

法商
优书

A B C D
G H I J K
L P N E Q
R F S T O U
V M W X Y Z

IPO监管雷区

从IPO被否的独特视角
直击企业上市的痛点

并购优塾 编著

圣华曦、诺特健康、宝兰德、丸美生物、时代院线、锦和商业、南航传媒、金枪新材……每一个决战IPO的名字，背后都写满了规则和经验。

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

IPO 监管雷区

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目（CIP）数据

IPO监管雷区/并购优塾编著. —北京：中国法制出版社，2018.6

ISBN 978-7-5093-9081-8

I . ①I… II . ①并… III . ①上市公司-监管制度-案例-中国
IV . ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第101804号

策划/责任编辑 任乐乐（lele_juris@163.com）
计 周黎明

封面设计

IPO监管雷区

IPO JIANGUAN LEIQU

编著/并购优塾

经销/新华书店

印刷/

开本/710毫米×1000毫米 16开
字数/236千

印张/24

版次/2018年6月第1版
月第1次印刷

2018年6

中国法制出版社出版

书号ISBN 978-7-5093-9081-8
79.00元

定价：

北京西单横二条2号
话：66026508

值班电

邮政编码 100031
66031119

传真：

网址：<http://www.zgfzs.com>
部电话：66071862

编辑

市场营销部电话：66033393
电话：66033288

邮购部

（如有印装质量问题，请与本社印务部联系调换。电话：010-66032926）

序言

这是IPO的一个好时代，也是一个坏时代。作为一种趋势，IPO是企业做大做强的动力和方式，从证监会居高不下的排队队伍和近期的赴港上市热潮可见一斑。但上市并不是简单的融资，基于证监会的严格要求，许许多多的公司因为各项条件不符而屡次在IPO的道路上触礁。

资本市场是一个充满诱惑和浮夸的地方，拉卡拉、周大生、绝味食品、墨迹天气、永安行、十月妈咪、毛戈平、红星美凯龙……这些响当当的名字，背后都有着不同的IPO故事。

圣华曦、诺特健康、宝兰德、丸美生物、时代院线、锦和商业、南航传媒、金枪新材……这些在资本市场起伏中的企业，揭示着企业上市的雷区。

毫无疑问，IPO是一项极为复杂高深的业务，即便是久经沙场的从业者，在监管越来越周延的市场形势下，也难保万无一失。面对证监会细致繁琐的实质性审核，以及复杂的资本市场形势，如何把握IPO上市的关键点，规避IPO上市过程中可能出现的问题，助力企业在国内严格的审核机制下顺利实现IPO上市？并购优塾从“产业洞察”和“监管雷区”两个独特的视角研究实际案例并进行细致的披露和阐释。

自2016年4月创立以来，“并购优塾”一直秉承“务实、精进、创新”的精神，以价值投资为理念，为资本市场核心从业人群，包括PE股权投资机构、拟IPO公司、上市公司，提供深度的基本面研究和IPO、税务咨询服务。作为IPO和财税领域的独立研究机构，从财务分析的视角切入公司研究和行业研究，形成了自己的研究思路和体系。

此次推出的《IPO产业洞察》和《IPO监管雷区》是并购优塾团队在企业上市方面的系列研究。前者集合了20个鲜活的公司经营案例，对大消费升级领域的公司进行深入分析。有别于传统的商学院书籍，该书取材来自真实的案例和数据，以独特的研究方式，建立“三维一体”的行业研究方法，以公司经营模式为切入点，融合行业研究、财务数据分析，立体解剖商业案例。后者集合了30个鲜活的IPO被否案例，对监管层审核重点进行深入分析，从IPO被否的独特视角，来阐释企业上市的痛点。对拟上市的公司来说，前事不忘后事之师，了解其他类似企业被否原因，可以知道何可为，何不得为；对保荐机构来说，吸取同行保荐被否的教训，能更好地为申报IPO的企业保驾护航；对投资机构来说，监管层的否决反馈，就是最经典的尽调手册。

IPO的研究领域里，国内全面系统的业务操作指导丛书不多，从行业领域研究及失败的案例中汲取经验研究的更是少之又少，本套丛书的出版对于完善IPO领域的实务操作是一个建设性的贡献，也为该领域的工作人员提供了鲜活的案例和踏实的经验。

穿越资本迷雾，让研究回归常识。并购优塾秉承着这样的研究方向，推出了近800篇行业高质量原创文章，积累了近40万的关注人群，集合了上市公司、拟IPO公司、PE、VC群体等产业和资本领域的中坚力

量。实操问题的讨论一般以一个实际问题作为起点，分析相关法规和惯例，再具体给出解决方案，这是常规套路，但并购优塾专注于深度探索公司分析案例，从行业研究的角度积累投资领域的基本功，从案例中窥视资本市场中的“雷区”并公之于世，让更多的人透过案例看懂资本市场从而对规则驾轻就熟。这两本书就是献给资本市场研究的一份礼物，期待着带给读者另一种观察市场的视角。若有不足之处，恳请方家不吝赐教。

并购优塾

2018年6月

- 第一部分 持续盈利能力

- 一、品恩科技

- 1. 为军队服务的软件公司
- 2. 三大主营业务，哪个是核心？
- 3. 雷区一：严重依赖大客户
- 4. 雷区二：会计规范性——谜之人工成本
- 5. 雷区三：会计规范性——谜之应收账款

- 二、绩丰岩土：

- 1. 绩丰岩土是做什么的？
- 2. 雷区一：工程类公司如何拿项目？
- 3. 雷区二：做项目的，能不能一直有活儿干？
- 4. 雷区三：经营模式又出了什么问题？
- 5. 雷区四：营收和应收数据有何疑点？

- 三、时代院线：

- 1. 院线都是怎么玩的？
- 2. 什么是加盟影院模式？
- 3. 雷区一：加盟影院模式出了什么问题？
- 4. 雷区二：电影行业整体放缓，引起监管层的担忧
- 5. 雷区三：行业增速跳水，自身经营业绩也没挺住
- 6. 雷区四：监管层咬住持续盈利能力的问题不松口

- 四、和宏实业：

- 1. 苹果背后的男人
- 2. 雷区一：内控管理上的“小纰漏”，真是被否原因？
- 3. 雷区二：一个小纰漏，何以引起“蝴蝶效应”？
- 4. 雷区三：蝴蝶效应——未完成订单和存货怎么办？
- 5. 雷区四：蝴蝶效应——募投项目成了泡影

- 6. 雷区五：蝴蝶效应——采购难道也要苹果批准？
- 7. 靠苹果吃饭，吃得不踏实
- 五、华光新材：
 - 1. 雷区一：经营业绩连续下滑，原因何在？
 - 2. 雷区二：主要产品存在被替代风险，怎么保证持续盈利？
 - 3. 雷区三：库存数据出现异常，怎么解释？
 - 4. 雷区四：为什么对不同客户的销售毛利率会有差异？
 - 5. 雷区五：毛利率偏高，是否有合理解释？
- 六、锦和商业：
 - 1. 锦和商业是做什么的？
 - 2. 雷区一：土地使用权有哪些取得方式？
 - 3. 雷区二：土地使用权和土地用途出了哪些问题？
 - 4. 雷区三：房屋和物业又出了什么问题？
- 七、威士顿：
 - 1. 雷区一：客户集中与客户依赖
 - 2. 雷区二：威士顿是如何依赖的？
 - 3. 雷区三：高毛利率能不能持续？
 - 4. 雷区四：销售数据真实吗？
- 八、国策环保
 - 1. 国策环保是怎么环保的？
 - 2. IPO的硬性要求是什么？
 - 3. 雷区一：净利润有什么疑点？
 - 4. 雷区二：员工福利，公积金要交吗？
 - 5. 雷区三：公积金出了什么问题？
- 九、西点药业
 - 1. 专利权会出现哪些问题？

- 2. 雷区一：西点怎么取得专利？
- 3. 雷区二：西点的专利权问题
- 4. 倒在专利权上的，还有那些人？
- 第二部分 会计核算
 - 一、信诺传播
 - 1. 活动策划类的业务，收入怎么确认？
 - 2. 主动请缨进行会计调整，到底是出了什么问题？
 - 3. 雷区一：会计基础不规范，到底错在哪？
 - 4. 雷区二：订单驱动的销售模式，是否能保持持续盈利能力？
 - 5. 雷区三：五险一金有没有正常缴纳？
 - 二、科维节能
 - 1. 节能管理怎么玩？
 - 2. 雷区一：为何要采取加速折旧计提方式？
 - 3. 雷区二：以人为本、依赖下游，怎么保证核心竞争力？
 - 4. 雷区三：为什么会有这么多的违约项目？
 - 三、元利科技
 - 1. 元利科技的生产状况如何？
 - 2. 雷区一：固定资产减值75万元，也要被管？
 - 3. 雷区二：生产线事故，也会成为死穴？
 - 4. 雷区三：监管层，分分钟教你做人
 - 5. 雷区四：毛利和毛利率偏高，有什么问题？
 - 6. 雷区五：环保问题，一定要注意！
- 第三部分 规范运行
 - 一、圣华曦

- 1. 雷区一：持续盈利能力存疑，税收优惠和政府补助影响利润
- 2. 雷区二：内控制度不过关，产品质量和安全隐患未充分披露
- 3. 雷区三：销售模式合规性存疑
- 二、丸美生物
 - 1. 雷区一：经销模式为什么被监管层揪住不放？
 - 2. 雷区二：为何要对经销模式“模糊化处理”，是否有难言之隐？
 - 3. 雷区三：经销商问题“老大难”，疑似关联交易的为什么没披露？
 - 4. 雷区四：质量问题为何不披露？
- 三、诺特健康
 - 1. 定制减肥方案+营养干预食品，这样的套餐你要不要来一套？
 - 2. 上千块的减肥套餐，你们体验过吗？
 - 3. 雷区一：减肥生意能做多大？
 - 4. 雷区二：减肥第一股梦碎为何？
- 四、普元信息
 - 1. 节能管理怎么操作？
 - 2. IT企业的采购、销售模式怎么操作？
 - 3. 雷区一：藕断丝连，这样的采购合规吗？
 - 4. 雷区二：采购模式不搞清楚，别想IPO！
 - 5. 雷区三：销售费用这么高，这样正常吗？
- 五、京博农化
 - 1. 京博农化的前世今生
 - 2. 股权代持是什么？

- 3. 雷区一：为什么抓住股权问题？
- 4. 雷区二：为什么要采用受托支付？
- 5. 雷区三：又是经销商，这次问题出在哪？
- 六、百合医疗
 - 1. 雷区一：控股权都搞代持？
 - 2. 雷区二：实控人出资来源合法吗？
 - 3. 雷区三：厂房改造、车间装修的会计处理合规吗？
- 七、双环电子
 - 1. 雷区一：关联方拆借资金，怎么回事？
 - 2. 雷区二：拆借资金之后，如何偿还？
 - 3. 雷区三：是否与大客户存在关联交易？
- 八、欧维姆
 - 1. 背景不凡的工科男
 - 2. 雷区一：国有股权转让合规吗？
 - 3. 雷区二：大股东为何用别人的合同贷款？
 - 4. 雷区三：票据融资有风险吗？
- 九、巅峰智业
 - 1. 巅峰智业是做什么的？
 - 2. 雷区一：招投标是怎么操作的？
 - 3. 雷区二：未完成项目出了什么问题？
 - 4. 雷区三：竞标补偿是什么？
 - 5. 雷区四：资质问题又出了什么问题？
- 十、金枪新材
 - 1. 企业合并是什么？
 - 2. 收购迪马算是合并吗？
 - 3. 雷区一：股权支付怎么会有会计差错？
 - 4. 雷区二：高新技术认证出了什么问题？

- 十一、仲景食品
 - 1. 用个人账户收款合规吗？
 - 2. 踩红线了怎么办？
 - 3. 雷区一：采购和收款内控合规吗？
 - 4. 雷区二：财务数据出现哪些问题？
 - 5. 雷区三：存货和毛利率双双突破新高
- 十二、润弘制药
 - 1. 药品生产采购销售都有什么要求？
 - 2. 润弘制药的采购销售是怎么操作的？
 - 3. 雷区一：学术推广
 - 4. 雷区二：药品质量出什么问题了？
 - 5. 雷区三：“顶梁柱”多次被质疑？
 - 6. 雷区四：经销商变动这么大是什么情况？
- 第四部分 独立性
 - 南航传媒：
 - 1. 南航传媒，具体做什么的？
 - 2. 特许权如何估值？
 - 3. 雷区一：关联交易定价，是否公允？
 - 4. 雷区二：关联交易多又大，让人操心
 - 5. 雷区三：募投项目具有可行性吗？
- 第五部分 信息披露
 - 一、港通医疗
 - 1. 港通医疗是做什么的？
 - 2. 雷区一：关联方被质疑，少披露了哪些信息？
 - 3. 雷区二：应收账款这么多，要怎么处理？
 - 二、永德吉
 - 1. 雷区一：客户依赖严重，信息披露遗漏

- 2. 雷区二：采购与产销量增幅不匹配
- 3. 雷区三：境外销售的真实性是出口企业的要害
- 三、宝兰德
 - 1. 以代理销售模式为主的销售模式
 - 2. 雷区一：“卖服务”比“卖产品”增速快，收入增长存疑
 - 3. 雷区二：市场竞争激烈，核心竞争力不凸显
 - 4. 雷区三：收入确认方法不合规
 - 5. 雷区四：代理销售的真实性存疑
- 四、三锋股份
 - 1. 三锋股份是怎么做出口的？
 - 2. ODM、OBM、OEM分别是什么？
 - 3. 雷区一：出口模式上的疑点？
 - 4. 雷区二：业绩的持续性
 - 5. 雷区三：经销模式的问题
 - 6. 三大模式哪家强？
- 五、步科股份
 - 1. 什么是第三方回款？
 - 2. 步科股份是做什么的？
 - 3. 这些产品是如何销售的？
 - 4. 雷区一：公司规模
 - 5. 雷区二：四个产品的分类问题
 - 6. 雷区三：第三方回款是个大隐患
 - 7. 雷区四：销售模式的问题

第一部分 持续盈利能力

一、品恩科技 [\[1\]](#)：业务结构变化+依赖大客户+会计处理不规范

2017年6月7日，准军工股——品恩科技，IPO被否。

这家为部队、机关提供软件的公司，客户都是“某单位”“某部”，很神秘的！然而，它还是被否了。倒在了财务数据有问题、持续盈利能力存疑、规范性不达标上。这次，上述几处疑点，基本都是从财务数据上体现出来的。具体表现在：

1. 业务收入、人工成本、营业成本，这些财务指标如坐过山车，忽高忽低；
2. 大客户依赖，第一大客户营收占比接近90%；
3. 应收账款超高，占比达到158%；
4. 坏账计提、营业成本的会计处理不规范；
5. 增值税退税的真实性、合法性存疑。

这算是我们近期研究被否案例中财务问题最多的一个了。

1. 为军队服务的软件公司

品恩科技（以下简称品恩），主要为部队和公共安全领域的客户提供软件、技术开发服务和解决方案。一般来说，他们的产品及服务主要包括信息管理系统（部队用）、营区综合管控解决方案、三维人像采集比对解决方案等。并且，这些产品和服务，大多是给部队提供的。

特别说明一下，品恩卖的产品多是标准化的信息管理系统，除非有特殊需要，才会定制。因此，当客户需要个性化定制开发软件时，品恩会收取客户的技术开发费用。技术开发分为两类：完全定制开发（从零开始）、二次开发（在已有产品基础上修修改改）。

另外，品恩还提供定制化的解决方案，如营区综合管控解决方案、三维人像采集比对解决方案等。在为客户提供解决方案的过程中，品恩需要做的事比较系统，既包括销售软件，还包括硬件设备配套，并负责安装、调试，最终验收后，才整体交付给客户。

项目	交付标的	标准化程度	交付过程及投入	验收
软件产品	软件产品	标准化产品	交付标准化产品	产品交付验收
技术开发	软件开发成果	定制开发	有定制开发的项目过程及人员投入	开发完成后验收
解决方案	软件产品或技术开发 + 配套硬件 + 安装实施	整体方案定制	软件、硬件交付及安装实施	安装调试后验收

软件→技术开发服务→解决方案，三者之间是递进关系，后者都是在前者的基础上衍生而来的。



给部队服务，很厉害啊。

然而，这么厉害的一个公司，却因为财务数据上的种种问题，IPO被否了。

2. 三大主营业务，哪个是核心？

本次监管层提出的第一个问题，矛头直指品恩的三大业务：软件、技术开发服务、解决方案。