

海问观察 全面注册制系列解读之二：主板首发上市制度的主要修订及解读

资本市场组

2023年2月1日，中国证监会就全面实行股票发行注册制（“全面注册制”）涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等一系列配套规则草案向社会公开征求意见；同日，上交所、深交所分别就全面注册制的配套规则向社会公开征求意见，标志着全面注册制的架构与制度已初步搭建完毕，万众瞩目的全面注册制即将正式上线。我们此前已对全面注册制改革涉及的各板块首次公开发行股票并上市（“IPO”）的核心要素变化作了探讨，具体请参见我们此前发布的《全面注册制系列解读之一：各板块发行上市核心要素变化》。

本次注册制改革重点为主板 IPO 注册制改革，注册制主板 IPO 的相关规定总体沿袭了科创板、创业板试点注册制的制度安排，充分吸收了试点注册制以信息披露为核心、增加制度包容性、明确并压实市场主体责任、加大处罚力度等成功经验，在体例架构、信息披露要求、审核流程和监管处罚等主要方面与科创板、创业板的规则基本保持一致；同时，精简优化主板现有发行条件，使主板、科创板及创业板适用基本统一的发行条件。此外，鉴于主板的板块定位、涉及存量上市公司等情况，主板与科创板、创业板在板块定位、行业要求、负面清单、上市条件、投资者适当性等方面存在一定的差异。注册制改革后主板突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。

本文作为海问全面注册制系列解读文章之二，旨在梳理全面注册制实施后主板 IPO 的规则体系、主板 IPO 的发行上市条件与现行规则的比较、主板 IPO 的审核注册程序以及主板注册制改革的老衔接等问题。

一、注册制主板 IPO 的规则体系

注册制下，主板IPO的相关制度与规则总体沿袭了科创板、创业板试点注册制的制度安排，主要制度框架及适用的规则如下：

发文机构	法规及业务规则
中国证监会	《首次公开发行股票注册管理办法（征求意见稿）》
	《证券发行与承销管理办法（修订草案征求意见稿）》
	《存托凭证发行与交易管理办法（试行）（修订草案征求意见稿）》
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 X 号—招股说明书（征求意见稿）》
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 X 号——首次公开发行股票并上市申请文件（征求意见稿）》
	《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法（修订草案征求意见稿）》
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 40 号——试点红筹企

	业公开发行存托凭证并上市申请文件（修订草案征求意见稿）》 《<首次公开发行股票注册管理办法>第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和<公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 X 号——招股说明书>第七条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第 X 号（征求意见稿）》
上交所	《上海证券交易所股票发行上市审核规则（征求意见稿）》
	《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则（征求意见稿）》
	《上海证券交易所股票上市规则（征求意见稿）》
深交所	《深圳证券交易所股票发行上市审核规则（征求意见稿）》
	《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则（征求意见稿）》
	《深圳证券交易所股票上市规则（2023 年修订征求意见稿）》

二、注册制主板 IPO 的发行上市条件与主板现行规则的比较

1、发行条件

注册制下，主板股票公开发行条件总体沿袭科创板、创业板的有效做法，以信息披露为核心，强调按照重大性原则把握企业的基本法律合规性和财务规范性。相较核准制，注册制下的主板发行条件取消了关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等财务指标的要求，弱化了同业竞争要求，并进一步进行了简化，具体如下（与主板核准制发行条件的实质差异部分已标红注明）：

项目	改革前	改革后	备注
主体资格	<ul style="list-style-type: none"> 依法设立且合法存续的股份有限公司，持续经营时间应当在3年以上 	<ul style="list-style-type: none"> 依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司 	/
主要资产权属	<ul style="list-style-type: none"> 发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷 	<ul style="list-style-type: none"> 不存在涉及主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷 	/
主营业务、董事高管及实控人的稳定性	<ul style="list-style-type: none"> 发行人最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更 	<ul style="list-style-type: none"> 最近三年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大不利变化，实际控制人没有发生变更 	强调“不利”变化
股份权属清晰	<ul style="list-style-type: none"> 发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷 	<ul style="list-style-type: none"> 发行人的股份权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷 	明确判断重大股份权属纠纷的标准
规范运作	<ul style="list-style-type: none"> 已依法建立健全股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度，相关机构和人员能够依法履行职责 	<ul style="list-style-type: none"> 具备健全且运行良好的组织机构，相关机构和人员能够依法履行职责 	/
发行人、控股股东及实际控制人合规性	<ul style="list-style-type: none"> 公司及其控股股东、实际控制人最近3年不存在贪污、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 发行人在最近36个月不得有下列情形：违规公开发行证券；受到行政处罚，且情节严重；欺诈发行，或者以不正当手段干扰审核工作；本次报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见；严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形 	<ul style="list-style-type: none"> 最近三年内，发行人及其控股股东、实际控制人不存在贪污、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，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为 	精简优化发行人、控股股东及实际控制人的合规性要求

董监高合规性	<ul style="list-style-type: none"> 不得有下列情形：被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的；最近36个月内受到中国证监会行政处罚，或者最近12个月内受到证券交易所公开谴责；因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见 	<ul style="list-style-type: none"> 不存在最近三年内受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正在被中国证监会立案调查且尚未有明确结论意见等情形 	精简优化董监高的合规性要求
担保及资金占用	<ul style="list-style-type: none"> 发行人的公司章程中已明确对外担保的审批权限和审议程序，不存在为控股股东、实际控制人及其控制的其他企业进行违规担保的情形 发行人有严格的资金管理制度，不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形 	/	删除了对外担保及资金管理的章程制度要求，但理解后续监管机构会从内部控制有效性及独立性方面进行判断
会计基础工作、内部控制	<ul style="list-style-type: none"> 发行人资产质量良好，资产负债结构合理，盈利能力较强，现金流量正常 内部控制在所有重大方面是有效的，并由注册会计师出具了无保留结论的内部控制鉴证报告 会计基础工作规范，由注册会计师出具无保留意见的审计报告 发行人编制财务报表应以实际发生的交易或者事项为依据；在进行会计确认、计量和报告时应当保持应有的谨慎；对相同或者相似的经济业务，应选用一致的会计政策，不得随意变更 发行人依法纳税，各项税收优惠符合相关法律法规的规定。发行人的经营成果对税收优惠不存在严重依赖 	<ul style="list-style-type: none"> 会计基础工作规范，最近三年财务会计报告由注册会计师出具无保留意见的审计报告 内部控制制度健全且被有效执行，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告 	/

财务指标	<ul style="list-style-type: none"> • 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元 • 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 • 发行前股本总额不少于人民币3000万元 • 最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20% • 最近一期末不存在未弥补亏损 	/	在交易所股票上市规则中规定财务和市值指标（详见下文上市条件部分），取消了无形资产比例限制及最近期末不存在未弥补亏损要求
同业竞争及关联交易	<ul style="list-style-type: none"> • 与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易 • 发行人应完整披露关联方关系并按照重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形 	<ul style="list-style-type: none"> • 资产完整，业务及人员、财务、机构独立，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争，不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易 	同业竞争采取与科创板及创业板同一标准，不构成“重大不利影响”的同业竞争不再是审核红线

<p>持续经营能力</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 不存在重大偿债风险，不存在影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁等重大或有事项 • 不得有下列影响持续盈利能力的情形：经营模式、产品或服务的品种结构，行业地位或所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；最近1个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖；最近1个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 不存在涉及主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项，经营环境已经或者将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项 	<p>精简优化持续经营能力的判断标准</p>
----------------------	---	---	------------------------

2、上市条件

在主板上市条件方面，交易所股票上市规则明确了企业主板上市的上市条件，包括发行后的股本总额最低要求和公开发行股份的最低比例等，其中，最大的亮点在于将核准制下的单一财务指标变更为可选的三套市值及财务指标，且主板上市条件放宽，不再对报告期三年做盈利性要求，仅对最近一年净利润有要求。同时，交易所股票上市规则还明确了红筹企业及存在特别表决权安排的企业的上市市值及财务指标。

（1）一般企业

主板注册制下一般企业（境内发行人且不存在特别表决权）的市值及财务指标以及与核准制下的财务指标的对比情况如下：

改革前		改革后 (符合其中一套标准即可)	
<ul style="list-style-type: none"> 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 发行前股本总额不少于人民币3000万元 最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等)占净资产的比例不高于20% 最近一期末不存在未弥补亏损 	净利润+收入/现金流	<ul style="list-style-type: none"> 最3年净利润均为正 最近3年净利润累计不低于1.5亿元 最近一年净利润不低于6000万元 最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元 	
	市值+净利润+收入+现金流	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于50亿元 最近一年净利润为正 最近一年营业收入不低于6亿元 最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元 	
	市值+净利润+收入	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于80亿元 最近一年净利润为正 最近一年营业收入不低于8亿元 	

(2) 红筹企业

本次将红筹企业主板上市应满足的市值及财务指标在首发系列规则中进行了明确，其中，已在境外上市的红筹企业前后无变化，未在境外上市的红筹企业对比如下：

改革前		改革后 (符合其中一套标准即可)	
已在境外上市的红筹企业	与右列相同	市值	<ul style="list-style-type: none"> 市值不低于2000亿元
		市值+技术优势	<ul style="list-style-type: none"> 市值200亿元以上 拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位
未在境外上市的红筹企业	<ul style="list-style-type: none"> 标准一：最近一年营业收入不低于30亿元且估值不低于200亿元 标准二：拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业（研发人员占比、专利数量、研发投入、营业收入均有相应指标要求） 	市值+收入	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于200亿元 最近一年营业收入不低于30亿元
		市值+营收增长+技术优势	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于100亿元 营业收入快速增长 拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位
		市值+收入+收入增长+技术优势	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于50亿元 最近一年营业收入不低于5亿元 营业收入快速增长 拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位

(3) 特别表决权企业

本次新增特别表决权企业在主板上市的市值及财务指标标准，具体见下：

改革前	改革后 (符合其中一套标准即可)	
/	市值+净利润	<ul style="list-style-type: none">• 预计市值不低于200亿元• 最近一年净利润为正
	市值+净利润+收入	<ul style="list-style-type: none">• 预计市值不低于100亿元• 最近一年净利润为正• 最近一年营业收入不低于10亿元

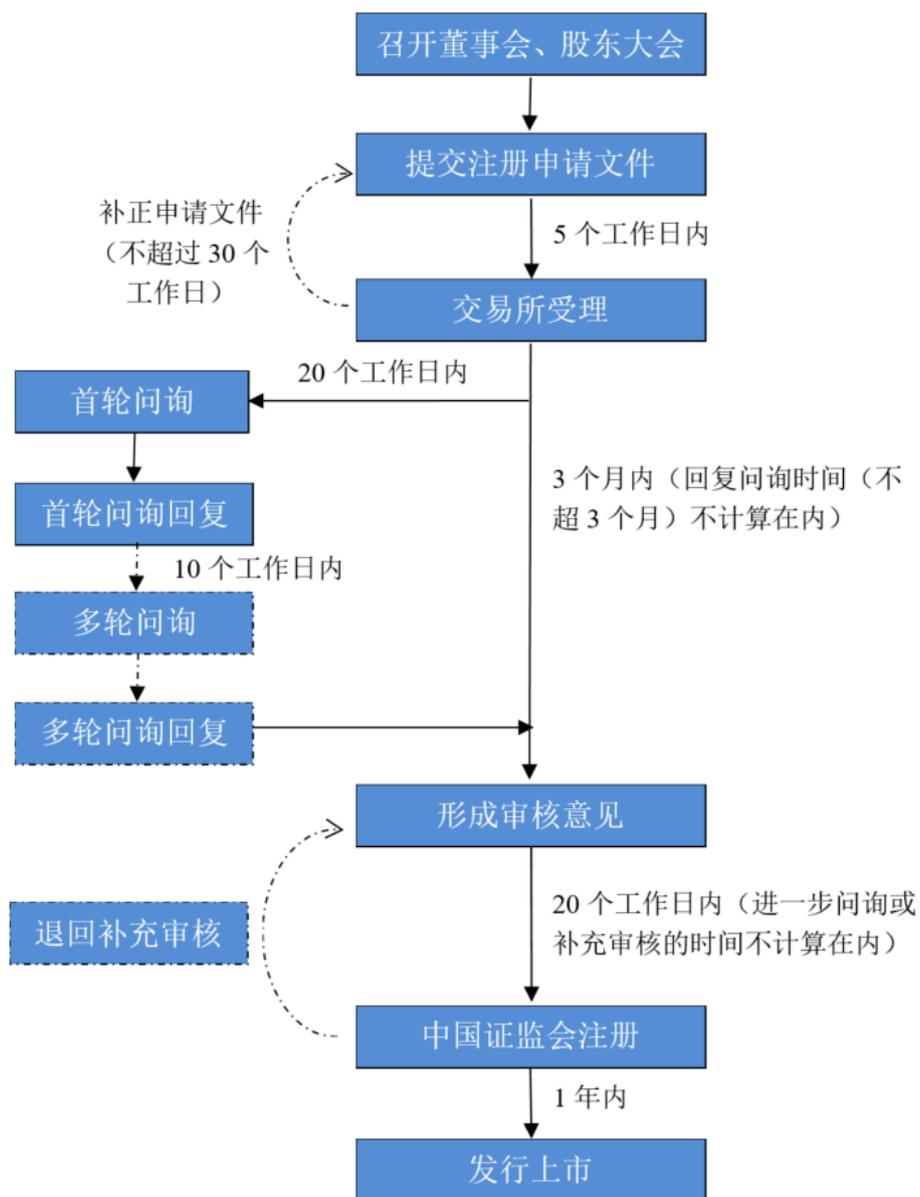
主板注册制改革后主板与其他板块在定位、发行条件、上市条件等若干方面的比较，请参见我们此前发布的《全面注册制系列解读之一：各板块发行上市核心要素变化》。

三、注册制主板 IPO 的审核注册程序

在核准制下，中国证监会依法受理主板 IPO 申请文件，由相关职能部门对申请文件进行初审，并由发行审核委员会进行审核，中国证监会依照法定条件对发行人的发行申请作出予以核准或不予核准的决定。而主板注册制将采取与科创板、创业板一致的审核注册程序，分为交易所审核、证监会注册两个环节，由交易所对发行人是否符合发行条件、上市条件，是否符合信息披露要求等进行实质判断，形成审核意见，后由中国证监会依法履行发行注册程序。

注册制的全面推行将进一步明晰中国证监会和交易所的职责分工，强化中国证监会对交易所审核工作的统筹协调和监督指导职能。在交易所审核环节，交易所收到注册申请文件之日起，中国证监会将同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位；在审核过程中，交易所如发现在审项目涉及重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，应及时向中国证监会请示报告，中国证监会及时明确意见。在注册环节，中国证监会发现发行人存在影响发行条件的新增事项的，可以要求交易所进一步问询并就新增事项形成审核意见；中国证监会认为交易所对新增事项的审核意见依据明显不充分，可以退回交易所补充审核。

主板注册制的审核注册流程和相应时限的图示如下：



四、 注册制主板 IPO 规则的其他主要变化

1、信息披露

对于 IPO 信息披露，主板注册制贯彻改革理念，明确要求发行人必须保证信息披露的内容真实、准确、完整，且无论规则是否明确规定，凡是对投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，发行人均应当充分披露。即，注册制强调信息披露以投资者需求为导向，基于板块定位，结合所属行业及发展趋势，充分披露业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策、财务状况分析等相关信息，精准清晰充分地披露可能对公司经营业绩、核心竞争力、业务稳定性以及未来发展产生重大不利影响的各种风险因素；存在特别表决权股份的企业，应当在招股

说明书中披露并特别提示相关情况和风险。

中国证监会已依法制定招股说明书内容与格式准则等信息披露规则草稿并向社会公开征求意见，对相关信息披露文件的内容、格式、编制要求、披露形式等作出规定。关于招股书内容与格式准则的修订情况及解读详见我们后续推出的专题文章。

2、发行承销及定价

主板注册制的发行承销制度改革按照市场化、法治化的方向，充分借鉴科创板、创业板试点注册制的经验，对主板新股发行价格、规模等不设任何行政性限制，全面实行以市场化询价方式定价为主体，以直接定价为补充的定价机制，进一步完善以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售机制。

五、 主板注册制改革的老衔接

依照中国证监会于 2023 年 2 月 1 日发布的《关于全面实行股票发行注册制前后相关行政许可事项过渡期安排的通知》及交易所发布的相关通知，中国证监会及交易所对主板注册制改革过渡期的 IPO 申报及审核工作的新老衔接作出了安排，简言之，中国证监会在审企业需向交易所重新申报，具体安排如下：

1、全面实行注册制相关制度征求意见稿发布之日前申请 IPO 并在主板上市的企业，全面实行注册制后不符合注册制财务条件的，可适用原核准制财务条件，但其他方面仍须符合注册制发行上市条件。

2、全面注册制相关制度征求意见稿发布之后相关情形的处理如下：

申报/审核状态	处理方式
首次申报	中国证监会继续接收主板 IPO 申请并正常推进审核
已通过中国证监会发审委审核并取得核准批文	发行承销工作按照现行相关规定执行
已通过中国证监会发审委审核未取得核准批文	发行人可选择如下（1）或（2）： （1）向中国证监会提交申请，明确选择继续在全面实行注册制前推进行政许可程序，并按照现行规定启动发行承销工作； （2）选择申请停止推进行政许可程序，在全面实行注册制后，向交易所申报，履行发行上市审核、注册程序后，按照改革后的制度启动发行承销工作。

3、全面注册制主要规则发布之后，中国证监会终止主板在审企业 IPO 的审核，并将相关在审企业的审核顺序和审核资料转交易所。

4、全面实行注册制主要规则发布之日起 10 个工作日内

- 交易所仅受理中国证监会主板在审企业的 IPO 申请，由交易所按照中国证监会在审企业顺序安排发行审核工作。主板在审企业未在前述 10 个工作日内申报的，视为新申报企业。主板在审企业应按全面实行注册制相关规定制作申请文件并向交易所提交发行上市注册申请，已向中国证监会提交反馈意见回复的可以将反馈意见回复作为申请文件一并报交易所。不同审核阶段的在审企业的具体安排如下：

审核阶段	处理方式
已通过中国证监会初审会但尚未经发审委审核通过	交易所将依据中国证监会的受理顺序和审核成果接续审核，在初审会意见落实后安排审核会议和上市委员会会议审议。
中国证监会已反馈意见但尚未召开初审会	交易所根据中国证监会的受理顺序和审核成果，继续推进发行上市审核工作
中国证监会已受理但尚未出具反馈意见	交易所自全面实行注册制主要规则发布之日起 10 个工作日后 的 20 个工作日内发出首轮问询

- 主板在审企业在上述期限内提交申请时，财务资料有效期可延长 3 个月，即交易所在受理环节，要求主板首发在审企业招股说明书中引用的财务报表应在 9 个月有效期内。
- 处于中止状态的主板在审企业，在上述 10 个工作日内向交易所提交申请并被受理，中止情形尚未消除的，交易所按相关规定继续中止。中止情形已消除的，发行人及其保荐人、证券服务机构应当及时告知交易所，经审核确认，恢复对其发行上市审核。

5、全面实行注册制主要规则发布之日起 10 个工作日后，交易所开始受理主板新申报企业的 IPO 申请。

在目前的过渡期间，就拟首次申报主板 IPO 的企业，其是选择向中国证监会提交申请还是待全面注册制新规生效 10 日后直接向交易所申请，将是该等企业需首要考虑的问题。就主板已通过中国证监会发审委审核但未取得核准批文的企业，其是选择向中国证监会提交申请，明确选择继续按照现行规定启动发行承销工作，还是选择申请停止推进目前行政许可程序，在全面实行注册制后再向交易所申请审核及注册程序，也需要企业考虑决策。

六、 结语

中国资本市场股票发行注册制改革历经 2019 年科创板注册制试点、2020 年创业板注册制改革、2021 年北交所成立并试点注册制，直至本次主板实施注册制，股票发行全面注册制即将落地。我们相信，本次全面注册制改革一定是中国资本市场最重要的里程碑之一。本次全面注册制改革的相关征求意见稿时限为半个月，相信相关规则及配套制度将很快落地实施，也期待中国资本市场随着全面注册制的实施而续写崭新的篇章。