



# 法律通讯

上海律协

证券专业委员会七月法律通讯

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：王安荣

## 编委（按姓氏首字母排序）：

范兴成

林晨

王安荣

徐辉

# 7

## 目录

<b>证券实务专题研究</b> .....	<b>1</b>
证券信息披露义务人内涵与外延的立法检视 .....	2
港股基石投资指南：国资机构如何参与基石投资？(下篇).....	11
<b>证券行业政策动态</b> .....	<b>19</b>
国家金融监督管理总局发布《金融机构产品适当性管理办法》 .....	20
证监会简化办理已故投资者小额遗产继承程序 .....	21
上市公司治理制度再升级 瞄准“关键少数”健全激励约束.....	22
证券业声誉信息管理迎新规 .....	25
中证协发布 28 项举措推动证券业高质量发展 .....	27
上交所发布科创板“1+6”政策配套业务规则 .....	31
证监会发布指引完善会计监管规则体系 .....	34
七部门发文鼓励外商投资企业境内再投资 .....	35
沪深北交易所程序化交易管理实施细则 7 月 7 日起施行 .....	37
上期所业务规则国际化改造 助力期货市场高水平对外开放 .....	38
<b>证券经典案例</b> .....	<b>39</b>
智元机器人 21 亿入主上纬新材，科创板迎来“具身智能第一股”.....	40
蓝黛科技控股权折价易主，马鞍山国资创新模式入主 .....	44

衢州发展跨界收购“独角兽”，国资平台接盘半导体材料龙头.....	47
即将上会！科创板第五套标准重启后首单！ .....	50
科创板“第五套”首单受理“破冰”，非药企案例有望落地.....	52
首日大涨 125%！ A 股今年以来最大 IPO，两大险资提前布局.....	56

## 证券实务专题研究

### 证券实务专题研究

1. 证券信息披露义务人内涵与外延的立法检视
2. 港股基石投资指南：国资机构如何参与基石投资？（下篇）

## 证券信息披露义务人内涵与外延的立法检视

（作者：范兴成 林晨<sup>1</sup>）

**内容提要：** 本文通过对我国历史上曾经颁布执行的证券法规及其他有关涉及信息披露的有关法律文件进行梳理，分析了这些文件中信息披露义务人的概念、范围及虚假陈述责任承担等，从立法涉及的信息披露义务人之概念、内涵、外延以及后续虚假陈述行为机构或个人之责任承担原则及具体责任承担纬度，审视信息披露人之内涵与外延的精准界定对构建信息披露责任机制的重要性及价值，并提出“信息披露单一说”观点，从理论上统筹法律法规、各项规章制度及司法解释涉及的信息披露义务人、虚假陈述责任人及各项归责原则，且这种理解也符合当前司法裁判之趋势，该研究具有一定的理论与实务价值。

**关键词：** 信息披露义务人、注册制、虚假陈述责任人、立法检视

### 一、对证券信息披露义务人内涵与外延之立法检视的意义

#### 1、信息披露义务人界定及参与信息披露各方责任机制的构建是注册制成功关键

2020年3月，新《中华人民共和国证券法》的实施标志着我国证券发行制度由“核准制”迈入“注册制”。全面实施注册制既意味着资本市场机制的创新，也意味着监管制度的创新。原本由证券监管部门集中承担的行政管制压力分散为发行人、中介机构的信息披露法律责任。

注册制下，强制信息披露是证券监管的核心原则和根本路径，是投资者与发行人之间互动新范式的基石。注册制下，投资者与发行人的信息桥梁是招股书，招股书的撰写是证券发行服务机构与发行人一起协同完成的，发行人及其董事、高管以及由发行人安排的负责业务、财务及法律等有关人员提供发行人有关信息；证券发行服务机构保荐人、审计师及律师及其他中介机构，各自按

---

<sup>1</sup> 范兴成 北京大成（上海）律师事务所 合伙人 上海律师协会证券专业委员会主任  
林晨 北京大成（上海）律师事务所 合伙人 上海律师协会证券专业委员会委员

照其有关法律法规规定的专业服务机构的專業、行业规范对发行人信息进行收集、核验，并发表专业意见，而证监会及交易所负责“抽丝剥茧”的询问，中介机构及发行人负责回答及核实，最终公布生效招股说明书并完成股票发行注册，投资者根据公开披露的信息，去完成投资。

注册制的机制就是采取法定的方法减少信息不对称，实现投资者与发行人有效率地进行证券商品交易的目标，其信息披露人及责任承担机制是由法律法规来设定并运行。股票发行注册制之全貌即为：发行人强制信息披露，发行人及参与信息披露各方各司其职，确保证券发行信息真实、准确、完整，投资人根据强制披露的信息结合自己的认知完成投资。股票发行注册制成功的关键在于信息披露义务人界定及构建参与证券信息披露的有关机构与人士的法律责任制，确保披露义务人所披露的证券发行有关信息真实、准确、完整，以及若发生虚假陈述，则由有关各方承担相应的法律责任，实现实施注册制的参与各方的行为与法律责任的闭环。因此，厘清参与证券发行各方的职责，恰当地厘定其责任承担和免责可能，才能实现投资者保护和维护资本市场效率的平衡。当前，“信息披露义务人”与“信息披露责任人”在监管制度与实践上存在一定程度的混淆，从而在形式上扩张了信息披露义务人的概念。这在实践中会存在一些矛盾。鉴于此，有必要就证券信息披露义务人的概念之内涵与外延进行立法检视，进而为厘定一个信息披露义务人及相关参与信息披露各方的职能、职责及责任能力与过错相匹配的机制，提高立法与执法互动的有效性、精准性。

### 2、厘清信息披露义务人之内涵与外延是科学构建虚假陈述责任体系的源头

虚假陈述责任体系构建是以“信息披露为中心”的现代股票发行注册制之强制信息披露义务人及相关主体之法权模型保障，其对于提升司法效能具有重要的理论与实践价值。而虚假陈述体系构建的源头不是认定如何承担责任，而是准确界定信息披露义务人，明确其内涵与外延，进而，在后续司法实践中去精准认定责任与裁判，最终发挥制度构建之理性与引导价值，即准确界定信息披露义务人是虚假陈述责任体系构建的源头，而精准认定与裁判及其价值实现则是构建好的虚假陈述责任体系的运行结果。鉴于此，进一步加强对“信息披露义务人”的界定标准并进行理论审视具有必要性。

### 二、关于证券信息披露义务人有关法律法规之立法检视

为厘清信息披露义务人的内涵与外延，笔者就有中涉及信息披露义务人的概念及相关责任承担做了简单的梳理，。

1998年《中华人民共和国证券法》没有“信息披露义务人”的概念，但仍然对发行人提出了信息披露的要求，并规定了未尽信息披露义务的责任。2005年《中华人民共和国证券法》在三处地方使用了信息披露义务人的概念，分别为：第71条第1款规定证监会监督上市公司控股股东和其他信息披露义务人的行为；第115条第2款要求证券交易所监督上市公司及相关信息披露义务人披露信息的行为；以及第193条规定了信息披露义务人未尽信息披露义务的责任。该法在对信息披露义务人作出规定时，使用“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人”的表述。也即，此时，此时信息披露义务人的主体范围并不明确，指出发行人、上市公司属于信息披露义务人的范畴，但并没有信息披露义务人的准确内涵与外延，因此，难以确定信息披露义务人中还包括哪些主体。

新《中华人民共和国证券法》第七十八条第一款规定“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务。”新证券法首次明确了信息披露义务人的内涵，但外延不确定，即发行人是信息披露义务人，以及法律法规所规定的信息披露义务人并授权中国证监会进一步明确这一概念范围的表述。由于有了证监会的授权，因此这个外延比较大，而新《中华人民共和国证券法》中一些条款，也提到特殊主体的信息披露义务，譬如控股股东、实际控制人（“双控人”）和董事、监事、高管应当披露其公开承诺，并在不履行承诺时承担赔偿责任、这些特殊主体又是否为信息披露义务人，新《中华人民共和国证券法》并未明确。除了法律层面的规定外，国务院规范性文件与最高人民法院司法解释中关于信息披露义务人也做了一些界定，《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（国发〔2020〕14号）第2条第（二）项要求“上市公司、股东及相关信息披露义务人”真实、准确、完整、及时、公平地披露信息。在这个语境下，上市公司、股东等都是信息披露义务人，且还有其他更广泛的信息披露义务人，可见信息披露义务人外延在扩大，且不确定。司法解释对于信息披露义务人是如何规定的呢？

2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《03司法解释》）规定，虚假陈述证券民事赔偿案件是投资者基于信息披露义务人违法虚假陈述使其遭受损失而提起诉讼的民事案件。该规定第1条将此类民事赔偿案件的被告规定为“违反法律规定，进行虚假陈述”的“信息披露义务人”，而第7条则规定案件的被告为“虚假陈述行为人”，第7款还兜底性地规定了“其他作出虚假陈述的机构或者自然人”可以作为被告。以此推论，在《03司法解释》中，“信息披露义务人”和“虚假陈述行为人”应具备相同内涵，该规定第17条界定了虚假陈述的概念并列举了几类虚假陈述的行为，同时使用了“信息披露义务人”的概念和“虚假陈述行为人”的概念，而根据最高人民法院的解释，第1款中的“信息披露义务人”的概念和第4款中“虚假陈述行为人”的概念相同，既包括承担积极信息披露义务的主体，也包括承担消极信息披露义务的主体，而本条第3、5、6款中的“信息披露义务人”则仅指承担负有积极信息披露义务的主体。新《中华人民共和国证券法》施行后，最高人民法院颁布了新的《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《21司法解释》），其第1条类似地将该规定的适用范围限定于“信息披露义务人”实施虚假陈述引发的赔偿案件，但并未明确这一概念的内涵。在该规定的后文中，分别规定了发行人董监高、保荐机构、承销机构、证券服务机构的过错认定标准，以及发行人的双控人在组织、指使虚假陈述时，公司重大资产重组的交易对方在提供信息不真实、准确、完整时，以及发行人的供应商、客户、为发行人提供服务的金融机构在配合发行人财务造假时的责任承担。这一制度构造逻辑下，既可以将发行人理解为唯一的信息披露义务人，将对发行人董监高、保荐机构、承销机构、证券服务机构过错的规定理解为对新《中华人民共和国证券法》第八十五条的进一步解释，也可以将前两者统一理解为信息披露义务人，但无论如何，发行人的双控人、交易对方和供应商等主体不应被理解为信息披露义务人，只能理解为发行人的“外部人”，即这些主体仅在积极地实施了对虚假陈述的组织、指使或教唆、帮助行为时，或本身作为虚假陈述信息的源头时，才承担相应的责任。但这一理解与新《中华人民共和国证券法》第八十五条将发行人的双控人、董监高，发行的保荐人、承销商一并规定为连带赔偿责任的承担者的

立场又不能完全兼容。总体而言，国务院规范性文件与最高人民法院司法解释同样仅规定了相关信息披露的责任划分，但并未明确信息披露义务人的范围。

在立法、行政法规与司法解释均未明确界定信息披露义务人范围的基础上，信息披露义务人的范围在部门规章与规范性文件中被进一步扩大。证监会2007年施行的《上市公司信息披露管理办法》多处使用这一概念，基本均描述为“上市公司及其他信息披露义务人”。该《办法》第五十九条规定了“信息披露义务人及其董事、监事、高级管理人员，上市公司的股东、实际控制人、收购人及其董事、监事、高级管理人员”违反该《办法》时证监会可以采取的监管措施，似乎可以认为，该《办法》中的信息披露义务人应当指发行人、上市公司本身，而不包括其双控人，但两者的董事、监事、高级管理人员作为直接责任人员均受证监会监管。此后，证监会规则对信息披露义务人的规定增加了发行人的双控人。例如，《中国证监会派出机构监管职责规定》第九条规定，证监会派出机构负责检查的市场主体包括“证券发行人、上市公司、非上市公众公司及其双控人、收购人等信息披露义务人”。《信息披露违法行为行政责任认定规则》（以下简称《信披违法认定规则》）区分了“信息披露义务人”和“信息披露责任人员”，认为前者的内涵包括“发行人、上市公司及其双控人、收购人等”，后者（参看《信披违法认定规则》第十七条“董事、监事、高级管理人员之外的其他人员，确有证据证明其行为与信息披露违法行为具有直接因果关系，包括实际承担或者履行董事、监事或者高级管理人员的职责，组织、参与、实施了公司信息披露违法行为或者直接导致信息披露违法的，应当视情形认定其为直接负责的主管人员或者其他直接责任人员”）则指向了前者规定的信息披露义务人以外的其他人，但在追责方面则是根据其过错及其具体行为去认定。《信披违法认定规则》对“信息披露义务人”及“信息披露相关责任人员”的分别规定也显示出对于信息披露义务人与责任人是需要区分的。在同一时期，信息披露义务人缺乏明确定义的情况还散见于证监会制定的其他规章，参看附件列表信息。在多数规章中，通常的表述为“上市公司和相关信息披露义务人”。还有一部分规章在明确责任主体时，同时包括了信息披露义务人与“内幕消息知情人”参看《创业板上市公司持续监管办法(试行)》(证监会令第169

号，2020年）（现行有效）第32条），从而难以区分相关主体承担责任的基础，甚至在实际运用时还存在混乱。

基于新《中华人民共和国证券法》第七十八条的授权，证监会2021年修订的《信披办法》大幅扩张了信息披露义务人的概念内涵，其第62条第（二）项规定，信息披露义务人是指“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人，收购人，重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员，破产管理人及其成员，以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体”。证监会2025年修订的《信披办法》（2025年7月1日生效）第63条第二款，除了删除监事外，沿用了2021年《信披办法》对信息披露义务人概念内涵及范畴。至此，信息披露义务人范围仍然处于扩张的趋势，但仍然难以穷尽，也许在未来出现新的干预信息披露的特定主体后，存在进一步扩张信息披露义务人范围的可能。

但信息披露义务人范围的扩大并不利于对相关责任人员的精准认定，在法条中仍存在许多不明确甚至冲突的规范，导致市场主体的身份与其承担的责任不完全匹配，影响监管与执法的效能。

### 三、立法厘清证券信息披露义务人内涵与外延对虚假陈述责任主体、追责原则及赔偿原则等的价值

在信息披露的整个流程中，不同市场主体承担的义务内容有明显区别，一概而论会模糊其责任承担的基础，甚至产生混乱。鉴于此，应该严格坚持按照发行人作为唯一信息披露义务人（简称“信息披露义务人单一观点”），而其他协助信息披露义务人的主体，譬如双控人、股东以及董监高、证券服务机构等在信息披露中起着重要作用的机构/个人，但他们并不是信息披露义务人，但是有可能因为过错或者未能证明自己无过错而承担虚假陈述责任。采取“信息披露义务人单一观点”来定义信息披露义务人及其外延并不会导致混乱，分析如下：

#### 1、从法律层面分析

新《中华人民共和国证券法》第八十五条和第197条的文义并不支持对信息披露义务人的概念作宽泛理解，否则董监高等人员将既以信息披露义务人的

身份在第 85 条第 1 款下承担严格责任，又在第 2 款下承担过错推定责任。而考察《中华人民共和国证券法》第一百八十一条和第 197 条的措辞差异，在证券发行中，“发行人”与“信息披露义务人”是同一概念。新《中华人民共和国证券法》第八十条规定“发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果”及“公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的，应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司，并配合公司履行信息披露义务”。在该法条的语境下，发生重大事件后，披露义务人是上市公司，双控人配合上市公司履行披露义务，这也映衬了新《中华人民共和国证券法》其实是认定发行人/上市公司是披露义务人，而其他的为信息披露参与者，这些参与者若在协助信息披露中故意或者过失导致虚假陈述也有相应的法律责任。

### 2、从承担责任的法理基础及归责原则层面分析

“惩首恶”及打击“帮凶”，都是对虚假陈述者进行打击，但无论如何，对这些主体都不能按照发行人一样承担严格责任原则，均是根据其过错，确定其承担责任的范围及比例。近期，司法实践中一些虚假陈述案件的判决也在厘清各个与信息披露有关的主体的责任范畴，并根据过错性质等来承担比例责任，唯独发行人始终承担严格责任。陈甦分析认为，与债的担保不同，信息公开担保人承担的是一类特定的法定担保责任，实际上是发起人和董事对第三人的责任在证券法律制度中的变式，其承担连带责任应以自身的过错为基础，在免责事由方面应对发起人从严规定，而对其他担保人根据其职务和业务性质分别规定。在责任制度上扩张信息披露义务人的概念范围，将难以区分发行人作为信息披露义务人与其他参与信息披露的内外部主体的责任承担。

发行人作为唯一的信息披露义务人，是证券市场强制公开原则及制度机制决定的。强制公开是义务主体向不特定投资者承担的一项法定义务，它要求义务主体必须依法定的形式和内容履行义务，强制公开义务主体是指依据证券法律规定，有义务以自己的名义公开发布相关信息，并对此信息公开行为承担法

律责任的主体。鉴于法律的强制公开义务，因此，发行人按照严格责任原则承担虚假披露的责任，而其他协助信息披露的机构或者个人则是信息披露的保障主体，他们是根据其协助信息披露的作用及具体是否勤勉尽责或者承担了消极义务而免除其承担虚假陈述的责任。譬如双控人，如果担任董监高，双控人并不直接履行经营管理职能，也不承担合理调查义务，要求其证明自己尽到了不滥用控制权的消极义务则勉为其难了，因此，这种制度设计对于意图退出管理层而让位于职业经理人的双控人，则缺乏制度保障；而那些董监高则可以通过证明其勤勉尽责免除承担虚假陈述的责任，如果他们存在故意或者过失，则会承担不同的责任，连带责任或者比例连带责任。这样的精准认定，对于参与信息披露的机构与个人，则有制度理性，虚假陈述的主体责任应以相关主体在发行人信息披露中发挥的作用和承担的角色为基础，这在司法和学界已达成相当的共识。

因此，通过扩大信息披露义务人的外延，并不能产生精准认定信息披露责任人的作用，在虚假陈述追责实践中，可能会误伤一些对信息披露产生保障作用的机构或者个人的责任承担，不能做到“精准追责”“罚过相当”，信息披露义务的制度设置不仅关乎相关主体的直接责任承担，也将对资本市场的活动产生深远影响，对其进行更深入的探索、论证，以期获得更贴切市场化融资的基本逻辑，回归信息披露的默认范式，进而精准平衡信息披露各参与主体的责任承担与免责体系，具有重大的价值。

#### 四、结语

注册制的全面实施，是我国证券发行制度进一步法治化并适应市场机制的重要制度变革。经历了股票发行注册制、配额制、核准制之后，党和国家进一步认识到市场机制是资源配置的基础制度，全面推行注册制，就是尊重市场。建设一个透明、高效、有韧性的资本市场，是一个系统化的工程，西方发达资本主义国家已经运行了几百年的证券发行制度，也在不断地完善中，因此，从制度设计、推演及实施等角度进行深入探索、理论审视具有极大的价值。本文从信息披露义务人的角色与信息披露默认范式出发，主张从理论上采取狭义的信息披露义务人概念，即信息披露义务人就是发行人，而其他参与各方是信息

## 证券实务专题研究

披露义务人的协助方，共同确保信息披露真实、准确、完整，而在追究虚假陈述责任时则与现行有关法律法规之间形成制度耦合，也与对发行人与其他有关参与信息披露各方的责任承担与归责原则相一致。

### 参考文献

- 1、赖武 证券虚假陈述民事责任的认定[J]法制与社会发展，2003,(2)
- 2、涂斌华 证券虚假陈述民事赔偿责任机制论法学。2003, (6)
- 3、陈甦 信息公开担保的法律性质[J]. 法学研究, 1998, (1)
- 4、武鸿儒 郭雳《证券信息披露义务人的范围与法律责任承担》证券市场导报 2024.4

## 港股基石投资指南：国资机构如何参与基石投资？（下篇）

（金杜律师事务所 | 聂卫东 童安琪）

在《港股基石投资指南：国资机构如何参与基石投资？（上篇）》中，我们介绍了近期的港股上市及基石投资情况、市场格局和典型案例，厘清了相关概念，并详细拆解了基石投资的基本内涵、交易流程及主要监管要求。在本篇文章中，我们将关注境内投资人进行港股基石投资实践操作中的一个至关重要的问题——如何进行基石投资款的资金出境。该问题受到境内基石投资人的普遍关注，影响到基石投资人的资金成本，也是基石投资项目是否能够成功落地的关键。我们将在后文全面介绍各类资金出境方式，以及不同资金出境方式的具体运作方式与实操要点。

### 一、ODI 资金出境方式

#### 1. ODI 的基本概念与流程

ODI 方式是实践中较为常见的基石投资资金出境方式，即境内基石投资者以境外直接投资（Overseas Direct Investment，简称“ODI”）的方式持有上市企业的基石股份。为此，投资者需要在取得发改部门、商务部门及外汇管理部门对境外投资行为的适用的核准或备案及登记（统称为“ODI 手续”）的前提下，完成基石投资款的出境。其中，发改部门与商务部门对于境外投资行为的审查相互独立、不互为前提，投资者可以同时推进这两个层面的备案/核准程序；外管层面的外汇登记实际由投资者注册地银行办理，通常以投资者完成发改部门及商务部门的备案/核准为前提。

#### 2. 实操注意要点

ODI 作为境内企业对外投资的常见模式为大众熟知，但在基石投资这一特定情境下，采用该资金出境方式在实操上需要特别关注以下几个问题：

##### **(1) 对于基石投资者而言，ODI 方式可行吗？办理 ODI 手续是否有障碍？**

该问题的核心在于：境内投资者以基石投资的形式认购港股上市公司在挂牌上市日新发行的二级市场股票，是否属于 ODI 相关监管规定项下的“境外投资”从而适用于这一系列规定？

国家发改委曾在 2021 年的问答中作出如下答复：“境内 A 公司在已持有香港企业 a 的 10% 股权情况下，继续在二级市场购买 2% 股权，属于直接投资，即属于 11 号令所称境外投资，适用 11 号令。”市面上有不少观点以此为据，认为投资者在境外二级市场购买或继续购买上市公司股票的行为属于“境外投资”，因而基石投资亦属于“ODI 相关监管规定项下的境外投资”。要检验这一观点，还需回到 ODI 相关监管规定的法律文本上进行分析：

发改委层面，《企业境外投资管理办法》（发改委令第 11 号）对“境外投资”的定义为：

“本办法所称境外投资，是指中华人民共和国境内企业直接或通过其控制的境外企业，以投入资产、权益或提供融资、担保等方式，获得境外所有权、控制权、经营管理权及其他相关权益的投资活动。

前款所称投资活动，主要包括但不限于下列情形：

- （一）获得境外土地所有权、使用权等权益；
- （二）获得境外自然资源勘探、开发特许权等权益；
- （三）获得境外基础设施所有权、经营管理权等权益；
- （四）获得境外企业或资产所有权、经营管理权等权益；
- （五）新建或改扩建境外固定资产；
- （六）新建境外企业或向既有境外企业增加投资；
- （七）新设或参股境外股权投资基金；
- （八）通过协议、信托等方式控制境外企业或资产。”

商务部层面，《境外投资管理办法》（商务部令 2014 年第 3 号）对“境外投资”的定义为：

“本办法所称境外投资，是指在中华人民共和国境内依法设立的企业通过新设、并购及其他方式在境外拥有非金融企业或取得既有非金融企业所有权、控制权、经营管理权及其他权益的行为。”

从上述规定的文本来看，一方面，结合基石投资者持有企业新发行的股票并在二级市场进行后续交易的特征，境内投资者通过基石投资持有境外上市公司股票并未被直接、明确地涵盖于“境外投资”的定义范畴内；另一方面，因基石投资具有在企业挂牌上市前已经确定、受限于锁定期而持股时间相对更长

等特点，又不完全等同于一般的二级市场股票交易，且因上述规定对“境外投资”采取了相对宽泛及不完全列举式的描述，基石投资在形式上符合“以投入资产等方式获得境外其他相关权益的投资活动”，似乎也可以被解读为构成规定项下的“境外投资”。

基于 ODI 监管规定在“境外投资”定义上存在空间，加之我们对近期实践情况的观察，我们倾向于认为地方主管部门对境内投资者拟开展的境外投资行为进行审查的过程中，可能会将投资者在被投资企业所持股权比例达到一定门槛、是否对被投资企业有一定程度上的经营管理权（如有权在被投资企业委派董事）、是否将长期持有境外被投企业的股权（而不是短期买卖股票）等因素纳入考量范畴，进而，基石投资可能因为不满足前述要素而在办理 ODI 手续的过程中面临一定的障碍。因此，尽管以 ODI 方式实现资金出境是境内投资者较为常见的投资款出境方式，但结合 ODI 的监管逻辑来看，该方式并不一定能获得通行。特别是在没有审批先例的地方，难度会更大。

### **(2)办理 ODI 手续需要多长时间？如何与被投企业的上市时间表相匹配？**

根据实践经验，ODI 备案/核准流程通常耗时较长，申请材料也较为复杂，包含发改委、商委和外管多项程序。由于基石投资款项到账是企业成功 IPO 的前提，结合前述情况，并考虑到办理 ODI 手续需要耗费一定时间，建议投资者在投资意向初步确定后即可考虑与当地发改及商务部门进行预沟通，并考虑在拟上市企业正式递交上市申请且投资意向基本确定后尽早启动 ODI 程序，以尽量匹配企业上市时间表。

### **(3)ODI 模式下，境内投资者是否有必要考虑设立境外 SPV？**

根据我们掌握的案例，有部分采用 ODI 方式的境内基石投资者会先在境外（例如香港）设立一家子公司（“境外 SPV”），以境外 SPV 作为基石投资的直接持股主体。这一做法的主要好处在于，投资者后续退出时在二级市场交易股票所得可以先汇集到境外 SPV 中，然后在合适的时间（例如汇率比较划算的时候）统一或分批资金回境；而如无境外 SPV，则每次出售股票所获得的对价即需在当下完成资金回境。相较而言，有境外 SPV 可以增加资金的灵活性，并在汇率上有一定操作空间。

### 二、QDII 资金出境方式

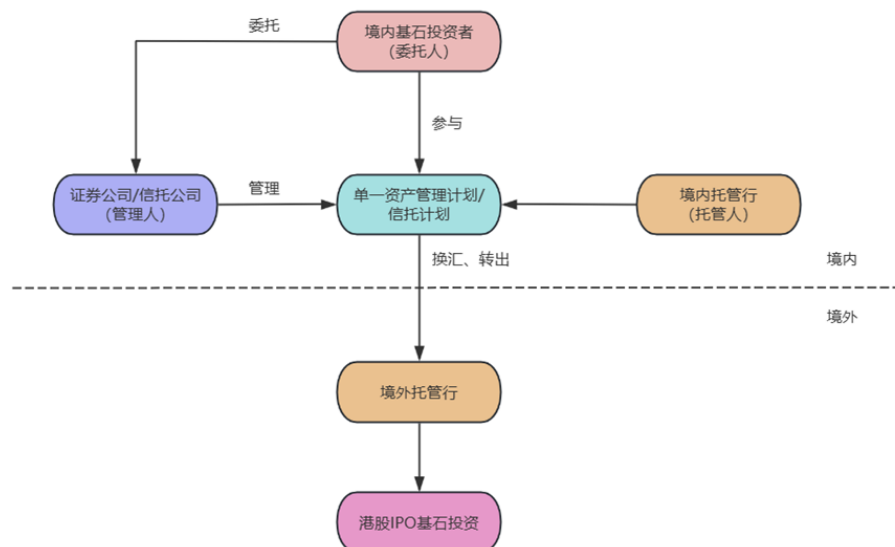
#### 1. QDII 的基本概念与运作模式

通过 QDII 资金出境也是境内基石投资者资金出境的常见方式。QDII 为合格境内机构投资者(Qualified Domestic Institutional Investor)的统称，包括符合特定的条件的银行、信托公司、证券公司、基金管理公司、保险公司等境内金融机构。QDII 机构在外汇管理局批准的额度内，可以通过发行产品等方式，在符合法律法规的前提下将境内投资者的资金投资于包括境外股票在内的境外资产。

境内基石投资者通常通过证券类 QDII、信托类 QDII 实现投资款出境。该两类 QDII 在基石投资中的参与主体和运作方式如下表所示：

	证券类 QDII	信托类 QDII
参与主体	证券公司(具有 QDII 资格及额度)、基石投资者、境内外托管行	信托公司(具有 QDII 资格及额度)、境内基石投资者、境内外托管行
运作方式	<p><b>基石投资者</b>作为委托人、<b>证券公司</b>作为管理人、<b>银行</b>作为托管人设立单一资产管理计划，基石投资者认购资管计划份额，资管计划使用计划项下的资金进行基石投资。</p> <p>*该资管计划在设立过程中需经中国证券投资基金业协会审批与备案。</p>	<p><b>基石投资者</b>作为委托人、<b>信托公司</b>作为受托人、<b>银行</b>作为托管人设立单一信托计划，信托计划使用信托资产进行基石投资。</p> <p>*该信托计划在设立过程中需至中国信托登记有限公司登记。</p>

结合上表内容，境内基石投资者通过证券类 QDII、信托类 QDII 进行基石投资的结构如下图所示。需要注意的是，证券类 QDII、信托类 QDII 均涉及一定的费用，因此资金成本相对于 ODI 方式更高。



### 2.QDII 监管体系和合规要求

从产品设立和运作角度，证券类 QDII 的主管部门为中国证监会，信托类 QDII 的主管部门为银保监会(现金融监管局)。

对于证券类 QDII 而言，《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》对证券公司运作资管产品过程中的主动管理职责有明确规定，即该《管理办法》第四十七条规定，“证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得有下列行为：(一)为其他机构、个人或者资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；……(三)由委托人或其指定第三方下达投资指令或者提供具体投资标的等实质性投资建议；……”因此，证券类 QDII 在设立和运营过程中对 QDII 机构有一定的主动管理要求，从法规层面可能会限制投资者对基石投资的独立决策和管理。

对于信托类 QDII 而言，《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》中有如下规定，“严禁信托公司向境内机构出租、出借或变相出租、出借其境外可利用的投资账户”。我们据此理解如信托 QDII 发行的产品完全沦为投资者规避监管要求的资金出境通道，也将存在一定合规风险。

两类 QDII 也均受到中国人民银行、银保监会(现金融监管局)、证监会、外汇管理局联合发布的境内资管产品相关规定的监管，包括 2018 年发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(即通常所说的“资管新规”)，并因两类 QDII 均需取得对外投资额度、且在运营过程中涉及资金跨境流动，也受到外汇管理部门的监管。

以 QDII 方式进行境外投资(包括资格、投资范围、投资限制、资金托管等方面), 还要遵守证监会、银保监会(现金融监管局)以及外管局等部门的相关监管规则, 本文不予赘述。

### 3.实操常见问题

QDII 资金出境方式下, 实践中常被问到的一个问题是: 通过 QDII 方式进行资金出境是否还需取得 ODI 手续? 结合我们的观察和研究, 对此问题其实没有非黑即白的结论, 需要结合个别案例进行分析, 而问题的关键在于是否构成 ODI 相关监管规定项下的“境外投资”, 具体可以参见本文第一部分第 2 项第(1)点的分析; 同时 QDII 产品也需要满足有关合规要求, 具体可以参见本文第二部分第 2 项的内容。

以下发改委 2021 年答复以及保利文化及中信信托行政处罚案例供读者参考及佐证:

#### 发改委 2021 年答复

2021 年 8 月 26 日, 发改委在官网发布对如下问题的答复:

问题: 甲省(市)开展合格境内机构投资者 (ODI) 合格境内有限合伙人 (QDLP)、合格境内投资企业 (QDIE) 等试点工作, 其中适用范围可能包含境内企业投资获得境外非上市企业股权、获得境外上市企业非公开发行和交易的股票、投资境外私募股权投资基金等构成境外投资的情形。投资主体通过 QDI、QDLP、QDIE 等途径开展境外投资是否需要履行境外投资核准、备案手续?

答复: 投资主体通过 QDI、QDLP、QDIE 等途径开展境外投资, 有关投资活动属于 11 号令第二条所称境外投资的, 投资主体应按照 11 号令履行境外投资有关手续。

#### 保利文化及中信信托行政处罚案例

根据外汇管理局京汇罚[2021]11 号行政处罚决定书及保利文化发布的公告: 外汇管理局北京外汇管理部认为保利文化在 2019 年通过中信信托 QDII 项目投资数字王国集团有限公司 (00547.HK) 定向发行股票的过程中, 在境外投资资金汇出境外前未取得有效的发改委核准文件或备案文件, 违反了《外汇管

管理条例》第十七条、第三十九条、《企业境外投资管理办法》第三十二条的相关规定，予以处罚。

根据外汇管理局京汇罚[2021]10号行政处罚决定书，外汇管理局北京外汇管理部认为中信信托违反了《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》第十二条（即“严禁信托公司向境内机构出租、出借或变相出租、出借其境外可利用的投资账户”），并基于《外汇管理条例》第四十七条对其作出行政处罚。

### 三、其他资金出境方式

在上述两类常见方式之余，境内基石投资者还可以考虑以下两种资金出境方式：

#### 1. TRS

TRS，即总收益互换（Total Return Swap），一种金融衍生品，在资金实际并不出境的情况下，基石投资者可以通过该产品实质实现享有境外上市公司股票损益的效果。近期我们观察到一些通过 TRS 参与基石投资的案例，例如宁德时代 H 股上市基石投资中，两名基石投资人高毅资产、景林资产通过中金公司的跨境场外掉期产品，委托中金主体持有宁德时代基石股份，并享有和承担该等基石投资的所有经济回报和损失。尽管如此，可能由于金融衍生品的性质以及相对更高的产品费用，该资金出境方式仍相对非主流（尤其是对于国资机构而言）。

#### 2. QDLP

QDLP，即合格境内有限合伙人制度（Qualified Domestic Limited Partner，简称“QDLP”），是指在中国境内特定试点区域内，经有关监管部门批准取得 QDLP 试点资质的企业（简称“QDLP 管理人”），在批准授予的投资额度内设立私募投资基金（简称“QDLP 基金”）面向境内合格投资者募集资金，并进行境外投资（包括境外一二级市场、基金等，具体取决于各地方试点政策）的制度安排。理论上而言，境内基石投资者可以作为 QDLP 基金的投资人，通过 QDLP 基金实现对境外拟上市主体的基石投资，但可能因成功案例较少、投资额度紧俏、监管实践存在不确定性等因素，QDLP 也并非主流的基石投资资金出境模式。

## 证券实务专题研究

因篇幅所限，本文着重介绍了基石投资资金出境的问题，对于港股基石投资指南（上篇）文末提及的国资机构应如何考虑基石投资的退出安排，以及国资机构参与基石投资需要遵守哪些监管规定的问题，如读者还有兴趣，欢迎与我们联系和进一步探讨。

（来源：微信公众账号“一川 Law”）

## 证券行业政策动态

### 证券行业政策动态

1. 国家金融监督管理总局发布《金融机构产品适当性管理办法》
2. 证监会简化办理已故投资者小额遗产继承程序
3. 上市公司治理制度再升级瞄准“关键少数”健全激励约束
4. 证券业声誉信息管理迎新规
5. 中证协发布 28 项举措推动证券业高质量发展
6. 上交所发布科创板“1+6”政策配套业务规则
7. 证监会发布指引完善会计监管规则体系
8. 七部门发文鼓励外商投资企业境内再投资
9. 沪深北交易所程序化交易管理实施细则 7 月 7 日起施行
10. 上期所业务规则国际化改造 助力期货市场高水平对外开放

### 国家金融监督管理总局发布《金融机构产品适当性管理办法》

为进一步规范金融机构适当性管理，加强金融消费者权益保护，金融监管总局发布《金融机构产品适当性管理办法》（以下简称《办法》），《办法》自2026年2月1日起施行。

《办法》共五章四十九条，对金融机构适当性管理义务进行规范。主要包括以下内容：一是金融机构应当了解产品，了解客户，将适当的产品通过适当的渠道销售给适合的客户。二是对于投资型产品，要求金融机构划分风险等级并动态管理；将投资型产品的投资者区分为专业投资者与普通投资者，对普通投资者进行特别保护，包括强化风险承受能力评估，充分履行告知义务，开展风险提示等。三是对于保险产品，要求金融机构进行分类分级管理，与保险销售资质分级管理相衔接，对投保人进行需求分析及财务支付水平评估。销售投资连结型保险等产品，还需开展产品风险评级和投保人风险承受能力评估。四是强化监督管理。金融机构及相关责任人员违反适当性管理规定的，金融监管总局及其派出机构可以采取监管措施、进行行政处罚。

印发《办法》是金融监管总局贯彻落实党中央、国务院关于加强金融消费者权益保护的决策部署，将保护金融消费者权益关口前移的重要举措。《办法》的出台，有利于促进金融机构全面加强适当性管理，有效规范经营行为，进一步营造公平诚信、安全放心的金融消费环境。

（来源：国家金融监督管理总局官网 2025年7月11日）

## 证监会简化办理已故投资者小额遗产继承程序

新华社北京 7 月 25 日电（记者刘慧、刘羽佳）为践行金融为民理念，进一步优化金融服务，便利投资者遗产继承业务办理，证监会 25 日发布关于简化办理已故投资者小额遗产继承程序的通知。

通知规定，办理已故投资者小额遗产继承业务的，应当同时符合四个条件。

一是已故投资者和申请人均应为境内自然人，且申请人为已故投资者的配偶、子女、父母，或者公证遗嘱指定的继承人、受遗赠人。

二是已故投资者在同一证券公司开立的账户项下的全部净资产（包括但不限于证券、资金，公募基金等资管产品）合计不超过 5 万元人民币（或等值外币，不含未结利息）。净资产余额以申请当日的查询结果为准。

三是已故投资者持有的由同一公募基金管理人管理的公募基金等资管产品，或在同一基金销售机构开立的账户项下的公募基金等资管产品不超过 5 万元人民币（或等值外币，不含未结转收益）。资产余额以申请当日的查询结果为准。

四是申请人向证券公司申请办理小额遗产继承的，应当前往已故投资者开户证券公司的营业场所进行现场办理。申请人向公募基金管理人、基金销售机构申请办理小额遗产继承的，应当按照相关机构要求办理。

通知明确，申请人办理小额遗产继承，应向证券公司、公募基金管理人、基金销售机构提交相关材料。接受申请的机构应当对申请人提交的材料进行必要审查，审查时应当尽到合理谨慎义务。

（来源：中国政府网 2025 年 7 月 25 日）

### 上市公司治理制度再升级瞄准“关键少数”健全激励约束

为进一步规范上市公司“关键少数”行为，提升治理水平，中国证监会近日修订《上市公司治理准则》，并于 25 日向社会公开征求意见。这是上市公司治理制度的又一次升级。

新规着重健全对董事、高级管理人员的全链条管理制度，进一步规范控股股东、实际控制人行为，强化责任绑定与行为约束，为提升上市公司治理水平夯实制度根基。

#### 聚焦核心环节 完善上市公司治理规则

记者了解到，本次《上市公司治理准则》的修订聚焦上市公司治理诸多核心环节，回应市场关切，持续升级完善上市公司治理规则。

——完善董事、高级管理人员任职、履职和离职管理制度。新规明确了董事、高级管理人员的任职资格，同时强化了董事会提名委员会的审核责任。在董事、高级管理人员履职规范上，新规强化了他们从事同业竞争、利用公司商业机会等行为的披露要求，要求董事作出决策前充分收集信息、谨慎判断。新规还强化了对董事、高级管理人员离职的管理，要求上市公司在聘任董事、高级管理人员时对离职后的追责追偿作出安排，在董事、高级管理人员离职时对其未尽义务做好审查。

——健全上市公司激励约束机制。新规要求上市公司建立薪酬管理制度，合理确定董事、高级管理人员的薪酬结构和水平。同时，规定董事、高级管理人员薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配，激励董事、高级管理人员积极为公司创造价值。新规还要求上市公司完善董事、高级管理人员薪酬支付机制，通过止付追索、递延支付等安排，进一步实现利益绑定。

——规范控股股东、实际控制人行为。新规严格限制可能对上市公司产生重大不利影响的同业竞争，强化非重大不利影响同业竞争的披露要求。进一步加强对关联交易的监管，完善董事会对关联交易的识别、审议要求。

此外，修订后的《上市公司治理准则》还进一步与现行法律法规进行衔接。即根据证券法完善公开征集股东权利的规定；根据上市公司独立董事管理办法，完善董事会提名委员会、薪酬考核委员会职责等规定；根据上市公司信息披露管理办法，完善自愿性信息披露等规定。

### 抓住“关键少数” 健全激励约束机制

良好的公司治理是企业健康持续发展的基石。作为上市公司“关键少数”的控股股东、实控人、董事高管等，理应在上市公司经营发展、治理运行中勤勉尽责，切实维护公司和中小股东利益。

《上市公司治理准则》本次修订坚持问题导向，围绕“关键少数”作出针对性制度安排，有利于促进董事、高级管理人员履职尽责，规范控股股东、实际控制人的行为。

针对市场对上市公司治理反映集中的问题，新规传递出完善对“关键少数”全流程监管的鲜明信号。

例如，此前个别公司的董事、高级管理人员被证监会采取身份类市场禁入措施，仍在公司任职、发表不恰当意见；个别公司对董事、高级管理人员的资格把关不严，聘请不诚信的人担任管理人员；个别公司董事、高级管理人员提前辞职，企图规避责任。针对这类问题，新规均作出相应监管安排。

修订后的《上市公司治理准则》针对性完善了对董事、高级管理人员“任职—履职—离职”的全周期、全流程管理，督促其主动扛起推动提升上市公司质量的责任、改善公司内控水平和经营管理效率的责任，提升投资者对上市公司的信心。

除此之外，本次修订更加突出对董事、高级管理人员的激励和约束，进一步细化了相关规定，核心是督促上市公司建立科学合理、激励和约束并举、内部决策程序规范、与公司发展相适应的薪酬制度，既鼓励董事、高级管理人员经营好公司、积极为公司创造价值，又约束防范董事、高级管理人员滥用职权、不顾公司利益谋取个人私利等不当行为。

新规要求上市公司通过内部规范的决策、约束机制，统筹管理好高管薪酬。同时，确立薪酬与业绩匹配的基本原则，绑定高管个人利益和公司利益，激发高管实现公司利益最大化的积极性。在经营过程中，如上市公司业绩因报表追溯调整而未实现，高管应当退还多发的薪酬。另一方面，如公司实施造假、违规担保、占用等重大违法违规行为，负有责任的董事、高级管理人员也应退回薪酬，切实承担责任。

针对控股股东、实际控制人，本次修订进一步加强规范同业竞争、关联交易

等可能损害上市公司利益的行为，对于我国股权较为集中的上市公司而言，有利于完善治理机制、维护上市公司独立性。

### 治理水平进阶进一步释放上市公司发展动能

不少市场人士认为，近年来，上市公司治理监管规则不断优化完善。中办、国办印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》，对完善公司治理也提出要求。本次《上市公司治理准则》的修订，有利于上市公司治理水平进阶，将更好释放上市公司高质量发展动能。

对于资本市场而言，高质量的上市公司是市场稳健发展的基石。近年来，一系列提高上市公司治理水平的改革“平稳上路”。

2023 年公司法修订，完善了公司治理架构，强调控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员的义务和责任；

独立董事制度改革意见落地，证监会督促独立董事积极履职，发挥监督作用；新“国九条”以及“1+N”政策文件对加强公司治理监管作出了明确部署；

今年初，证监会完成对《上市公司章程指引》《上市公司股东会规则》的修订，为上市公司落实公司法提供了指引……

随着改革的深入，市场各方感受到，因公司治理缺陷、内部制衡失效导致的财务造假、资金占用等违法违规行为被严厉打击，投资者利益得到保护。上市公司规范运作水平有所提升，治理的内生动力进一步增强，独立董事履职呈现积极变化。

与此同时，上市公司回报投资者的意识显著增强。2024 年，全市场分红达到 2.4 万亿元，实施股份回购近 1500 亿元，均创历史新高。

在业内人士看来，随着修订后的《上市公司治理准则》的落地实施，将进一步健全上市公司激励约束机制，推动“关键少数”归位尽责、保障治理机制有效运转，从而推动上市公司治理水平持续提升。

（来源：中国证券报 2025 年 7 月 26 日）

### 证券业声誉信息管理迎新规

中国证券报记者从业内获悉,为进一步完善证券行业执业声誉信息管理机制,中国证券业协会近期对《证券行业执业声誉信息管理办法》进行了修订,目前正在征求行业意见。这是该办法运行三年后的首次调整。

记者了解到,此次修订旨在落实相关监管精神,将干扰监管执法的行贿行为纳入违法失信范畴,同时鼓励券商主动赔偿欺诈发行导致的投资者损失,明确通过先行赔付机制有效减轻或消除损害的,其相关处罚信息可免于记入执业声誉信息库。

#### 可申请豁免“声誉污点”记录

“这次修订给合规经营的同行打了一针‘强心剂’。”一位资深券商合规人士对记者坦言。他所说的,正是修订稿中明确写入的新内容:发行人因欺诈发行、虚假陈述给投资者造成损失,相关证券公司主动与受到损失的投资者达成协议予以先行赔付,积极减轻或消除对投资者特别是中小投资者违法损害的,由其向协会申请,对相关行政处罚信息不予记入执业声誉信息库。这为券商主动承担责任、化解风险提供了明确的“豁免通道”。

“这就相当于开了一扇‘正门’。”另一位投行人士对记者表示,“以往责任重,主动赔了还可能‘留案底’。现在规则明确了,积极主动担责、有效化解风险的行为,值得被鼓励,也能避免‘污点记录’,让机构更有动力第一时间去解决问题。”

上述投行人士认为,修订稿将是否主动赔付与券商“声誉账本”挂钩,这将倒逼券商将风控前置。未来在项目尽调、材料核查乃至后续持续督导阶段,“大家只会抠得更细、看得更紧”,因为审慎履职、从源头降低欺诈风险,不仅是义务,更直接关系到机构在市场中的“面子”和长远发展。

#### 贿赂等行为纳入违法失信信息范畴

《管理办法》的另一部分修订内容同样引发了业内高度关注。记者了解到,为了贯彻证监会“坚持受贿行贿一起查”的部署,修订稿将“以贿赂等不正当手段干扰中国证监会及其派出机构监管执法工作,被予以行政处罚、纪律处分,或者因情节较轻,未受到处罚处理,但被纪律检查或行政监察机构认定的信息”纳入违法失信信息范畴。

业内人士认为,将行贿干扰监管纳入执业声誉管理后,涉事机构及个人将面

## 证券行业政策动态

临全行业联合惩戒。此次修订体现出监管部门拟通过声誉资本定价机制让“围猎者”付出市场信用代价，是监管部门净化市场生态、维护执法权威的又一项重要举措。内控薄弱的机构易因员工个人行为引发机构声誉风险，需加大合规投入。

此外，记者注意到，针对执业声誉信息库运行三年来的实践反馈，中证协在修订稿中，把原本来源于证监会诚信档案数据库的部分信息的获取方式，正式明确调整为会员自行报送，这项在过渡期已试行的安排，如今正式落地成为管理办法中的刚性要求。

（来源：中国证券报 2025 年 7 月 8 日）

### 中证协发布 28 项举措推动证券业高质量发展

中国证券报记者 7 月 11 日从业内获悉，中国证券业协会正式发布《中国证券业协会关于加强自律管理 推动证券业高质量发展的实施意见》，从完善自律管理体系、加强保荐承销业务自律管理、引导督促服务功能发挥等 7 个方面提出 28 条措施，通过加强顶层设计和统筹考虑，进一步提升自律管理与服务的工作质效，推动证券业高质量发展。

#### 更好发挥自律管理协同补位作用

《实施意见》聚焦进一步全面深化资本市场改革需要，完善证券行业自律管理的组织体系、制度体系和实施体系，更好发挥中证协自律管理的协同和补位作用。

具体来看，作为证券行业自律组织，中证协要顺应证券公司业务综合发展态势，适应行业需求，突出监管导向，精简专业委员会数量，充实专业委员会职能，注重功能发挥，同步统筹优化协会内设部门架构和职能，完善自律管理的治理结构。此外，中证协还应优化自律管理与行政监管的分工协作机制，在中国证监会指导下，推动部分日常监管和检查职能向协会倾斜。

在加强与外部机构协作方面，《实施意见》明确，中证协要进一步完善自身与证券交易所、中国结算、系统内其他行业协会之间的协作机制，促进发挥自律管理与服务的合力，并完善会员管理机制，不断优化会员服务，建立健全重大事项报告制度。

对于如何提升证券行业高标准服务能力，《实施意见》明确，中证协需适应行业发展和监管导向需求，统筹优化行业文化、社会责任、投资者教育、投行业务、做好金融“五篇大文章”等各类评估评价体系，研究整合制度功能，发挥专项评价作用，促进提升证券公司执业质量与服务水平。此外，还应紧密结合行业发展新趋势和新要求，引导证券公司加强投行、投研、投资等核心能力建设，全面提升保荐承销、财务顾问、资产管理、投资顾问、风险管理等专业服务质量，强化合规风控建设，加强对行业专业化、特色化发展的引导支持，激发行业发展活力。

#### 加快培育一流投资银行和投资机构

## 证券行业政策动态

引导督促服务功能发挥，推动证券业高质量发展是《实施意见》着墨的重点。《实施意见》明确，督促证券公司将功能性放在首位，提供高质量的金融产品和金融服务，服务新质生产力发展，做好金融“五篇大文章”，加快培育具有国际竞争力的一流投资银行和投资机构。

具体来看，《实施意见》明确，推动头部机构在专业服务、风险管理、资本实力、业务创新等方面做优做强，切实担当起示范引领作用；鼓励中小机构基于自身资源禀赋，在特色业务、精准服务等方面深耕细作，形成头部机构引领示范、中小机构专业化、特色化经营的良好生态格局。《实施意见》还激励证券公司积极发挥专业优势和服务功能，因地制宜做好金融“五篇大文章”，助力现代化产业体系建设，并且加大普惠金融产品供给，支持“专精特新”等优质中小企业在北交所上市、新三板挂牌。

在打造综合服务能力，全面提升专业服务质量方面。《实施意见》对证券公司保荐承销业务、投行业务、债券业务、财富管理业务、场外市场建设、提升对外开放水平等多个方面提出具体要求：督促证券公司提升保荐、承销、定价三大核心能力，优化网下投资者管理，推动形成买卖双方充分博弈、优胜劣汰的市场化约束机制；进一步引导投行业务从“可批性”向“可投性”转变，加强投行、投研、投资等核心能力建设和业务联动，围绕企业全生命周期需求，形成更有效的综合金融服务模式；引导证券公司加强债券尽职调查、发行推介、询价、定价、配售等环节的自律管理，发挥好“看门人”作用，同时持续推进债券科技监管系统建设，着力提升科技监管效能；鼓励更多证券公司申请基金投顾业务资格，壮大买方中介力量，同时引导证券公司提升主动管理能力，更好发挥证券公司私募资管与财富管理协同转型的合力；稳慎有序发展场外衍生品，支持各类中长期资金开展金融期货和衍生品套期保值交易，发挥风险管理功能，提升市场稳定性，更好服务中长期资金入市；鼓励优质证券公司依法开展跨境业务，为中资企业“走出去”提供专业、高效、精准的金融支持，并逐步树立境内证券公司的品牌形象和国际影响力，便利更多外资机构来华展业。

强化投资者权益保护也是证券公司积极履行社会责任、推动投资者教育纳入国民教育体系的重要一环。《实施意见》明确，督促证券公司进一步落实投

投资者适当性管理的主体责任，切实把好投资者进入资本市场的“入口关”，同时引导证券公司加大投资者教育宣传力度，不断完善“四合一”机制建设，持续开展防范非法证券活动宣传，持续提升投资者教育和服务工作质效。

### 加强舆情管理树立行业良好形象

合规是证券公司业务开展的基石。《实施意见》在明确加强合规风控体系建设、健全风险防范应对机制同时，对于引导证券公司加强舆情管理、弘扬中国特色金融文化也提出明确要求。

《实施意见》明确，要强化证券公司董事、监事、高级管理人员及从业人员的投资行为管理，完善人员投资行为管理规则，严禁投行人员违规入股；加强反洗钱与反恐怖融资制度建设；加强全面风险管理，制定并表管理相关自律规则，建立“四早”风险预警机制。此外，还要引导证券公司加强舆情管理，压实机构主体责任，对不实信息迅速辟谣、对质疑事项快速核实，同时传播证券行业积极声音，树立行业良好形象，为资本市场稳定运行营造良好的舆论环境。

随着信息技术的不断发展，持续提升行业网络和信息安全水平对于增强证券公司风险防范能力至关重要。《实施意见》明确，要持续开展证券公司网络和信息安全评估，督促证券公司加快推进网络和信息安全建设，守住网络和信息安全风险底线，加强对移动应用软件的安全管理，同时持续推进行业数字化智能化转型，编写数字化转型示范实践案例集，分享业内先进经验与典型案例，鼓励引导证券公司加强人工智能等新技术的运用，并加强风险研究和业务规范。

在弘扬中国特色金融文化方面，《实施意见》明确，大力弘扬和践行中国特色金融文化，以文化建设实践评估为主要抓手，引导证券公司将“五要五不”实践要求全面融入公司发展战略和内部治理的各个环节，树立正确的经营观、业绩观与风险观，并通过激励约束机制和加大对正面典型的宣传推广、开展违纪违法典型案例警示教育等措施引导行业持续提升文化底蕴，维护品牌形象，营造守正创新、蓬勃发展的行业生态。

此外，《实施意见》还明确，督促证券公司建立起科学合理、规范有效的薪酬激励机制与廉洁从业管理体系，提升行业整体廉洁从业管理能力，防范道

## 证券行业政策动态

德风险与利益冲突，为行业健康发展提供坚实保障，并进一步完善从业人员管理自律规则，细化从业人员职业道德、诚信合规等要求，引导从业人员提升合规诚信意识，珍惜职业声誉。

（来源：中国证券报 2025 年 7 月 12 日）

### 上交所发布科创板“1+6”政策配套业务规则

7月13日，上海证券交易所发布《科创板上市公司自律监管指引第5号——科创成长层》《发行上市审核规则适用指引第7号——预先审阅》等配套业务规则，并自发布之日起施行。此举旨在落实《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，以进一步深化科创板改革。

根据上述配套业务规则，存量32家未盈利企业将自《科创成长层指引》发布实施之日起进入科创成长层，新注册的未盈利企业将自上市之日起进入；面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制；针对适用科创板第五套上市标准的企业试点引入资深专业机构投资者制度，从投资经验、合规运作等多个维度明确资深专业机构投资者的认定条件。

业内人士表示，证监会此前明确提出了科创板改革“1+6”政策措施，上交所此次推出的配套业务规则是进一步落实“1+6”政策措施、深化科创板改革的“组合拳”。这些举措直指科创企业的核心痛点，将显著提升资本市场对科创企业的适配性和支持效能，推动构建更完善、更高效的科创企业全生命周期金融服务体系。

#### 个人投资者参与投资门槛不变

科创成长层重点服务技术有较大突破、商业前景广阔、持续研发投入大，目前仍处于未盈利阶段的科技型企业。《科创成长层指引》在企业纳入和调出条件、增加投资者适当性管理等方面均提出具体要求。

上交所相关负责人就发布实施进一步深化科创板改革配套业务规则答记者问时表示，从纳入条件看，这次改革没有针对未盈利企业纳入科创成长层设置额外的上市门槛，存量32家未盈利企业将自指引发布之日起进入科创成长层，新注册的未盈利企业将自上市之日起进入。

从调出条件看，实施“新老划断”。存量企业调出条件保持不变，仍为上市后首次实现盈利，有助于稳定存量企业和投资者预期；同时提高新注册未盈利企业调出条件，推动新上市公司加速技术研发和市场拓展。科创成长层企业按照规定发布符合调出条件的公告后，上交所原则上在2个交易日内将企业调出。

本次改革没有对个人投资者参与科创成长层股票交易新增投资交易门槛，仍为具备“50万元资产+2年经验”的资金门槛和投资经验即可。投资者投资科创成长层新注册的未盈利科技型企业之前需要签署专门风险揭示书。科创成长层股票

简称后将增加特殊标识“U”。

这位负责人表示，上交所将积极协调各会员单位，尽快推进技术系统准备就绪，并有序组织科创成长层风险揭示书签署工作。

### 明确 IPO 预先审阅机制适用范围

这位负责人介绍，本次面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制，是充分参考境外市场经验，进一步提升上交所预沟通服务质效乃至股票发行上市审核工作整体质效的重要创新。上交所本次对预先审阅机制的适用范围和衔接安排等作出了进一步明确。

《预先审阅指引》规定，开展关键核心技术攻关或者符合其他特定情形的科技型企业，因过早披露业务技术信息、上市计划可能对其生产经营造成重大不利影响，确有必要的可以向上交所申请预先审阅其发行上市申请。

上交所将严格参照正式审核程序开展审阅工作，向发行人和保荐人反馈审阅意见。上交所的审阅意见不构成对发行人是否符合板块定位、发行上市条件和信息披露要求的预先确认。通过预先审阅的科技型企业正式提交 IPO 申报的，上交所将加快推进审核程序。

预先审阅期间，相关申请文件、预先审阅过程、结果等不对外公开。发行人正式申报受理当日，需在上交所网站披露预先审阅阶段的问询和回复文件，自觉接受市场监督。

### 细化资深专业机构投资者标准

上交所本次发布的《发行上市审核规则适用指引第 8 号——资深专业机构投资者》适用科创板第五套上市标准的新申报企业，可以依据规则自主认定资深专业机构投资者并在招股说明书中披露。

与此同时，资深专业机构投资者认定标准进一步细化。主体方面，包括治理结构健全、管理资产规模较大、具有良好诚信记录的私募基金、政府出资设立的基金、链主企业及其设立的投资机构等。投资经验方面，相关投资机构投资的科技型企业中，近 5 年有 5 家以上已在科创板上市或者 10 家以上已在境内外主要证券交易所上市。持股比例和期限方面，相关投资机构应当在发行人 IPO 申报前 24 个月到申报时，持续持有发行人 3% 以上的股份或 5 亿元以上的投资金额，不能突击入股。此外，《资深专业机构投资者指引》还对资深专业机构投资者的合

## 证券行业政策动态

规性、独立性等提出了要求。

上述负责人进一步强调，发行人依据《资深专业机构投资者指引》自主认定和披露的资深专业机构投资者，只作为上交所审核中判断发行人是否符合市场认可度和成长性要求的参考，不表明其符合科创属性要求或者发行上市条件，也不会降低审核标准，不会影响审核速度。发行人未认定资深专业机构投资者，不影响其适用科创板第五套上市标准申报科创板。

上海师范大学商学院副院长、副教授姚亚伟认为，资深专业机构投资者是资本市场重要参与主体，通常具有较为丰富的投资经验，对于企业的科创属性和未来发展潜力具有一定的专业判断能力。引入资深专业机构投资者制度，能够借助顶级风投、产业基金等专业机构的眼光，为审核注入“市场智慧”。

（来源：中国证券报 2025 年 7 月 14 日）

### 证监会发布指引完善会计监管规则体系

证监会7月18日消息，证监会近期制定发布了《监管规则适用指引——会计类第5号》，旨在持续完善资本市场会计监管规则体系，推动资本市场经营主体提升会计信息披露质量。

证监会表示，会计信息是资本市场关键基础性信息，对投资者价值判断和科学决策至关重要。会计准则是会计信息生成的基本依据，准确理解和有效执行会计准则，对于提升会计信息披露质量尤为关键。近年来，资本市场新产业新业态新模式不断涌现，对经营主体准确理解并一致有效执行会计准则提出了挑战。为加强制度供给、明确监管要求，防范经营主体利用会计准则专业判断空间实施财务造假，进一步提升资本市场会计信息披露质量，证监会及时收集整理近期市场反映较为集中的会计问题，结合我国资本市场发展实际，研究制定了会计类第5号。

会计类第5号并非对会计准则的解释或补充规定，而是在准则规定范畴内针对资本市场具体交易事项如何执行会计准则予以指导，旨在促进会计准则在资本市场的一致有效执行。会计类第5号共涉及收入、金融工具、长期股权投资等8个具体问题。

证监会表示，下一步，将密切关注会计类第5号的执行情况，并根据资本市场会计监管最新实践，指导各类经营主体恰当执行会计准则，提高会计信息披露质量。

（来源：中国证券报 2025年7月19日）

### 七部门发文鼓励外商投资企业境内再投资

国家发展改革委 7 月 18 日消息，国家发展改革委等七部门近日联合印发了《关于实施鼓励外商投资企业境内再投资若干措施的通知》。国家发展改革委有关负责人表示，通知是深化外商投资促进体制机制改革，更大力度吸引和利用外资的重要文件，有利于各有关方面更有针对性地开展工作，促进外商投资企业境内再投资。国家发展改革委将会同有关部门研究出台新版《鼓励外商投资产业目录》，引导外资更多投向先进制造业、现代服务业、高新技术、节能环保等领域。

#### 降低初期用地成本

外商投资是推进高水平对外开放的重要内容，为发展新质生产力和实现中国式现代化发挥着重要作用。外商投资企业境内再投资是外商投资的重要组成部分，鼓励外资企业境内再投资对于更大力度吸引和利用外资具有积极意义。

上述负责人介绍，通知的主要内容包括：强化项目服务保障。明确各地根据实际情况建立外商投资企业境内再投资项目库，做好项目服务保障工作。符合条件的外商投资企业境内再投资项目可纳入重大和重点外资项目清单，并享受相应支持政策。

优化土地要素配置。支持外商投资企业在境内再投资时，灵活采用工业用地长期租赁、先租后让、弹性年期出让等方式，降低初期用地成本，具体方式按照现行鼓励支持政策执行。

优化简化有关办理流程。外商投资企业以全资方式在境内新设立的法人企业，申请办理其母公司已经获得的行业准入许可，对于符合基本条件的，行业主管部门可依法优化简化办理流程、缩短办理时间。

实施并落实支持政策。依法实施并落实相关税收支持政策，鼓励境外投资者在华再投资，促进形成更多有效投资。外商投资企业在中国境内再投资企业所投资的鼓励类项目，享受进口设备有关支持政策。

便利外汇资金使用。外商投资企业以合法产生的外汇利润、境外投资者以境内合法取得的外汇利润开展境内再投资的，相关外汇资金可以按规定境内划转。在符合外商投资准入特别管理措施且境内所投项目真实、合规前提下，外商投资企业以外汇资本金或其结汇所得人民币资金开展境内再投资，被投资企业或股权出让方无需办理接收境内再投资登记手续。

## 证券行业政策动态

加大金融支持和创新力度。对符合条件的外商投资企业境内再投资所需的外方关联股东贷款、“熊猫债”，优化管理流程，纳入“绿色通道”管理。鼓励各类金融机构在依法合规、风险可控前提下创新产品和服务，为外商投资企业境内再投资提供金融服务和支持。

此外，通知明确了鼓励措施的适用情形，并对推动开展外资企业境内投资信息报告试点、加强部门间信息共享、优化促进外商投资的评价方式等提出了要求。

### 加强对外企再投资服务保障

“通知的出台再次表明了我們欢迎跨国公司长期投资、持续深耕中国市场的开放态度。国家发展改革委将会同有关部门加强协调和指导，做好通知的贯彻落实工作。”上述负责人表示。

谈及下一步工作，上述负责人表示，将坚持部门协调、央地联动。会同有关方面加大政策解读辅导力度，指导各地将促进外资企业境内再投资放在吸引和利用外资工作更加重要的位置，注重外资企业境内再投资对经济社会发展的实际贡献，推动鼓励措施落地见效。加强央地同向发力，鼓励各地方按照职责权限、结合实际细化工作举措，不断提升再投资便利度，加强对外资企业再投资服务保障。

做好实施情况跟踪。持续开展服务外资企业专项行动，继续通过地方调研、座谈会、一对一走访等形式，听取外资企业对各地执行情况的实际感受，研究解决政策实施过程中出现的新情况、新问题，并及时总结各方面促进外资企业扩大境内再投资的好经验、好做法，有效提升企业的获得感和满意度。

打好政策组合拳。切实发挥重大外资项目工作专班作用，适时推出新一批重大外资项目，将更多符合条件的再投资项目纳入清单管理和跟踪服务，开辟绿色通道推动项目加快实施。结合当前外资企业再投资时关注的重点领域，研究出台新版《鼓励外商投资产业目录》，引导外资更多投向先进制造业、现代服务业、高新技术、节能环保等领域以及中西部和东北地区，形成更大力度吸引和利用外资工作合力。

（来源：中国证券报 2025年7月19日）

### 沪深北交易所程序化交易管理实施细则 7 月 7 日起施行

为全面推进程序化交易监管，沪深北交易所此前发布的程序化交易管理实施细则于 7 日正式实施。

记者了解到，此次实施细则对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理等作出细化规定。

实施细则明确了瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压以及短时间大额成交四类异常交易行为的构成要件，并明确了投资者发生程序化异常交易行为时交易所可采取的措施。

根据实施细则，高频交易认定标准为：单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到 300 笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到 20000 笔以上。细则明确，交易所将通过督促相关投资者履行额外报告义务、针对性设置异常交易监管标准、加强交易监管、实施差异化收费，进一步加强高频交易监管。

沪深北交易所相关负责人表示，高频交易的设定有三方面考虑，一是聚焦重点，注重实效。从海外经验和监管实践看，由于存在较高的技术门槛，高频交易投资者数量虽少，但由于交易频次高、交易量大，市场影响较大。交易所在充分测算评估的基础上，设置高频交易认定标准，有利于聚焦重点群体，集中监管资源，切实发挥监管实效。

二是突出特点，便于执行。高频交易认定标准是市场主体判断自身行为的基础，不宜过于复杂，实践中应当具备可理解性和可操作性。流速（每秒申报速率）和流量（单日申报笔数）最直接体现高频交易特点，同时也反映高频交易对交易所系统安全 and 市场秩序的影响，以这两个要素作为高频交易的认定标准，便于理解和执行。

三是有序衔接，持续完善。前期建立的程序化交易报告制度，已对高频交易做出了针对性安排，交易所在交易监控中也予以重点关注。实施细则沿用了相关标准，与前期建立的报告制度有序衔接。同时，实施细则也规定，交易所可以对高频交易的认定情形和差异化管理要求进行调整。后续，交易所将持续做好监测监控，评估高频交易管理情况，根据监管实践不断完善。

（来源：人民网 2025 年 7 月 7 日）

### 上期所业务规则国际化改造 助力期货市场高水平对外开放

2025年7月8日,上海期货交易所(以下简称“上期所”)在结合自身发展需要与市场各方意见建议的基础上,正式发布业务规则国际化版本。此举旨在构建一套与上期所平台国际化相适应制度体系,为未来在符合条件的商品期货期权品种上引入境外特殊参与者、境外中介机构和境外客户(以下简称“境外参与者”)牢固制度根基,助力期货市场高水平对外开放。

此次规则国际化工作主要涉及对35项第二层级业务规则的制定与修订。具体内容包括:全新制定1项业务管理办法即《上海期货交易所境外特殊参与者管理办法》;修订15项业务管理办法,如《上海期货交易所会员管理办法》等;修订19项已上市品种期货业务细则,如《上海期货交易所铝期货业务细则》等。

上期所此次修订,完善了市场准入、交易、结算、风险控制、交割五大板块内容,清晰明确了境外参与者的准入规范,进一步优化了期货期权交易流程,构建起委托结算、分级结算制度,强化了风险控制体系,健全了交割机制。

据相关负责人介绍,下一步,上期所将认真贯彻落实《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》相关精神,秉持稳妥有序的原则持续推进对外开放工作。充分倾听市场声音并深入开展研究论证,在确保市场平稳运行的基础上,依据《中华人民共和国期货和衍生品法》《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》等规定,严格履行相关程序,逐步将符合条件的商品期货期权品种纳入对外开放品种范围,并同步完善与对外开放品种相适配的业务细则。

(来源:上海期货交易所网 2025年7月9日)

## 证券经典案例

### 证券经典案例

1. 智元机器人 21 亿入主上纬新材，科创板迎来“具身智能第一股”
2. 蓝黛科技控股权折价易主，马鞍山国资创新模式入主
3. 衢州发展跨界收购“独角兽”，国资平台接盘半导体材料龙头
4. 即将上会！科创板第五套标准重启后首单！
5. 科创板“第五套”首单受理“破冰” 非药企案例有望落地
6. 首日大涨 125%！A 股今年以来最大 IPO，两大险资提前布局

### 智元机器人 21 亿入主上纬新材，科创板迎来“具身智能第一股”

#### 智元机器人：技术产业双轮驱动，资本战略协同发力

智元机器人作为国内具身智能领域的头部企业，其发展轨迹堪称行业奇迹。公司创立于 2023 年 2 月，在不足三年时间内便完成从初创团队到产业龙头的跨越式发展。创始人邓泰华曾任华为副总裁兼无线产品线总裁，带领着以 B 站知名科技博主“稚晖君”彭志辉为核心的技术团队，构建起“产业+技术”双轮驱动的独特发展模式。公司已形成完整的机器人“本体+AI”全栈技术体系，实现从核心零部件自研、整机集成制造到具身智能算法的垂直整合能力，并成功开发出具有自主知识产权的具身基座大模型——智元启元大模型。

在产品布局方面，智元机器人构建了远征、精灵、灵犀三大产品家族，全面覆盖工业智造、商业物流、交互服务及科研教育等多元化应用场景。2024 年 10 月实现首批 100 台机器人下线，截至 2025 年 1 月累计下线量突破 1000 台，计划在 2025 年达成数千台出货量目标。其技术突破包括 2025 年 3 月发布的通用具身基座模型和 7 月推出的双模态“哪吒”机器人灵犀 X2-N，实现轮式与足式形态的自由切换，展现技术创新实力。

资本市场的强力支持成为智元快速成长的关键因素。公司累计完成 9 轮融资，吸引腾讯、京东、高瓴资本、红杉中国、比亚迪等头部机构及产业资本入局。2025 年 3 月完成的 B 轮融资由腾讯领投，估值达 150 亿元；5 月 B+轮融资再获京东、上海具身智能基金加持，估值维持 150 亿元高位。战略层面，公司采用“华为生态化”发展路径，通过与卧龙电驱共建产业共同体、与大丰实业设立合资公司研发文娱旅体商场景产品、联合均普智能启动人形机器人量产线等举措，深度整合产业链资源，加速技术产业化进程。

#### 上纬新材：稳健业绩下的并购价值

上纬新材(688585.SH)作为科创板首批上市企业，于 2020 年登陆资本市场。公司专注于高性能新材料研发与生产，核心业务涵盖环保耐腐蚀材料、风电叶片材料、新型复合材料及循环经济材料四大领域，产品广泛应用于节能环保

## 证券经典案例

保与新能源产业。公司生产基地分布于上海、天津、江苏、中国台湾及马来西亚，形成全球化供应网络。

财务数据显示，2024年公司实现营业收入14.94亿元，同比增长6.73%；归属于母公司净利润8868.14万元，同比增长25.01%，业绩表现稳健。截至2025年一季度末，公司持有可动用现金4.65亿元，净资产达12.84亿元，具备良好的财务基础。然而，受行业竞争加剧影响，公司面临增长瓶颈，原间接控股股东上纬投控作为中国台湾上市公司，股权结构分散导致上纬新材长期处于无实际控制人状态。

估值层面，本次收购定价对应停牌前股价7.78元/股，总市值31亿元。按2024年净利润计算，市盈率约35倍，市净率约2.4倍，处于科创板材料企业中游水平。原股东承诺2025-2027年净利润不低于0.6亿元/年，扣非净利润不低于0.8亿元/年，为交易提供基本面支撑。

### 协议转让+预受要约+表决权弃权：锁定63%控股权

7月8日晚间上纬新材公告，收购采用“协议转让+要约收购+表决权锁定”三重架构，以智元专设的持股平台——上海智元恒岳科技合伙企业为主体实施，总交易规模约21亿元。该平台设立于2025年6月25日，专为本次收购打造，其架构设计展现精密的资本运作智慧。

#### （1）协议转让阶段（29.99%股权）

智元恒岳以7.78元/股价格受让SWANCOR萨摩亚（上纬投控全资子公司）持有的24.99%股份（1.01亿股），作价7.84亿元；一致行动人致远新创合伙受让SWANCOR萨摩亚0.60%股份（240.09万股）及金风投控4.40%股份（1776.73万股），合计5%股权。交易完成后，智元方合计持股比例达29.99%。

#### （2）要约收购阶段（37%股权）

以协议转让完成为前提，智元恒岳发起部分要约收购，计划以相同价格（7.78元/股）增持37%股份（1.49亿股），需资金约11.61亿元。关键保障条款在于：SWANCOR萨摩亚承诺以其持有的33.63%股份（1.36亿股）申报预受

要约，且不可撤销。该设计确保要约收购达下限后，智方最终持股比例将介于63.62%-66.99%。

### （3）控制权巩固机制

SWANCOR 萨摩亚及关联方在协议转让后永久放弃剩余股份表决权，彻底消除控制权争夺风险。智元恒岳架构设计极具策略性：智元机器人通过全资子公司智元盈丰认购49.5%份额。邓泰华通过恒岳鼎峰持有49.5%份额（未来由创始人彭志辉、核心高管及产业方共同出资，创始人出资占比不低于50%）。智元机器人与致远新创（邓泰华持股99.99%）作为执行事务合伙人各持0.5%。此安排既保障原投资人享受二级市场溢价，又为后续12亿元要约收购资金预留募资空间。

原智元投资人通过持股平台享受上纬新材二级市场增值收益（复牌后大概率连续涨停）。恒岳鼎峰的待定出资安排，完美复制启明并购基金收购天迈科技的“先锁价再募资”模式，为后续12亿元要约收购资金预留操作空间。致远新创的股权变更（舒远春向邓泰华转让99.99%股权）强化控制权稳定性，工商变更程序正在进行中。这种架构既锁定7.78元/股的收购成本，又通过未实缴份额向原投资人及新资方募资，有效化解大额资金压力。要约收购预留的充足时间窗口（通常需30-60天），使智元可灵活选择向原投资人募资或引入新战略投资者。

### “巧避借壳、锁价募资、材料赋能：智元21亿并购打造科创板具身智能首例”

本次交易在政策适配性、模式创新性、产业协同性等方面具有突破意义。政策层面，作为新“国九条”及“并购六条”出台后科创板首家具身智能企业收购案例，其成功实施彰显监管层鼓励新质生产力企业通过并购重组对接资本市场的政策导向。智元通过“控制权收购”而非“资产注入”方式规避借壳审核，为科技独角兽开辟登陆资本市场的新路径。

交易模式创新体现于“先锁价再募资”架构设计。与启明并购基金收购天迈科技模式类似，智元在锁定7.78元/股低价的同时，利用智元恒岳的未实缴份

## 证券经典案例

额向原投资人及新资方募资，有效缓解大额要约收购的资金压力。2.32 亿元履约保证金（占要约总额 20%）的设置进一步强化交易可靠性。

产业协同潜力构成交易的深层价值。上纬新材在复合材料领域的技术积累，特别是风电叶片用轻量化材料、耐腐蚀涂层等专利技术，有望与智元机器人的硬件制造形成材料-硬件协同效应，优化机器人关节、外壳等核心部件的性能与成本结构。双方在宁波普智未来机器人公司的制造认证合作已初现技术融合雏形。

资本运作效率同样值得称道。从 6 月 25 日设立收购主体到 7 月 8 日公告方案仅耗时两周，展现高效执行力。相较竞争对手宇树科技仍在 IPO 排队阶段（2025 年 5 月完成股改），智元借此次收购实现弯道超车，锁定“科创板具身智能第一股”的战略地位。

企业层面，智元获得上市融资平台后，可灵活运用定增、发债等工具支持技术研发与产能扩张。临港工厂与均普智能合作的中试线已启动智元 G1 大规模量产及 A2 全人形机器人试产，2025 年数千台出货目标有望加速实现。上纬新材则依托智元的技术基因，从传统材料商向“材料+机器人”集成商转型，开辟第二成长曲线。

行业生态层面，交易或触发人形机器人行业资本化浪潮。宇树科技、云深处、乐聚机器人等企业可能加速 IPO 或并购进程，推动行业估值体系重塑。据摩根士丹利预测，2024 年中国机器人市场规模将占全球 40%，2024-2028 年复合增速达 23%，智元借资本杠杆抢占千亿赛道制高点。

市场规则创新层面，此案例为新监管政策下的科技企业提供“非借壳上市”范本。邓泰华承诺取得控制权后 36 个月内维持实控人地位，增强市场信心。未来若智元逐步注入机器人业务，需审慎平衡监管边界与产业整合需求，探索渐进式资产证券化路径。

技术融合将创造更大想象空间。上纬新材的风电叶片材料、轻量化复合材料技术，与智元机器人关节模组、DCU 控制器等核心部件的深度结合，可能催生新一代高性能机器人产品。双方在材料科学与人形机器人领域的跨界创新，或将成为中国智能制造升级的重要突破口。

（来源：微信公共账号“人大并购与投资研究”）

# 蓝黛科技控股权折价易主，马鞍山国资创新模式入主

### 马鞍山国资首控 80 亿企业，蓝黛双主业增长提速

安徽江东产业投资集团有限公司（江东产投）作为本次交易的收购主体，由江东控股集团全资持股，实际控制人为马鞍山市人民政府。该机构成立于 2016 年，注册资本达 25 亿元，定位为马鞍山市“1+6+N”产业体系中六大产业集团的核心投资平台。此次对蓝黛科技控制权的收购，标志着马鞍山市国资委首次控股市值超过 80 亿元的上市企业（除安徽工业大学旗下的华骐环保外），体现了地方国有资本对高端制造业的战略布局。江东产投通过产业资本与实体经济的深度融合，旨在强化区域新能源汽车产业链建设，其控股上市公司平台的突破性举措，折射出地方国资对优质产业资产的竞争已进入新的发展阶段。

蓝黛科技作为深交所上市公司（002765.SZ），形成了动力传动与触控显示双主业并行的业务格局。在动力传动领域，公司产品矩阵覆盖新能源汽车电驱系统零部件、汽车变速器总成及精密齿轮等核心部件，客户网络已拓展至上汽、比亚迪、丰田、大众等头部车企。2024 年该业务实现收入 17.76 亿元，同比增长 15.09%，其中新能源传动部件销量激增 120%至 540 万件，欧洲市场实现关键突破。触控显示业务则聚焦车载与工控应用场景，开发双联屏、曲面屏等高附加值产品，配套吉利、赛力斯等主流车型，2024 年收入达 17.60 亿元，同比增幅 39.16%。通过子公司台冠科技持续扩产车载盖板玻璃及 3D 盖板产线，公司不断提升产品竞争力。财务表现方面，2024 年公司实现营收 35.36 亿元，同比增长 25.93%，归母净利润 1.24 亿元成功扭亏；2025 年第一季度延续增长态势，营收 8.13 亿元（同比+8.06%），净利润 5216 万元（同比+45.93%）。值得注意的是，公司前瞻布局机器人产业链，2025 年初参股无锡泉智博（持股 4.35%），合作研发机器人一体化关节模组，拓展具身智能新场景。

### 两步走方案锁定控制权

#### 交易安排：分步实现控制权

转移 7 月 9 日晚，蓝黛科技公告称，本次控制权转移采用创新性的“协议转让+表决权放弃”组合方案。具体交易安排分两步实施：

## 证券经典案例

首先，创始人朱堂福向江东产投协议转让 1.17 亿股（占总股本 18%），转让后其持股比例降至 1.36%；

其次，在股份交割日启动时，朱堂福家族同步放弃剩余 12.9% 股份对应的表决权，确保江东产投以 18% 持股比例获得实质控制权。

交易完成后，蓝黛科技控股股东正式变更为江东产投，实际控制人调整为马鞍山市人民政府。根据治理安排，公司将在交割后 20 个工作日内完成董事会改组，新设 9 席董事（含 3 名独董）中，江东产投获得 4 名非独董及 2 名独董的提名权，并主导董事长人选。

### 交易条款：折价收购与业绩承诺双重保障

核心交易条款设计体现多重保障机制：股权转让定价 11.48 元/股，较停牌前收盘价折价 10%，总对价 13.48 亿元；原实控人作出三年业绩承诺，保证 2025 年扣非净利润不低于 8000 万元，2025-2026 年合计不低于 1.8 亿元，2025-2027 年合计不低于 3 亿元，未达标时需现金补偿；特别设置应收账款保障条款，要求 2025-2027 年度回款率均不低于 80%，有效控制运营风险。

### 收购主体：国资产业平台深度协同

收购主体江东产投与标的公司存在深度产业协同基础，2022 年蓝黛科技已在马鞍山设立全资子公司“蓝黛传动”，布局新能源汽车传动系统与机器人关节减速器，此次控制权转移将加速生产基地与地方资源的整合。值得关注的是，马鞍山国投（江东产投间接控股股东）董事长张邦彦自 2023 年起已担任蓝黛科技董事，为管理过渡奠定基础。

### 交易分析：折价控制权转移与国资产业布局升级

交易结构设计凸显两大创新价值：通过“折价收购+表决权放弃”模式，江东产投以 18% 持股实现控股，巧妙规避 30% 全面要约收购红线，大幅降低交易成本与时间周期。相较于智元机器人收购上纬新材需分“协议转让+部分要约”两阶段操作（总耗资 21 亿元），本方案显著提升效率。更深层次看，此次收购反映国资战略转向——从传统“壳资源”获取转向产业价值挖掘。2024 年以来高市值控制权交易案例密集涌现，如吉林国资收购\*ST 华微（市值 86 亿）、长江产业收购台基股份（市值 95 亿）等，显示地方国资对具备成熟技术体系和稳

定盈利能力的制造业资产偏好显著提升。蓝黛科技 83 亿市值控制权易主，本质上是产业资本对实体企业价值的重新定价。

### 增长路径明晰，机器人成关键突破

公司设定 2025 年营收 43.06 亿元、净利润 2.35 亿元的挑战性目标（同比增长 88.8%），在国资资源加持下，新能源传动产能爬坡与车载触控屏渗透率提升构成核心驱动力。马鞍山生产基地凭借区位优势，可高效辐射长三角新能源汽车产业集群，降低供应链配套成本。突破点在于机器人关节业务产业化进程，尽管公司已发布“机器人一体化关节模组”产品，并通过参股泉智博切入执行器领域，但该业务仍处研发验证阶段，需加速解决量产工艺与客户导入问题。在智元机器人借壳上纬新材成为“具身智能第一股”的行业竞争压力下，技术转化效率将决定第二增长曲线的成型速度。长期战略价值在于开创地方国有资产投新范式——通过市场化控制权交易获取成熟上市平台，嫁接区域产业规划激活企业潜能。对蓝黛科技而言，国有资本的资源整合能力与经营稳定性，有望支撑其在新能源传动、智能座舱显示及机器人核心部件领域构建多元增长引擎，最终实现从“双轮驱动”向“高端智造平台”的战略跃迁。

当 83 亿市值的蓝黛科技控股权花落马鞍山国资，折价 10% 的交易表象之下，实质是产业资本对实体经济价值的重新锚定。在注册制深化推进的市场环境中，优质资产正成为国资并购浪潮中的稀缺资源，此次交易不仅为地方国资提供产融结合的新路径，更预示着产业价值导向的并购新时代已然开启。

（来源：微信公共账号“人大并购与投资研究”）

### 衢州发展跨界收购“独角兽”，国资平台接盘半导体材料龙头

衢州发展（600208）于7月29日晚间发布公告，披露了其重大资产重组计划。公告称，公司计划通过发行股份等方式，收购广东先导稀材股份有限公司持有的先导电子科技股份有限公司（简称“先导电科”）的股份。同时，衢州发展也表示有意向收购先导电科其他股东所持的股份，并将为此交易募集配套资金。

#### 衢州发展：国资平台驱动战略转型

衢州发展（600208.SH）的前身新湖中宝曾是中国房地产黄金时代的见证者。2006年通过资产重组注入14家地产公司后，这家浙江房企乘着行业东风实现跨越式发展。然而当房地产周期转向，其依赖土地增值的模式遭遇严峻挑战。2021年至2023年间，公司合同销售额从297亿元断崖式跌至29亿元。这场生存危机促使企业在2021年末将总部迁至衢州，最终在衢州市国资委主导下完成易主，并于2024年正式更名为衢州发展。

完成国资化改制后，公司开启艰难转型。通过构建“科技投资+地产资产管理”双轮驱动模式，一方面加速出清上海内环等存量地产项目，另一方面战略布局区块链、新能源材料、半导体等前沿领域。但转型阵痛明显，2025年上半年净利润同比骤降86%，凸显传统业务收缩与新兴业务尚未形成支撑的断层。此次对先导电科的收购，正是这家脱胎于房企的国资平台寻求产业破局的关键落子。

#### 先导电子：溅射靶材龙头的技术进阶

成立于2017年的先导电子科技股份有限公司，在短短八年内成长为材料科学领域的隐形冠军。这家脱胎于先导科技集团的企业，专注于真空镀膜材料的研发制造，其核心产品溅射靶材如同现代工业的“镀金笔”，在新型显示面板、光伏电池、半导体芯片等高端制造环节扮演着不可替代的角色。

先导电科的行业地位通过两项硬指标确立：根据中国光学光电子行业协会认证，2022至2024年间其ITO靶材全球市场占有率持续超过30%，稳居世界第一；更掌握着全球70%的铟资源，这种稀有金属是生产高端透明导电膜的核心原料。技术壁垒转化为商业价值，公司先后获得比亚迪、中金资本等产业资

## 证券经典案例

本重注，2022年B轮融资45亿元创下行业纪录，最新估值已达200亿元。财务数据同样亮眼，2022至2024年上半年净利润稳定在4亿元量级，印证了其技术优势的变现能力。

### 分步收购先导电子：国资平台的股权整合

#### 交易安排

根据衢州发展7月29日公告，交易首阶段拟通过发行股份方式，收购先导稀材持有的先导电科46.957%股权。作为先导科技集团的核心控股平台，先导稀材的股权交割构成交易基础。第二阶段则需整合其余20余家股东持有的53.043%股权，其中包括中金资本、比亚迪、东方电气等产业巨头，以及合肥、珠海等地方国资投资平台。为支撑交易，公司同步启动配套融资计划，股票自7月30日起停牌不超过10个交易日。

#### 交易条款

交易难点在于估值协调与多方博弈。参考先导电科2022年B轮融资后140亿元估值及最新市场溢价，标的估值约200亿元。衢州发展需支付的对价将结合发行股份定价（停牌前股价4.12元/股）确定。体条款未披露，但历史数据显示先导电科净利润稳定在4亿元以上，或作为交易估值支撑；交易需协调多方股东，此前光智科技因“与部分交易方无法达成一致”终止收购，本次能否避免类似问题存疑。

#### 收购主体

从收购主体看，衢州工业集团作为衢州市国资委全资平台，赋予本次交易鲜明的产业升级导向。作为交易核心对手方，隶属先导科技集团，持有先导电科46.957%股权，剩余股权分散于财务投资人与产业资本。

#### 交易分析

衢州发展此前科技投资以参股为主（如持股趣链科技49%），本次并购有望实现高端材料领域控股权突破，与衢州氟硅产业形成协同。相比光智科技2024年“蛇吞象”式收购（市值30亿收购估值200亿标的），衢州发展市值351亿元，资金实力更匹配。但股权分散化要求分阶段谈判，增加不确定性。

### 并购后的进化双刃剑：业务蜕变与整合考验

## 证券经典案例

若交易顺利完成，衢州发展将实现从地产开发商到高端材料供应商的蜕变。先导电科稳定的盈利能力（年净利润超4亿元）将有效对冲地产主业下滑。仅ITO靶材单品类就有望在异质结电池技术迭代中创造百亿级市场空间，使上市公司营收结构发生质变。

技术团队的留存成为首要挑战。先导电科在全球布局的3000人研发团队是其核心竞争力，如何在国资体系下保持创新活力考验管理智慧。资本协同则需平衡短期回报与长期投入，标的公司2024年IPO折戟的教训提示，上市公司需设计合理的股东退出机制。产业协同层面，先导电科的溅射靶材技术可与衢州本地氟硅产业集群形成“材料-设备”联动，但需防范半导体行业周期性波动风险。

这场收购折射出地方经济转型的新范式：当民企技术优势遭遇资本瓶颈，国资平台以市场化方式介入整合，既避免传统行政化重组弊端，又能加速关键技术产业化。但最终成败仍取决于交易后的融合深度——能否在保持创新活力的同时，将技术优势转化为可持续的产业竞争力，将成为观察中国高端制造突围路径的重要窗口。

（来源：微信公共账号“人大并购与投资研究”）

## 即将上会！科创板第五套标准重启后首单！

6月24日晚，上海证券交易所上市审核委员会发布审议会议公告，定于7月1日召开2025年第21次上市审核委员会审议会议，审议科创板拟上市企业武汉禾元生物科技股份有限公司（以下简称“禾元生物”）的发行上市申请。

这是6月18日证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛宣布在科创板设置成长层，并且重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市以来，首家上会的科创板第五套标准企业。

### 科创板重启第五套标准后首单禾元生物将在7月1日过会

上交所官网显示，禾元生物科创板IPO申请于2022年12月29日获得受理；2023年1月19日，公司收到首轮问询函；历经两轮问询后，禾元生物将于2025年7月1日上会。

招股书显示，禾元生物成立于2006年，是一家主要从事创新药研发的生物医药企业。禾元生物核心在研产品HY1001（重组人白蛋白注射液），是一款1类新药，已完成III期临床试验，并被国家药监局纳入优先审评程序，有望成为国内首个上市的重组人白蛋白药品。

禾元生物成立以来，一直持续投入创新药研发，2022年至2024年研发投入累计达到3.86亿元。到2024年底，禾元生物员工总数178人，其中研发人员就有122人，占比接近七成。创新药行业研发投入大、研发投入周期长，禾元生物目前还未盈利，预计随着核心在研产品获批上市，禾元生物收入将有较大提升。

据悉，禾元生物核心产品HY1001主要用于补充或提高血液中的血清白蛋白水平，有望在临床上替代血浆来源的人血清白蛋白。禾元生物通过自主研发，提高了重组人白蛋白的表达量和纯度，降低了生产成本，提升了临床用药安全性，相关技术获得国家技术发明二等奖。

禾元生物本次IPO拟募资35.02亿元，规划本次募集资金用于植物源重组人血清白蛋白产业化基地建设项目、新药研发项目及补充流动资金项目。募集资金投资项目系根据公司现有研发管线研发进度及未来大规模商业化生产需求而制定，有利于提高公司主营业务能力，增强公司持续发展能力和核心竞争力。

“科创板第五套标准支持尚未形成一定收入规模的优质科技企业在科创板发行上市，是科创板制度包容性、适应性的重要体现。”业内人士表示，本次禾元生物宣告上会，充分体现了科创板对优质未盈利科技型企业的支持，进一步彰显了资本市场支持科技创新的政策导向，将更好服务科技创新和新质生产力发展。

### 科创板第五套标准已迎来 20 家企业均为创新型生物医药企业

目前，科创板第五套标准已上市的 20 家企业均为创新型生物医药企业。其中 19 家为创新药研发企业，1 家为高端医疗器械研发企业。

2024 年，前述 20 家企业合计营业收入超过 140 亿元，较 2023 年相比增长超 40%，有 16 家营收过 1 亿元，其中 4 家营收超 10 亿元。

上海艾力斯医药科技股份有限公司、北京神州细胞生物技术集团股份有限公司、上海君实生物医药科技股份有限公司、荣昌生物制药（烟台）股份有限公司等 4 家收入超 10 亿元的头部分公司合计营收 97.36 亿元，约占第五套公司总营收的七成；康希诺生物股份公司、百奥泰生物制药股份有限公司、苏州泽璟生物制药股份有限公司、迪哲（江苏）医药股份有限公司（以下简称“迪哲医药”）等 4 家公司营收有望在 2025 年、2026 年两年突破 10 亿元。

2025 年第一季度，前述 20 家公司延续增长趋势，合计实现营业收入 37.80 亿元，同比增长 29.27%。

截至 2025 年 6 月份，20 家第五套标准已上市企业中，19 家已实现核心产品上市，另 1 家已递交上市申请。据初步统计，2018 年至 2025 年第一季度，科创板第五套上市标准企业已向市场推出 17 款 1 类新药，合计约占同期国产创新药获批总数的 12%，日益成长为我国医药创新的中坚力量。

研发突破方面，上述 20 家企业 2024 年平均研发投入 5 亿元，高于 A 股 3.64 亿元的平均水平。第五套公司 2024 年新增 6 款 1 类新药，6 款产品的 7 项适应症被纳入突破性治疗品种，如迪哲医药的舒沃替尼是肺癌领域首个获中、美两国双突破性治疗认定的国产创新药。

（来源：微信公共账号“证券日报之声”）

### 科创板“第五套”首单受理“破冰”，非药企案例有望落地

近日，上交所官网受理了创新药企珠海泰诺麦博制药股份有限公司（以下简称泰诺麦博）的 IPO 申请。这也标志着，自审核端后，科创板第五套上市标准的受理端也迎来“破冰”。

6月18日，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》（以下简称《意见》），明确推出科创成长层及重启第五套上市标准，并配套引入资深专业机构领投机制、试点 IPO 预先审阅机制、第五套标准扩围、支持在审未盈利科技企业向老股东增资扩股、完善再融资制度和战略投资者认定标准等。

随后，多家以科创板第五套标准申报的企业恢复审核，禾元生物在不到 20 天时间里，火速完成“过会”与“注册生效”，北芯生命自 7 月 18 日过会后，也于 7 月 25 日提交注册。

截至目前，科创板第五套标准下的在审企业合计 6 家，均属于生物医药行业。不过，有投行人士认为，随着第五套标准的落地，短期内可能会有非生物医药企业以第五套标准申报科创板。

#### 核心产品已上市

招股书显示，泰诺麦博成立于 2015 年，其核心产品——斯泰度塔单抗注射液（新替妥®）是全球首款重组抗破伤风毒素单克隆抗体药物，也是抗感染领域首个被中国药审中心认定为突破性治疗药物并纳入优先审评程序的国产创新生物药。

该药物重大突破在于有望降低破伤风被动免疫对人血制品的依赖，已于 2025 年 2 月在中国获批上市。

据国家卫健委《非新生儿破伤风诊疗规范（2024 年版）》显示，破伤风作为全球重大公共卫生威胁，在无医疗干预时病死率接近 100%。即便在现代化医疗条件下，全球病死率仍高达 30%~50%。

在新替妥上市之前，患者主要通过注射破伤风人免疫球蛋白 HTIG 等被动免疫制剂进行免疫，但 HTIG 需要从人血中提取得到。

## 证券经典案例

一方面，血制品在我国具有一定的稀缺性，我国自 2001 年起便不再批准新的血制品企业，且对于新浆站的审批进行总量控制，因此破伤风人免疫球蛋白等血液制品产量有限。

另一方面，破伤风人免疫球蛋白可能引起过敏反应甚至发生过敏性休克并需密切观察/监测过敏反应、血栓栓塞事件的发生，要求临床医师、药师在选择用药时应进行充分的获益/风险分析。

“传统破伤风被动免疫制剂，如破伤风抗毒素和马破伤风免疫球蛋白需要经过皮试、脱敏注射、留观等复杂流程，而新替妥通过基因重组技术实现了抗体精准设计，无需皮试、无需剂量调整，真正实现‘一针即走’，更从根源上杜绝了因皮试假阴性用药后发生过敏性休克甚至死亡的风险。”珠海市人民医院急诊科及创伤中心秘书陈木清曾介绍道。

根据弗若斯特沙利文报告，以斯泰度塔单抗注射液为代表的抗破伤风毒素特异性抗体药物的中国市场规模将在 2032 年达到 75.5 亿元。

### 缺乏价格优势

值得一提的是，尽管新替妥已经上市，但由于产品上市时间较短，2025 年 3 月销售收入仅为 16.93 万元。

这导致泰诺麦博当前的营业收入非常有限。2022 年度、2023 年度、2024 年度及 2025 年 1~3 月，公司实现营业收入为 433.98 万元、0、1505.59 万元、16.93 万元人民币；同期，净利润分别约为-4.29 亿元、-4.46 亿元、-5.15 亿元、-1.77 亿元人民币。截至 2025 年 3 月末，公司累计未弥补亏损为 10.24 亿元。

有市场人士认为，相比于竞品破伤风人免疫球蛋白，新替妥缺乏价格优势。

此前，泰诺麦博大中华区市场营销中心副总裁赵文贵透露，新替妥的终端市场定价为 798 元/针。

而破伤风人免疫球蛋白已被纳入医保，部分地区的集采价格已降至百元级别。今年 3 月，江苏省第五轮集采的破伤风人免疫球蛋白从集采前 330 元/支降至 148 元/支，降幅高达 55%。

泰诺麦博在招股书中直言不讳道，若后续公司产品斯泰度塔单抗注射液在临床应用未展现出明显竞争优势，或因公司商业化团队的学术推广能力不达预期，

## 证券经典案例

则存在无法获得广泛的医生、患者认同，导致产品市场渗透率提升缓慢、在市场竞争中无法取得有利地位的风险。

为了避免单一产品依赖风险，泰诺麦博还开发了多个抗体分子作为候选药物，已覆盖感染性疾病以及疼痛类疾病等疾病领域。

公司另一核心产品“重组抗呼吸道合胞病毒全人源单克隆抗体 TNM001”（简称“TNM001”）为潜在的全球第三、我国首款适用于健康及高危婴幼儿的预防用长效抗 RSV 单抗药物，截至招股说明书签署日，TNM001 正在进行临床 III 期试验。

灼识咨询预计，全球 RSV（包括治疗药物和疫苗）市场规模将在 2030 年达到 128 亿美元。不过，该药物的竞争较为激烈。目前，赛诺菲与阿斯利康联合开发的尼塞韦单抗，作为预防 RSV 的长效单抗药物已经在我国上市，默沙东的 Clesrovimab 也在我国进入药监局上市申报阶段。

同时，泰诺麦博还有两款候选药物 TNM009（抗神经生长因子 NGF 单抗）及 TNM005（抗水痘—带状疱疹病毒 VZV 单抗）已完成临床 I 期试验，1 款候选药物 TNM006（抗人巨细胞病毒 HCMV 单抗）已获批 IND，以及 3 款候选药物处于临床前阶段。

报告期内（2022 年至 2024 年及 2025 年一季度），泰诺麦博研发投入分别为 3.23 亿元、3.93 亿元、4.25 亿元及 1.34 亿元，累计研发投入达到 12.75 亿元。

### 非药企案例有望落地

整体来看，泰诺麦博符合“预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果”的上市标准。

并且，泰诺麦博还获得资深专业机构投资者投资。根据《意见》，对于适用科创板第五套上市标准的企业，科创板试点引入资深专业机构投资者制度。据招股书，高瓴旗下的高瓴辰钧 2021 年 5 月参与了泰诺麦博的 A 轮融资，并持股至今。截至招股书披露日，高瓴辰钧持有泰诺麦博 3.94% 股份。

除此之外，《意见》还提到，要扩大科创板第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用科创板第五套上市标准。

而眼下，新受理的泰诺麦博仍为生物医药企业，非药企何时将迎第五套标准“破冰”？

## 证券经典案例

市场人士普遍认为，距离非药企申报科创板第五套标准已经不远。多名投行人士也向记者介绍，正在关注符合科创板第五套标准的非生物医药企业。

“做一单（科创板第五套标准的 IPO 项目），比得上做好几家北交所，只是目前太稀少，竞争很激烈。”华南一名资深的券商保代对记者说道。

前资深投行人士王骥跃也对记者指出，目前有一些商业航天的企业上市辅导，“短期内可能会有非生物医药企业以第五套标准申报科创板”。

证监会官网显示，7月29日，蓝箭航天空间科技股份有限公司（以下简称“蓝箭航天”）启动科创板上市辅导，辅导协议签署时间为2025年7月25日，辅导机构为中金公司。

据了解，蓝箭航天是全国首家取得全部准入资质、唯一基于自研液体发动机实现成功入轨的民营运载火箭企业，并于2018年10月27日完成中国首次民营运载火箭发射。2024年12月，国家制造业转型升级基金对蓝箭航天投资9亿元；今年6月，《2025全球独角兽榜》发布，蓝箭航天以200亿元企业估值位列榜单第418位。

8月1日，屹信航天也在江苏证监局上市辅导备案，辅导机构为民生证券。该公司主要从事微小卫星星载测控通信产品及地面测控系统研发，并覆盖软件开发、集成电路设计、卫星载荷及信息技术咨询等多元领域。

（来源：证券日报官方网站 2025年8月5日）

### 首日大涨 125%! A 股今年以来最大 IPO，两大险资提前布局

7月16日，A股今年以来最大IPO（首次公开发行）项目华电新能登陆上交所，首日上涨125%。

近年加力股权投资的险资机构，已现身于华电新能原始股东中。其中，中国人寿位列第三大股东，平安人寿也位列发行前股东名单中，据悉，这两家险资均于2021年12月战略投资入股这家新能源企业平台。

#### 险资机构现身

华电新能本次发行价格3.18元/股，发行股票数量49.69亿股（超额配售选择权行使前）、57.14亿股（超额配售选择权全额行使后），分别对应募资158亿元、181亿元，为今年以来A股市场募资规模最大的IPO。

上市首日，华电新能获得不俗表现，当日收涨125%，市值达到2900多亿元。

据保荐机构中金公司信息，本项目是全面注册制以来首个百亿规模以上的主板IPO项目，近三年最大的央企A股IPO项目，也是迄今为止电力行业企业战略配售规模最大的A股IPO项目，网下整体认购倍数创造近五年央企百亿规模项目最高纪录。

本次华电新能上市获得投资者积极申购，多家机构成为战略投资者。而在本次发行前，已有两大保险资金成为华电新能的股东。

招股书显示，本次发行前，中国人寿持有华电新能7.96亿股股份，持股比例2.21%，为第三大股东；平安人寿对华电新能持股数量2.19亿股，持股比例0.61%，在其15位股东中排14位。

据了解，中国人寿、平安人寿均为2021年12月入股华电新能，投资方式为股权投资。

2021年12月，华电新能前身华电福新能源发展有限公司（下称“华电福新”）完成增资扩股，引入13家战略投资者，共募资150亿元，较募资计划超募30亿元。其中，中国人寿以20亿元战略投资，成为其最大的战略投资方和第三大股东；平安人寿则投资5.5亿元，亦为13家战略投资者之一。

2022年，华电福新改制更名华电新能，同年向证监会提交沪市主板上市申请，今年7月16日在上交所主板完成上市。

本次发行过程中，华电新能除网上、网下方式外，还有战略配售方式，并确定了18家战配投资者。其中包括2家具有长期投资意愿的险资机构：中国人寿继续参与战略配售，获配3.01亿股，获配金额9.59亿元。同时，中国保险投资基金（有限合伙）获配3.16亿股，获配金额10.07亿元。战略配售投资者均有12个月限售期。

加上战配股份后，中国人寿对华电新能的持股数量进一步增至10.97亿股，仍为华电新能第三大股东。

### 股权投资的多重效益

对于险资来说，华电新能的上市，意味着这项股权投资在三年半后迎来IPO结果。从目前看，这项股权投资发挥了险资的长钱优势，并取得可观收益。

作为中国华电集团旗下唯一新能源发展和整合平台，承载着推动新能源业务发展的重要使命。2021年12月增资引战时华电新能（华电福新）的估值约900亿元，而上市后最新市值接近3000亿元。

在这个过程中，险资等社会资本的加入，也为华电新能优化公司治理结构、长期稳健高质量发展提供了助力。

两大险资机构均对外发布了对华电新能的投资及其上市信息。

中国人寿对华电新能的投资由国寿资产担任投资顾问、中国人寿作为投资主体出资。国寿资产表示，该项目既是其践行国家“双碳”战略、持续推进ESG/绿色投资的重要举措，也是其长期投资、价值投资、稳健投资的案例。下一步，国寿资产将持续发挥行业头雁作用，围绕金融“五篇大文章”深度挖掘优质项目并提供耐心资本支持，以金融“活水”助力实体经济高质量发展。

平安人寿的这项投资，则由平安资管子公司平安创赢与平安资本联合组成的团队助力。平安资管表示，公司坚持保险资金长期投资、价值投资的理念，发挥险资耐心资本特色，助推实体经济高质量发展。此次被投企业的成功上市实现了保险资金与实体经济的合作共赢。未来，平安资管将继续提升保险资金

## 证券经典案例

服务实体经济质效，进一步发挥好大规模长线资金的优势，以实际行动体现耐心资本的应有担当。

（来源：微信公共账号“券商中国”）

# 上海律协证券专业委员会

- 2025年7月刊 -

