本或类似技术、以数字化形式存在等主要特点，不具有法偿性，不应且不能作为货币在市场上流通使用。

虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。在境内开展法定货币与虚拟货币兑换业务、虚拟货币之间的兑换业务、作为中央对手方买卖虚拟货币、为虚拟货币交易提供信息中介和定价服务、代币发行融资以及虚拟货币相关金融产品交易等虚拟货币相关业务活动，涉嫌非法发售代币票券、擅自公开发行证券、非法经营证券期货业务、非法集资等非法金融活动，一律严格禁止，坚决依法取缔。境外单位和个人不得以任何形式非法向境内主体提供虚拟货币相关服务。

挂钩法定货币的稳定币在流通使用中变相履行了法定货币的部分功能。未经相关部门依法依规同意，境内外任何单位和个人不得在境外发行挂钩人民币的稳定币。

证券行业政策动态

(二) 现实世界资产代币化是指使用加密技术及分布式账本或类似技术, 将资产的所有权、收益权等转化为代币(通证)或者具有代币(通证)特性的其他权益、债券凭证, 并进行发行和交易的活动。

在境内开展现实世界资产代币化活动, 以及提供有关中介、信息技术服务等, 涉嫌非法发售代币票券、擅自公开发行证券、非法经营证券期货业务、非法集资等非法金融活动, 应予以禁止; 经业务主管部门依法依规同意, 依托特定金融基础设施开展的相关业务活动除外。境外单位和个人不得以任何形式非法向境内主体提供现实世界资产代币化相关服务。

二、健全工作机制

(三) 部门协同联动。中国人民银行会同国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、市场监管总局、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局等部门健全工作机制, 并与中央网信办、最高人民法院、最高人民检察院加强协调、形成合力, 统筹指导各地区开展虚拟货币相关非法金融活动风险防范和处置工作。

中国证监会会同国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、国家外汇局等部门健全工作机制, 并与中央网信办、最高人民法院、最高人民检察院加强协调、形成合力, 统筹指导各地区开展现实世界资产代币化相关非法金融活动风险防范和处置工作。

(四) 强化属地落实。各省级人民政府统筹负责本行政区域内虚拟货币、现实世界资产代币化相关风险防范和处置工作, 具体由地方金融管理部门牵头, 国务院金融管理部门分支机构、派出机构以及电信主管、公安、市场监管等部门参加, 与网信部门、人民法院、人民检察院联动配合, 健全常态化工作机制, 并与中央部门相关工作机制有效衔接, 形成央地协同、条块结合的工作格局, 积极预防、妥善处理虚拟货币、现实世界资产代币化相关风险问题, 维护经济金融秩序和社会稳定。

三、强化风险监测、防范与处置

(五) 加强风险监测。中国人民银行、中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、国家外汇局和网信等部门持续完善监测技术手段和系统支撑, 加强跨部门数据综合研判和共享, 建立健全信息共享和交叉验证机制, 及时掌握虚拟货币、现实世界资产代币化相关活动风险态势。各省级人民政府充分发

证券行业政策动态

挥地方监测预警机制作用，地方金融管理部门会同国务院金融管理部门分支机构、派出机构以及网信、公安等部门做好线上监控、线下摸排、资金监测的有效衔接，高效、精准识别虚拟货币、现实世界资产代币化相关活动，及时共享风险信息，完善预警信息传递、核查、处置快速反应机制。

（六）强化对金融、中介、技术等服务机构的管理。金融机构（含非银行支付机构）不得为虚拟货币相关业务活动提供账户开立、资金划转和清算结算等服务，不得发行和销售虚拟货币相关金融产品，不得将虚拟货币及相关金融产品纳入抵质押品范围，不得开展与虚拟货币相关的保险业务或将虚拟货币纳入保险责任范围，并加强风险监测，发现违法违规问题线索应及时向相关部门报告。金融机构（含非银行支付机构）不得为未经同意的现实世界资产代币化相关业务以及相关金融产品提供托管、清算结算等服务。有关中介机构、信息技术服务机构不得为未经同意的现实世界资产代币化相关业务以及相关金融产品提供中介、技术等服务。

（七）加强互联网信息内容和接入管理。互联网企业不得为虚拟货币、现实世界资产代币化相关业务活动提供网络经营场所、商业展示、营销宣传、付费导流等服务，发现违法违规问题线索应及时向相关部门报告，并为相关调查、侦查工作提供技术支持和协助。网信、电信主管和公安部门根据金融管理部门移送的问题线索，及时依法关闭和处置开展虚拟货币、现实世界资产代币化相关业务活动的网站、移动应用程序（含小程序）以及公众账号等。

（八）加强经营主体登记和广告管理。市场监管部门加强经营主体登记注册管理，企业、个体工商户注册名称和经营范围中不得含有“虚拟货币”、“虚拟资产”、“加密货币”、“加密资产”、“稳定币”、“现实世界资产代币化”、“RWA”等字样或内容。市场监管部门会同金融管理部门依法加强对涉虚拟货币、现实世界资产代币化相关广告的监管，及时查处相关违法广告。

（九）持续整治虚拟货币“挖矿”活动。国家发展改革委会同相关部门严格管控虚拟货币“挖矿”活动，持续推进虚拟货币“挖矿”活动整治工作。各省级人民政府对本行政区域范围的“挖矿”整治工作负总责，按照国家发展改革委等部门《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》（发改运行〔2021〕1283号）要求和《产业结构调整指导目录（2024年本）》规定，全面梳理排查并关停存量虚

证券行业政策动态

拟货币“挖矿”项目，严禁新增“挖矿”项目，严禁“矿机”生产企业在境内提供“矿机”销售等各类服务。

（十）严厉打击相关非法金融活动。发现虚拟货币、现实世界资产代币化相关非法金融活动问题线索后，地方金融管理部门、国务院金融管理部门分支机构和派出机构等相关部门依法及时调查认定、妥善处置，并严肃追究有关单位和个人的法律责任，涉嫌犯罪的依法移送司法机关处理。

（十一）严厉打击相关违法犯罪活动。公安部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、中国证监会等部门以及审判机关、检察机关，按照职责分工依法严厉打击虚拟货币、现实世界资产代币化相关诈骗、洗钱、非法经营、传销、非法集资等违法犯罪活动，以及以虚拟货币、现实世界资产代币化等为噱头开展的相关违法犯罪活动。

（十二）加强行业自律管理。相关行业协会要加强会员管理和政策宣传，立足自身职责定位，倡导和督促会员单位抵制虚拟货币、现实世界资产代币化相关非法金融活动，对违反监管政策和行业自律规则的会员单位，依照有关自律管理规定予以惩戒。依托各类行业基础设施开展虚拟货币、现实世界资产代币化相关风险监测，及时向有关部门移送问题线索。

四、对境内主体赴境外开展相关业务实行严格监管

（十三）未经相关部门依法依规同意，境内主体及其控制的境外主体不得在境外发行虚拟货币。

（十四）境内主体直接或间接赴境外开展外债形式的现实世界资产代币化业务，或者以境内资产所有权、收益权等（以下统称境内权益）为基础在境外开展类资产证券化、具有股权性质的现实世界资产代币化业务，应按照“相同业务、相同风险、相同规则”原则，由国家发展改革委、中国证监会、国家外汇局等相关部门按照职责分工，依法依规进行严格监管。对于境内主体以境内权益为基础在境外开展的其他形式的现实世界资产代币化业务，由中国证监会会同相关部门按职责分工监管。未经相关部门同意、备案等，任何单位和个人不得开展上述业务。

（十五）境内金融机构的境外子公司及分支机构在境外提供现实世界资产代币化相关服务要依法稳慎，配备专业人员及系统，有效防范业务风险，严格落实

证券行业政策动态

客户准入、适当性管理、反洗钱等要求，并纳入境内金融机构的合规风控管理体系。为境内主体直接或间接赴境外开展外债形式的现实世界资产代币化业务，或者以境内权益为基础在境外开展现实世界资产代币化相关业务提供服务的中介机构、信息技术服务机构，应当严格遵守法律法规规定，按照有关规范要求建立健全相关合规内控制度，强化业务和风险管控，将有关业务开展情况向相关管理部门报批或报备。

五、强化组织实施

（十六）加强组织领导和统筹协调。各部门、各地区要高度重视虚拟货币、现实世界资产代币化相关风险防范工作，加强组织领导，明确工作责任，形成中央统筹、属地实施、共同负责的长效工作机制，保持高压态势，动态监测风险，有力有序有效防范化解风险，依法保护人民群众财产安全，全力维护经济金融秩序和社会稳定。

（十七）广泛开展宣传教育。各部门、各地区及行业协会要充分运用各类媒体等传播渠道，通过法律政策解读、典型案例剖析、投资风险教育等方式，宣传虚拟货币、现实世界资产代币化相关业务的违法性、危害性及其表现形式等，充分提示可能存在的风险隐患，提高公众风险防范意识和识别能力。

六、法律责任

（十八）违反本通知规定开展虚拟货币、现实世界资产代币化相关非法金融活动，以及为虚拟货币、现实世界资产代币化相关业务提供服务的，依照有关规定予以处罚；构成犯罪的，依法追究刑事责任。对于明知或应知境外主体非法向境内提供虚拟货币、现实世界资产代币化相关服务，仍为其提供协助的境内单位和个人，依法追究有关责任；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

（十九）任何单位和个人投资虚拟货币、现实世界资产代币及相关金融产品，违背公序良俗的，相关民事法律行为无效，由此引发的损失由其自行承担；涉嫌破坏金融秩序、危害金融安全的，由相关部门依法查处。

本通知自发布之日起施行。中国人民银行等十部门《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》（银发〔2021〕237号）同时废止。

（来源：中国证监会官网 2026年2月6日）

中国证监会发布《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》

为严格监管以中华人民共和国境内资产在境外发行资产支持证券代币相关业务，防范相关投机炒作风险，切实维护经济金融秩序和人民群众财产安全，根据《中华人民共和国证券法》《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》（银发〔2026〕42号）等规定，制定本指引。

一、本指引所称境内资产境外发行资产支持证券代币是指，以境内资产或相关资产权利所产生的现金流为偿付支持，利用加密技术及分布式账本或类似技术，在境外发行代币化权益凭证的活动。

二、境内资产境外发行资产支持证券代币，应当严格遵守跨境投资、外汇管理、网络和数据安全等法律、行政法规和有关政策规定，履行前述相关监管部门要求的核准、备案或安全审查等程序，不得损害国家利益和社会公共利益。

三、基础资产及实际控制该资产的境内主体存在下列情形之一的，不得开展相关业务：

（一）法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止通过资本市场融资的；

（二）经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行资产支持证券代币可能危害国家安全的；

（三）境内主体或者其控股股东、实际控制人最近3年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的；

（四）境内主体因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的；

（五）基础资产存在重大权属纠纷，或该资产依法不得转让的；

（六）基础资产存在境内资产证券化业务基础资产负面清单规定的禁止情形的。

四、中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）对境内资产境外发行资产支持证券代币依法依规进行严格监管。

证券行业政策动态

开展相关业务前，实际控制基础资产的境内主体（以下简称境内备案主体）应当向中国证监会备案，按要求报送备案报告、境外全套发行资料等有关材料，完整说明境内备案主体信息、基础资产信息、代币发行方案等情况。

境内备案主体及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及相关中介机构应当保证出具的备案材料真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

五、备案材料不完备或需要更正的，中国证监会将告知需要补正的材料。备案材料完备且符合规定的，中国证监会履行备案程序，并在办结备案后通过网站公示备案信息；不符合规定的，中国证监会不予备案。

中国证监会可视情况征求国务院有关主管部门及行业监管机构的意见。

六、境内备案主体完成备案后，如发生以下事项，应当及时向中国证监会报告相关情况：

- （一）境外发行完毕；
- （二）发生重大风险；
- （三）其他重大事项。

七、中国证监会加强与境外证券监督管理机构跨境监管合作和信息共享，防范境内资产境外发行资产支持证券代币业务风险。

（来源：中国证监会官网 2026年2月6日）

沪深北三地交易所同步发布优化再融资一揽子措施

党的二十届四中全会提出，提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。2025 年中央经济工作会议要求，持续深化资本市场投融资综合改革。再融资是资本市场投融资功能的重要组成部分，在支持上市公司做优做强、促进资源优化配置等方面发挥着重要作用。

上海证券交易所深入贯彻党的二十届四中全会和中央经济工作会议精神，紧紧围绕防风险、强监管、促高质量发展工作主线，推出优化再融资一揽子举措，进一步提高灵活性和便利度，更好服务科技创新和新质生产力发展。工作中，将突出以下原则：**一是**坚持目标导向、问题导向，聚焦影响再融资功能发挥、各方反映集中的问题，优化再融资机制安排，进一步提高再融资审核质效。**二是**坚持扶优限劣，突出扶优、扶科政策导向，加大对优质上市公司再融资的支持力度，引导市场资源加快向新质生产力领域聚集。**三是**坚持系统思维，把防风险、强监管摆在突出位置，努力构建活而有序的市场秩序。**四是**坚持稳中求进，平稳有序推进一揽子举措落地见效。具体有以下 4 个方面举措：

一是进一步支持优质上市公司创新发展。对经营治理、信息披露规范，具有代表性与市场认可度的优质上市公司，优化再融资审核，进一步提高再融资效率。过程中，将坚持优中选优、宁缺毋滥。支持优质上市公司将募集资金用于与主营业务有协同整合效应的新产业、新业态、新技术领域，投向第二增长曲线业务，同时严防盲目跨界投资、多元化投资。

二是更好适应科技创新企业再融资需求。研究推出交易所主板上市公司“轻资产、高研发投入”认定标准。优化再融资间隔期要求，按照未盈利标准上市且尚未盈利的科技型上市公司再融资，前次募集资金基本使用完毕或未改变募集资金投向的，前次募集资金到位日 6 个月后，可以启动再融资预案公告等程序。存在破发情形的上市公司，可以通过竞价定增、发行可转债等方式合理融资，募集资金需投向主营业务。

三是提升再融资灵活性、便利度。上市公司披露再融资预案时，应简要披露前次募集资金使用情况以及下一步使用计划，申报时前次募集资金使用进度原则上应当达到基本使用完毕的标准。明确已在定期报告等信息披露文件中披露且事

证券行业政策动态

实未发生变化的内容，再融资申报材料可以直接引用。优化再融资简易程序负面清单。

四是加强再融资全过程监管。压严压实上市公司信息披露第一责任人和中介机构“看门人”职责，建立交易所再融资预案披露工作机制，严防上市公司“带病”申报再融资。督促引导上市公司在披露再融资预案后，及时决策，及时申报。完善再融资预案公告要求，对于以取得上市公司控制权为目的的锁价定增，上市公司及发行对象应当公开承诺在批文有效期内完成发行。加强募集资金监管，严肃惩处违规变更募集资金用途、擅自延长临时补充流动资金期限等情形。加大事中事后监管力度，从严处理再融资违法违规行为。

下一步，上海证券交易所将按照证监会统一部署，加快推进交易所规则制定修订，抓紧推动典型案例落地，进一步提高再融资灵活性、便利度，切实提高市场的获得感。

（来源：上海证券交易所官网，2026年2月9日）

中国证监会《关于 2025 年首发企业现场检查情况的通报》

对首发申请企业开展现场检查，是 IPO 全链条监管重要一环，也是督促引导发行人和中介机构强化质量意识、提高申报质量，促进资本市场强本强基重要手段。2025 年，中国证监会紧扣防风险、强监管、促高质量发展工作主线，在现场检查工作中，坚守监管主责主业，严把资本市场入口关，同时坚持重要性原则，防止检查工作简单化，合理把握投资者保护与制度包容性平衡。全年完成 16 家随机抽取及 4 家问题导向企业检查处理工作，涉及主板企业 8 家、科创板企业 9 家以及创业板企业 3 家。有关情况通报如下。

一、现场检查总体情况

对首发申请企业，中国证监会常态化开展随机抽取与问题导向两类现场检查。其中，对新受理企业，我会按照 20% 比例随机抽取检查对象，核验申报质量。检查工作突出重要性原则，防止“眉毛胡子一把抓”。检查结束后，监管部门根据问题性质精准适配处理措施，分类推进审核程序。对在审企业，如存在与发行上市条件相关且无法提供合理解释的重大存疑事项，我会按程序开展问题导向现场检查。检查工作强化风险防范，从严查处披露舞弊、财务造假等恶意“带病闯关”行为。一经查实，监管部门坚决否决发行上市申请，依法从严追究相关主体责任。

从全年检查情况看，新受理企业申报质量进一步提升。截至 2025 年底，16 家随机抽取企业都未撤回发行上市申请，其中 7 家企业已通过交易所上市委审核。市场各方对现场检查工作的认识更加清晰、预期更加明确，“一查就撤”等市场乱象得到根本扭转。

二、检查发现问题及处理情况

现场检查聚焦发行人信息披露质量。上述 20 家企业存在的问题及处理情况如下：

一是 2 家企业涉嫌信息披露重大违法违规。例如，涉嫌通过虚构缺乏商业实质业务或者未达到验收条件即确认收入等方式虚增营业收入，且虚增金额占比较大。监管部门已就问题线索立案稽查，查实后将对发行人及中介机构从严追责。

证券行业政策动态

二是 6 家企业存在信息披露质量缺陷。例如，通过个人银行卡代付费用、未经审批调整 ERP 系统账套、重要事项会计处理不恰当、个别收入确认时点不准确、控股股东或者重要关联方披露遗漏等。结合问题性质及重要性水平，监管部门对披露缺陷影响发行上市条件判断的 2 家企业给予通报批评，对披露缺陷影响一般审核判断的 4 家企业给予警示，同时根据执业质量情况对中介机构采取相应措施。

三是 12 家企业存在信息披露规范性瑕疵。例如，合并报表范围界定不恰当、在建工程转固时点不准确、资产折旧年限预估不审慎、劳务派遣情况披露不准确等。上述瑕疵不影响审核判断，监管部门已督促发行人及中介机构整改规范，不采取监管措施。

下一步，中国证监会将进一步科学统筹现场检查覆盖面与有效性，坚持风险导向、突出重点、分类处置，以实事求是的态度，努力做到严而有效、严而有方、严而有度，不断提高拟上市企业申报质量，持续提升市场各方获得感和投资者权益保护水平。

（来源：中国证监会官网 2026 年 2 月 6 日）

最高人民法院：将制定证券市场民事赔偿司法解释

2026年2月24日，最高人民法院举行“人民法院民商事审判服务保障经济社会高质量发展情况”新闻发布会：“2026年是“十五五”规划开局之年，全国法院民商事审判条线将继续坚持以政治建设为引领，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，积极发挥审判职能，奋力服务保障“十五五”良好开局。下一步将重点推进四项工作：一是加快出台新公司法配套司法解释，做好实施宣传，推动中国特色现代企业制度建设；加强对合伙企业、独资企业等案件研究，进一步激发市场主体活力；二是制定证券市场内幕交易、操纵市场等民事赔偿司法解释，深入研究私募基金、资产支持证券、供应链金融、互联网金融、虚拟货币等新型金融案件司法应对举措，完善金融司法保障体系；三是加强破产审判工作，继续推进破产法庭设立工作，完善各项破产审判工作机制，做好破产法修订配套司法准备；四是坚持和发展新时代“枫桥经验”，强化司法协同治理，做实多元实质解纷，继续落实和出台相关司法建议，从源头上预防和化解各类民商事矛盾纠纷。”

（来源：最高人民法院官网 2026年2月24日）

证券经典案例

证券经典案例

1. 规模逾千亿元！开年 A 股并购重组逾 500 起！产业链协同与控制权易主双线并进
2. A 股首单简易审核千亿重组落地，中国神华（601088）1336 亿收购 12 家公司获批
3. 从立案起仅 11 个工作日，这家公司“蹭热点”被证监会火速处罚！

规模逾千亿元！开年 A 股并购重组逾 500 起！产业链协同与控制权易主双线并进

2026 年开年，A 股并购重组市场延续高景气，呈现出政策护航、产业筑基、控制权变更潮涌、合规监管保持高压等特点。

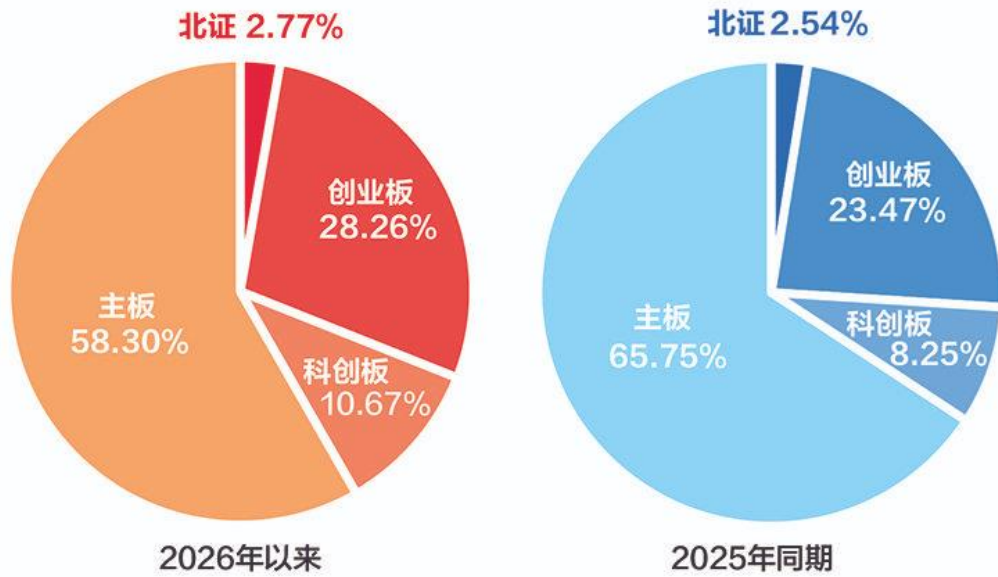
证券时报记者统计，上市公司年初以来首次披露的并购重组交易已超 500 起，合计规模逾千亿元。其中以产业协同为导向的数量占比超 50%，成为市场核心主线。硬科技领域是并购重组的主战场，科创板和创业板的参与度大幅提升，为市场注入新的活力。控制权易主交易规则进一步优化，显著提升了并购效率与质量。

并购重组红火开局

在政策和市场的合力驱动下，2026 年初并购重组活跃度继续提升，呈现出量质齐升的特点。万得数据显示，今年截至 2 月 25 日，上市公司首次披露的并购重组交易 507 起，较去年同期增加 33 起；其中 360 起交易披露了金额，合计约 1300 亿元，平均每起交易金额 3.6 亿元。交易总规模超过 10 亿元的约 30 起，近 2/3 的交易规模不超过 1 亿元。已公布的交易中，有 20 起为重大资产重组。

硬科技领域是 2026 年并购重组的主战场。分板块来看，主板企业并购数量仍占据绝对优势，交易数量占比约 58.3%，但相比上一年降低超 7 个百分点，反映出传统行业并购从“规模扩张”向“精益整合”的转型趋势；代表硬科技领域的双创板块（创业板+科创板）合计占比增至近 38.9%，较去年同期提升约 7 个百分点，逐步成为并购市场的主力；北交所占比 2.77%，较上一年同期略微提升，其“专精特新”定位与中小市值科技企业特性，为并购市场提供了差异化补充。整体而言，双创板块并购的加速正在改变 A 股生态，半导体、人工智能、生物医药等硬科技细分领域并购活跃度显著提升。

并购重组案例所属板块分布对比



2026 年并购重组案例中，新质生产力领域的数量显著增多。从发布公告的上市公司行业分布看，电子、机械设备、电力设备、汽车、生物医药五个行业的公司数量占比继续稳居前列，合计占比超过 40%，较上一年同期提高近 6 个百分点。从并购标的所属行业分布看，半导体、工业机械、信息科技咨询与服务、电子设备等板块公司数量居前。

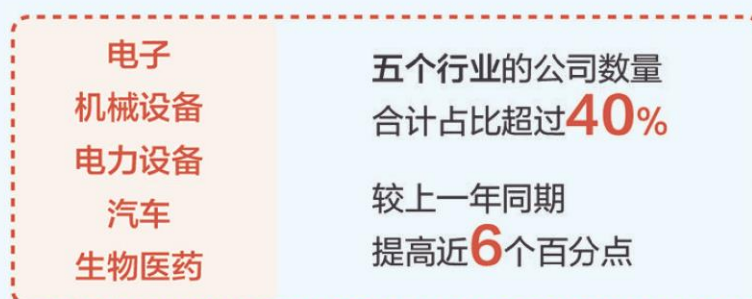
截至2月25日

上市公司年初以来首次披露的

并购重组交易	达507起
较去年同期	增加33起
合计金额	约1300亿元
其中重大资产重组案例	20起

2026年并购重组案例中

从发布公告的上市公司行业分布看



从并购标的所属行业分布看



2026年上市公司控制权变更继续高景气度

据不完全统计

有**20**家上市公司首次发布控制权计划变更公告
60多家公司公布了控制权变更的预案或最新进展
较去年同期显著增加



并购重组效率稳步提升。从并购重组进度来看，2026 年首次公布的重组案例中，已经有 60 起完成交易，较去年同期增加 7 起。已完成的交易中，询价转让类的交易集中出现，例如存储模组公司江波龙 3% 股权询价转让、晶晨股份 3.11% 股权询价转让案例，均涉及公司原股东减持。近年来询价转让是常见的操作，在满足上市公司股东退出的同时最大程度减少对二级市场冲击，是注册制下的创新性制度安排，已成为 A 股上市公司股东“有序退出”的重要路径之一。

政策红利有序释放

2026 年年初，证监会召开工作会议明确将激发并购重组活力列为年度重点工作之一。随着“并购六条”等核心制度的全面落实，市场并购重组的政策效应逐步呈现，体现在审核效率大幅提高、支付方式多元化、估值包容性提升等多个方面。

证券经典案例

首先，审核效率明显提升。简易审核程序下，根据最新规定，可将传统长达数月的审核周期大幅压缩至 12 个工作日内。以中国神华 1336 亿元重组项目为例，该项目在 2026 年 1 月 30 日受理，2 月 11 日即完成注册，全程仅用了 12 个工作日，刷新审核纪录，成为千亿级交易中简易审核的首单标杆案例。从适用性来看，中国神华市值远超千亿，公司治理规范，经营稳健，符合简易审核程序的核心要求。审核效率提升的同时，2026 年并购重组项目的上会数量也创新高，截至 2 月 25 日，今年上会的公司数量为 6 家，较去年同期的 4 家增长 50%，其中已完成注册 4 家，2 家审核通过。

其次，多元化支付方式不断出现，在增强支付灵活性的同时提升了并购效率。2026 年多家公司选择发行股份及可转债+现金的支付方式。如智洋创新计划通过发行股票、定向可转债加现金的组合方式收购灵明光子，润泽科技、华培动力等均计划采用发行可转债的方式收购资产。

再次，估值包容性稳步提升，允许未盈利资产采用技术里程碑对赌、弹性定价机制，破解硬科技企业的估值矛盾，为半导体、AI、生物医药等赛道并购扫清障碍。如康华生物拟分三步走全资收购疫苗企业纳美信 100% 股权。首期交易康华生物拟以不超过 1.2 亿元认购纳美信新增注册资本，交易完成后持股比例达到 27.27%。后续两期交易将根据纳美信核心产品的研发里程碑进展，分步实施并最终实现全资控股。

金融支持力度的大幅提升，也是一大变化。2025 年末发布的《商业银行并购贷款管理办法》，大力支持银行对并购重组交易提供资金支持，工商银行、建设银行、浦发银行、兴业银行等纷纷披露并购贷款最新进展。根据最新规定，并购贷款进一步拓宽了并购贷款适用范围，允许并购贷款用于参股型并购，同时，优化贷款条件，将控制型并购贷款占并购交易价款比例上限提高至 70%，贷款最长期限也延长至 10 年。

“合纵连横”延链补链

从并购重组目的来看，2026 年横向整合与战略协同类交易占比超 50%。在“并购六条”的政策指引下，监管层重点支持企业通过重组实现产业链整合、科技转型及做优做强。

证券经典案例

在此背景下，部分传统行业公司积极通过横向扩张做大做强，例如紫金矿业子公司拟 280 亿元收购联合黄金 100% 股权，交易金额暂居年内首位，属于资源行业横向整合，旨在强化黄金产业链控制力。湖南黄金于 1 月 25 日公告拟收购中南冶炼及黄金天岳股权，公司表示将通过本次交易提升金矿资源利用效率，增强盈利能力和抗风险水平。

科技类企业加速产业链整合和技术升级。如奕帆传动 1 月 20 日晚间公告，拟现金收购和利时电机 87.07% 股权，合并后有望进一步完善产业链，提升公司的整体质量和核心竞争力。华大智造 2 月 1 日公告，拟 3.66 亿元收购华大三箭齐发科技及华大序风 100% 股权，实现延链补链，收购完成后公司将构建“短读长+长读长+空间组学”全覆盖技术生态。

除了横向或纵向整合之外，战略合作也是常见类型。如极兔速递认购顺丰控股 4.29% 股权，属于物流行业“竞合关系”的典型体现，股权收购使得双方的合作关系进一步深化。

此外，还有上市公司通过出售或转让股份做“减法”，完成资产调整，以达到优化股权结构及专注主业的目的。如东方航空子公司先后转让凯迪克大厦上航房产和虹桥基地，旨在盘活存量资产，进一步集中资源做好航空主业。

控制权变更潮涌

2026 年上市公司控制权变更继续高景气度。据不完全统计，有 20 家上市公司首次发布控制权计划变更公告，60 多家公司公布了控制权变更的预案或最新进展，较去年同期显著增加。控制权变更是产业升级的加速器，传统行业可通过易主切入新质生产力赛道，龙头企业通过控股整合提升行业集中度，硬科技与高端制造资产借助上市平台加速资本化。

今年上市公司控制权易主有新的变化。首先，从股东变更类型来看，国资和产业资本成为重要的收购方。如山东药玻实控人变更为国务院国资委、嘉事堂实控人将变更为北京市国资委、江化微实控人将变更为上海市国资委。地方国资通过控制权受让实现产业补链、区域资源整合与上市平台提质增效，成为最稳定的收购力量之一。

其次，控制权交易呈现出锁定期延长、资金来源门槛提高等特点。多起案例突破了 18 个月法定锁仓线，36 个月、60 个月超长锁仓成了常见操作。例如江化

证券经典案例

微股权受让方上海福迅科技承诺，受让股份自过户完成之日起 60 个月内不转让，搭配 36 个月不质押、董事长 5 年不离职等，彰显长期持股的决心。ST 科达利、吉华集团的收购方均承诺收购后 60 个月不转让公司股份。超长锁定期深度绑定收购方利益与上市公司的长期发展，可稳定上市公司经营与投资者的市场预期。

资金来源方面，2026 年控制权转让对受让方的资金来源提出更高要求，多个案例显示收购方自有资金占比不低于 50%。例如吉华集团、ST 科达利等公告显示，股权受让方的自有资金不少于交易价款的 50%。受让方资金门槛的提高，有助于降低杠杆收购的风险，从而起到稳定控制权的作用。

“产业为王”也成为控制权交易的核心逻辑。如 2026 年首单“A 并 A”的并购，江丰电子计划斥资近 6 亿元收购凯德石英超 20% 的股份，两家公司都属于半导体材料供应链，业务具备互补基础，是半导体领域产业链深度整合的典型案列。港股上市公司环球新材国际拟 18 亿元收购吉华集团控制权，是 2026 年首单“H 并 A”的案例，两家均为化工新材料领域企业，有较强的协同效应。

2026 年 A 股并购重组市场在政策与市场的双重推动下，呈现出量质齐升的繁荣景象。随着并购重组在产业协同、科技创新等方面的作用日益凸显，将成为资本市场健康发展的重要引擎。

记者观察：严监严管为跨界并购保驾护航

跨界并购是上市公司打造第二增长曲线的重要途径之一，尤其对传统行业企业，可通过并购切入高科技赛道，完成转型升级。政策红利是跨界并购市场活跃的重要因素，2024 年发布的“并购六条”，明确支持跨行业并购，为企业提供了更大的灵活性和更多的并购机会。

2026 年开年，跨界并购活跃。据不完全统计，今年以来至少有 13 家上市公司公告跨界并购计划。多起案例为传统领域企业因主业增长乏力、利润空间收缩，开始布局半导体、AI 算力等热门领域。如康欣新材作为一家主要从事集装箱地板相关业务的公司，计划定增收购无锡宇邦半导体科技有限公司 51% 股权，跨界切入半导体赛道。韩建河山拟通过跨界并购辽宁兴福新材切入高性能新材料赛道，华立股份拟以 4750 万港元收购港交所上市公司升辉清洁股权，这是近三个月以来公司第二次计划跨界收购。

证券经典案例

值得关注的是，多家公司公布跨界并购后，火速收到交易所监管问询函。如韩建河山2月4日披露重组预案当天，就收到上交所火速问询，问题涉及标的公司业绩情况、交易方案、内幕信息管理等。明阳智能、天龙股份、康欣新材、华立股份等也在公告发布后迅速收到交易所问询函。

从问询函内容来看，交易所重点关注并购交易的合理性、产业协同性、支付能力、内幕交易管理等问题。不难看出，监管层在大力支持并购重组市场活跃的同时，十分强调政策鼓励与严格监管并重。证监会在今年年初工作会议上也强调，在支持并购重组的同时，做好全链条监管。

针对交易所的高频问询，市场一度出现了并购重组“监管趋严”的声音。对此，上海财经大学滴水湖高级金融学院教授陈欣认为，这一说法不够全面，准确的表述应是“严监严管与鼓励支持并重”。对符合产业逻辑的整合，给予包容性支持，而对借壳炒作、跨界并购中出现的非法苗头，则实施“零容忍”的高压监管。

陈欣认为，今年初的监管动作是对市场出现“非理性炒作苗头”的及时纠偏。具体来看，一是为了在并购潮初期遏制“忽悠式重组”，防止上市公司通过高价买资产进行财务造假或市值管理，避免几年后留下一地鸡毛；二是通过严查内幕交易和异动，将资金引导至真正有产业整合需求的项目上；三是配合“退市常态化”战略，贯彻推行“应退尽退”，保证退市政策的严肃性，避免劣质公司通过并购重组留在A股；四是引导资源向“新质生产力”集中，“科创板八条”和“并购六条”的核心是服务国家战略，加强监管是为了确保金融资源真正流向硬科技领域。

资深投行人士王骥跃认为，跨界并购本身没问题，问题出在“蹭热点式”并购上。跨界公司如何确保在新的产业领域获得成功，需要充分解释跨界的合理性和可行性。“优质的并购标的可以提升上市公司质量，监管总体上是支持而不是拦着，对于有些不成熟的标的，风险较高，则需要对外做出更详细的披露。”王骥跃表示。

（来源：证券时报网 2026年2月27日 作者：杨霞）

A 股首单简易审核千亿重组落地，中国神华（601088）1336 亿收购 12 家公司获批

2026 年 2 月 12 日，中国神华能源股份有限公司（简称“中国神华”，601088.SH）发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项获得中国证监会同意注册批复。这不仅标志着 A 股市场首单适用简易审核程序的千亿元级央企重组已完成所有注册流程、即将进入实施阶段，更被视为央企深化改革与资本市场制度创新双向赋能的一次标志性实践。

中国神华：一体化运营龙头与合规典范

中国神华能源股份有限公司（股票代码：601088.SH）作为国家能源集团旗下的核心上市公司，长期深耕于煤炭、电力、铁路、港口、航运、煤化工一体化运营模式。公司依托完整的产业链条，形成了独特的“煤—电—路—港—航”协同优势，在资源储备、产能规模及运营效率方面均处于行业领先地位。根据公开披露的信息，中国神华始终保持着稳健的经营风格与持续优秀的信息披露评级，这也使其成为监管差异化、精细化改革的“合规红利”首批受益者。作为行业龙头企业，中国神华不仅是国家能源安全战略的重要支撑力量，也是资本市场中具有代表性的优质蓝筹标的。此次重大资产重组的快速获批，与其长期以来规范运作、治理完善、信披质量过硬的企业形象密不可分。

12 家标的公司：业务概览与核心数据

本次交易的标的资产共计 12 家公司，均为中国神华控股股东国家能源集团及其全资子公司西部能源持有的优质股权。具体而言，中国神华拟通过发行股份及支付现金的方式购买国家能源集团持有的国源电力 100% 股权、新疆能源 100% 股权、化工公司 100% 股权、乌海能源 100% 股权、平庄煤业 100% 股权、神延煤炭 41% 股权、晋神能源 49% 股权、包头矿业 100% 股权、航运公司 100% 股权、煤炭运销公司 100% 股权、港口公司 100% 股权；同时以支付现金的方式购买西部能源持有的内蒙建投 100% 股权。

上述标的公司的业务范围广泛覆盖煤炭生产、坑口煤电、煤化工及物流运输等多个领域，与中国神华现有主业形成高度协同。这些资产主要分布于新疆、内蒙古等国家重要的战略资源基地，资源禀赋优越，产能规模可观，且部分坑口电

证券经典案例

厂通过皮带或短途铁路与配套煤矿直接相连，物流成本低、运营效率高，具备较强的区域市场竞争力和应对季节性供需波动的调节能力。据披露，截至 2025 年 7 月 31 日，标的资产合计总资产约为 2334.23 亿元，合计归母净资产约为 873.99 亿元；2024 年度合计实现营业收入约为 1139.74 亿元，合计扣除非经常性损益后的归母净利润约为 94.28 亿元。

交易全景：

从安排到价值交易安排本次交易采用“发行股份+支付现金”的组合方式进行，整体交易呈现出清晰的分步实施特征。根据交易方案，中国神华以发行股份及支付现金相结合的方式收购 11 家标的公司股权，另以支付现金方式收购 1 家标的公司股权，整体交易价款确定为 1335.98 亿元。在支付结构上，发行股份购买资产支付比例约为 30%，现金支付比例约为 70%。为配合本次交易，中国神华拟向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 200 亿元，全部用于支付本次重组的现金对价、中介机构费用及相关税费。募集配套资金金额未超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的 30%。

交易条款

本次交易的定价以经备案的资产评估结果为基础。根据公告，12 家标的公司全部股东权益评估价值为 1436.75 亿元，结合各标的公司拟交易的权益比例，交易价格确定为 1286.71 亿元。需要特别说明的是，在评估基准日后，国家能源集团对化工公司增资 49.27 亿元，该笔增资由国家能源集团全额认缴并已完成实缴，但未包含于资产评估范围内。因此，本次交易的最终交易价款在经备案的评估结果基础上，加上该笔期后增资金额，调整确定为 1335.98 亿元。

在发行股份定价方面，由于公司实施了 2025 年度中期利润分配方案，本次发行股份购买资产的发行价格由最初的 30.38 元/股调整为 29.40 元/股。据此计算，中国神华向国家能源集团发行股份数量为 1,363,248,446 股，占本次发行股份购买资产完成后上市公司总股本的比例约为 6.42%。本次交易未设置业绩承诺条款，但属于关联交易——国家能源集团系上市公司控股股东，西部能源系国家能源集团下属全资子公司。

收购主体

证券经典案例

本次收购的主体为中国神华能源股份有限公司，其控股股东为国家能源投资集团有限责任公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至报告书签署日，国家能源集团直接持有中国神华 A 股股份 13,812,709,196 股，通过资本控股公司间接持有 11,593,528 股，合计持有 13,824,302,724 股，占公司总股本的 69.58%。本次交易的独立财务顾问为中信证券股份有限公司。

交易分析

本次交易堪称 A 股市场并购重组的标志性案例，其意义不仅在于交易体量的庞大，更在于制度创新的示范效应。从审核流程来看，本次重组是首单适用简易程序的重大资产重组项目，充分体现了监管层面对优质企业资本运作的差异化支持。交易于 1 月 30 日获得上交所受理，2 月 5 日获上交所审核通过，2 月 12 日获得证监会注册，呈现出“2+5+5”的高效审核节奏。这种快速通道的建立，以信息披露质量和公司治理水平为门槛，将监管资源精准配置于规范运作的优质公司，实现了“规范—高效—更规范”的良性循环。

从产业整合视角看，本次交易一次性注入多项核心资产，实质性解决了中国神华与控股股东在煤炭、坑口煤电、煤化工及物流运输领域的业务重叠问题。交易完成后，中国神华的煤炭保有资源量将增至 684.9 亿吨，增幅约 64.72%；煤炭可采储量将增至 345 亿吨，增幅约 97.71%；年煤炭产量将提升至 5.12 亿吨，增幅约 56.57%；发电装机容量将增至 6088 万千瓦，聚烯烃产能实现显著增长。这种跨越式的资源储备与产能提升，不仅增强了公司的抗风险能力与战略调度灵活性，也为未来跨区域产能协同和清洁化转型奠定了坚实基础。

新起点绘就高质量发展新图景：引领转型与示范未来

本次重组的落地，为中国神华迈向全球领先的综合能源供应商打开了新的发展空间。站在新的起点上，公司将以更完善的产业链条、更清晰的战略布局和更强劲的发展动能，在服务国家能源安全战略、引领煤炭行业高质量发展进程中发挥更为关键的支柱作用。通过将分散于控股股东旗下的优质资源整合至同一平台，中国神华有望实现统一优化配置，减少重复投资，统筹技术创新与产品研发，推动煤炭产业向绿色化、智能化方向加快转型。

从更宏观的视角来看，监管机构通过系统性制度供给，正将市场的“无形之手”与监管的“有形之手”更佳结合。简易程序的顺利落地，标志着资本市

证券经典案例

场在服务实体经济高质量发展方面迈出了更加精细化、市场化的步伐。展望未来，随着“并购六条”等鼓励政策的持续发力，更多符合国家产业政策、自身质地优良的上市公司有望利用这一系列改革带来的便利，加快产业整合与升级步伐。而中国神华此次重组的成功实践，也将为其他央企利用资本市场工具进行专业化整合提供可参照的操作模板，引领央企重组从“物理合并”向“化学融合”深度转化，为实体经济的高质量发展注入更强劲的资金动能。

（来源：人大并购与投资研究 2026 年 2 月 24 日
文章注明参考了证券日报、上海证券报等相关报道）

从立案起仅 11 个工作日，这家公司“蹭热点”被证监会火速处罚！

2月28日，深圳市亚辉龙生物科技股份有限公司（以下简称“亚辉龙”）发布公告称，公司收到深圳证监局的《行政处罚事先告知书》。亚辉龙涉嫌蹭“脑机接口”热点，深圳证监局拟对公司及相关责任人罚款750万元。

2月6日晚间，亚辉龙收到证监会立案告知书，从立案起仅仅11个工作日，公司就收到了行政处罚事先告知书。今年以来，这是第二家因为“蹭热点”收到证监会罚单的上市公司。此外，还有多家公司因“蹭热点”收到了立案告知书。

华东政法大学国际金融法律学院教授郑彧对《证券日报》记者表示，监管部门对多家“蹭热点”的上市公司涉嫌误导性陈述进行查处，本质上还是对公众公司信息披露真实、准确、有效、完整和及时的从严监管。这充分说明，信息披露合法合规仍是监管部门持续发力、全力整顿的重点，并通过“早预防、早发现和早惩处”进行从严监管。

三次信披不准确、不完整

监管拟对亚辉龙开750万元罚单

经监管查明，亚辉龙在自愿披露战略合作协议以及后续澄清、回复监管问询中，存在三次信息披露不准确、不完整。

第一次是1月6日，亚辉龙与深圳脑机星链科技有限公司（以下简称“脑机星链”）签订《战略合作框架协议》，亚辉龙于1月6日17点43分发布《关于自愿披露签署战略合作框架协议的公告》（以下简称《首次公告》），其中涉及脑机星链技术路线及产品情况的披露信息为“深耕非侵入式与侵入式双技术路径”“目前已开发有脑电采集分析仪、脑机接口助眠仪、脑机接口睡眠监测仪、迷走神经刺激仪等产品”。

深圳证监局认为，目前，脑机星链的技术路径为非侵入式技术，仅有迷走神经刺激仪有样机，尚处于二类医疗器械证书注册准备阶段，其余产品尚在研发均无样机。《首次公告》披露的相关信息未能准确、完整地反映脑机星链实际技术路线及产品情况。

证券经典案例

第二次是1月6日21时27分，亚辉龙发布《关于自愿披露签署战略合作框架协议的补充公告》（以下简称《补充公告》），其中涉及脑机星链产品情况的补充披露信息为“主要开发产品有脑电采集分析仪、脑机接口助眠仪、脑机接口睡眠监测仪、迷走神经刺激仪，相关产品尚未进入注册申报阶段”。

深圳证监局认为，目前，脑电采集分析仪尚无样机或原型机，仅有个别零部件处于早期测试阶段；脑机接口助眠仪、脑机接口睡眠监测仪的设计依赖于尚未完成的脑电采集分析仪，仅为远期规划。《补充公告》未完整披露脑电采集分析仪、脑机接口助眠仪、脑机接口睡眠监测仪产品所处的实际开发阶段。

第三次是1月7日，亚辉龙发布《关于收到上海证券交易所问询函的回复公告》（以下简称《问询回复公告》），其中涉及脑电采集分析仪、脑机接口助眠仪、脑机接口睡眠监测仪产品所处开发阶段的补充披露信息仍为“尚未进入注册申报阶段”，同时，《问询回复公告》提及脑机星链“在非严肃医疗产品方向具备市场销售能力，目前已有订单”。

深圳证监局认为，《问询回复公告》未完整披露上述产品所处的实际开发阶段。同时，《问询回复公告》所涉非严肃医疗产品目前未有实际订单，仅有框架性合作协议，相关表述未准确反映脑机星链非严肃医疗产品实际情况。

综合来看，深圳证监局认为，亚辉龙前述相关披露信息不准确、不完整，致使或者可能致使投资者作出错误判断，相关信息披露后，公司股价明显偏离市场行情，并出现异常波动，涉嫌违反证券法相关规定，构成误导性陈述违法行为，拟对公司处以400万元罚款，对公司董事长处以200万元罚款，对公司董秘处以150万元罚款，合计拟罚款750万元。

监管“零容忍”

打击各类信披违法违规

在亚辉龙之前，容百科技已经收到宁波证监局《行政处罚事先告知书》，因公司重大合同公告涉嫌误导性陈述，宁波证监局拟对公司罚款450万元，拟对公司董事长、董秘分别罚款300万元、200万元，合计拟罚款950万元。从1月18日容百科技收到立案告知书，2月6日就收到宁波证监局《行政处罚事先告知书》，其间仅15个工作日。

证券经典案例

从上述两案来看，监管部门对“蹭热点”误导性陈述信息披露违法违规行为从严、从快查处。

此外，英集芯在上证E互动平台上人为策划“自问自答”，信息披露构成误导性陈述；双良节能在微信公众号上发布的“商业航天”海外订单信息也涉嫌误导性陈述，均被证监会立案调查。

除了前述公司，还有中电科数字技术股份有限公司、杭萧钢构股份有限公司、江西沃格光电集团股份有限公司等多家上市公司，因为“蹭热点”被上交所监管警示。

证监会密集立案调查“蹭热点”误导性陈述，释放强烈的监管信号。中央财经大学资本市场监管与改革研究中心副主任李晓在接受《证券日报》记者采访时表示，其核心指向“零容忍”打击信息披露违规行为，维护资本市场公平与秩序。一是强化信息披露“真实性”底线：监管层明确“蹭热点”属于误导性陈述，任何形式的信息失真（无论是否主观故意）都将面临追责。二是全链条打击市场乱象。从公告到投资者互动平台、微信公众号等非传统渠道，监管覆盖范围扩大，体现“全面监管”思路，只要信息可能影响投资者决策，无论发布载体如何，均需合规。三是引导上市公司聚焦主业。部分公司通过“蹭热点”推高股价，偏离实体经营，此次行动意在遏制投机风气，倒逼企业回归价值创造本源，推动资本市场服务实体经济。四是保护中小投资者权益。误导性陈述易引发股价异常波动，中小投资者因信息不对称更易受损。监管从严有助于净化市场环境，增强投资者信心。

上市公司公开披露内容

都需要遵守信披原则

从“蹭热点”方式来看，有的上市公司发布的公告存在误导性陈述，还有的在投资者互动平台答复、发布的微信公众号文章存在误导性陈述，形式多样。在市场人士看来，这说明部分上市公司存在“选择性合规”的侥幸心理，但是无论通过哪种渠道，只要公开披露信息，上市公司都需要确保信息披露的真实、准确和完整。

李晓表示，不同渠道的误导性陈述反映了部分上市公司“选择性合规”的侥幸心理。公告作为法定信息披露载体，受严格监管，公司可能更倾向于通过互动

证券经典案例

平台（看似“问答”）、公众号（非强制披露）等“软渠道”释放模糊信息，试图规避责任。但是，无论渠道如何，只要信息具有“公开性”且可能影响股价，即属于信息披露范畴。

南开大学金融学教授田利辉在接受《证券日报》记者采访时表示，部分上市公司为博眼球刻意利用非正式渠道制造信息不对称，实质是误导投资者。这要求监管必须覆盖全渠道、全链条，确保信息真实一致。上市公司若只在公告中合规，却在互动平台“放水”，无异于自毁信誉。需要建立全渠道审核机制，杜绝“一处合规、多处失范”的乱象。

后续，监管部门将对“蹭热点”继续从严监管，上市公司及相关责任人均须遵守信披原则，对所有公开披露内容都做到真实、准确、完整。

田利辉认为，上市公司及信息披露负责人需筑牢三道防线：一要强化内部合规审查，杜绝“蹭热点”冲动，将信息披露视为生命线；二要规范全流程管理，覆盖公告、互动平台、公众号等所有传播渠道；三要提升诚信意识，从“被动合规”转向“主动透明”。监管趋严下，任何误导性陈述都将付出重罚代价。未来，信息披露需要切实立足于真实价值，进而赢得市场长期信任与资本支持。

（来源：证券日报网 记者吴晓璐 2026年2月28日）

上海律协证券专业委员会

- 2026年2月刊 -

