

上交所发行上市审核动态

2025 年第 3 期（总第 28 期）

审核概况	2
政策快讯	3
监管扫描	5
自律监管实施概况	5
监管案例通报	5
现场督导及现场检查情况	6
发行承销监管	11
问题解答	12
废料管理及销售有关核查要求	12
再融资董事会决议确定部分发行对象的注意事项	13
案例分析	15
关于股权激励股份转换的案例分析	15

地址：上海市浦东新区杨高南路 388 号

Email: shzx@sse.com.cn

编 者 按

为持续加强上交所主板和科创板建设,便于市场参与主体及时了解发行上市审核监管工作动态,进一步提升发行人信息披露质量和中介机构执业质量,更好地做好发行上市申报工作,本所定期发布《上交所发行上市审核动态》,供中介机构工作中参考。

《上交所发行上市审核动态》立足于回应市场关切,解决具体问题,明确政策和监管要求,在内容编制上包括审核总体情况、重要法规政策解读、监管要求和案例等,同时将审核实践中总结的具有共性和代表性的审核关注重点问题以及典型个案进行评析后反馈市场。审核动态内容根据市场需求,不定期调整完善。

如有任何疑问或完善建议,可通过电子邮件等方式与本所联系, Email: shzx@sse.com.cn。

一、IPO 审核概况

2025 年 3-4 月，本所共受理 2 家企业的首发申请；共召开上市委会议 4 次，审议通过 4 家；注册生效 6 家。

二、发行承销概况

2025 年 3-4 月，本所共首发上市 8 家，总募资额 79.52 亿元。

三、再融资审核概况

2025 年 3-4 月，本所共受理 26 家企业的再融资申请，其中 21 家为非公开发行股票，5 家为公开发行可转债；审议通过 15 家，注册生效 13 家。

四、并购重组审核概况

2025 年 3-4 月，本所共受理 7 家企业的并购重组申请，召开重组委会议 3 次，审议通过 3 家，注册生效 2 家。

一、《关于修改部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货规范性文件的决定》发布

2025年3月28日，为贯彻落实新《公司法》，中国证监会发布《关于修改部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货规范性文件的决定》，对88件规章、规范性文件进行集中修改、废止，自公布之日起施行。集中修改、废止的主要内容包括：一是删除有关上市公司监事会、监事的规定。二是调整《上市公司治理准则》《上市公司股权激励管理办法》等规则中有关公司治理的规定，调整《上市公司收购管理办法》等规则中有关独立董事的规定。三是废止《上市公司监管指引第1号——上市公司实施重大资产重组后存在未弥补亏损情形的监管要求》《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》。前期，中国证监会已经发布了有关上市公司等主体内部监督机构调整的过渡期安排，相关主体根据本次发布的制度规则，结合自身情况，在2026年1月1日前调整到位即可。

二、《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》修订印发

为进一步加强会计师事务所从事证券服务业务监督管理，规范会计师事务所从事证券服务业务备案行为，财政部、中国证监会修订印发了《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》，自2025年4月14日起施行。修订的主要内容包括：一是完善备

案要求，加强对执业质量的关注引导。优化首次备案要求，提出会计师事务所从事证券服务业务首次备案的有关要求，引导会计师事务所加强一体化管理和质量管理，提升职业责任风险承担能力，强化信用约束。二是完善管理闭环，加强对会计师事务所从事证券服务业务的全流程监管。完善重大事项备案、年度备案要求，在首次备案基础上关注会计师事务所是否持续符合备案要求，增加注销、整改等管理流程，实现进出有序，并通过联合核验等方式提升监管有效性。三是加强同《中华人民共和国注册会计师法》《中华人民共和国证券法》以及《会计师事务所执业许可和监督管理办法》（财政部令第97号）、《会计师事务所从事证券服务业务信息披露规定》（财会〔2023〕10号）等的衔接协调，对有关备案信息填报流程、备案材料模板以及文字表述等作了修改完善。

一、自律监管实施概况

2025 年 3-4 月，本所共针对 9 家 IPO 项目中的发行人信息披露问题、中介机构执业质量问题，采取纪律处分 8 次（一定期限内不接受申请文件、公开认定不适格人选、公开谴责、通报批评）、监管措施 23 次（监管警示、口头警示），涉及发行人 7 家次及相关责任人 9 人次、保荐机构 7 家次及保荐代表人 14 人次、会计师事务所 8 家次及签字会计师 18 人次、律师事务所 3 家次及签字律师 8 人次。

二、监管案例通报

案例 1：未说明个别经销商和供应商由同一自然人控制的情况，研发内控实际情况与申报文件中陈述不符

根据申报文件，发行人 A 公司存在品牌授权业务模式，该模式下供应商使用发行人品牌并支付品牌授权费用，产品直接向经销商销售。报告期内，B 公司是发行人前五大经销商，C 公司是品牌授权业务模式前五大供应商，B 公司存在向 C 公司采购发行人相关产品的情况。现场检查发现，B 公司与 C 公司受同一自然人控制，本所前期已对前述情况进行针对性问询，发行人在问询回复中未予以充分说明。同时，根据申报文件，发行人直接材料投入占研发费用比例较高，已建立完整有效的内部控制体系。现场检查发现，发行人未对研发物料领用进行登记管理，无法提供研发物料去向情况，研发管理制度缺少对研发物料的管理要求，

与申报文件有关内容存在差异。中介机构对上述情况未予以充分关注及审慎核查。

本所对发行人及相关责任人、保荐代表人、签字会计师予以监管警示，对保荐机构及申报会计师予以口头警示。

案例 2：废料销售相关内部控制整改不充分，部分事项会计处理不规范，相关信息披露不准确

申报文件显示，发行人 D 公司存在通过个人卡收取废料销售款的情况，已在申报前进行全面整改。现场检查发现，D 公司废料销售内部控制部分关键节点仍缺乏有效控制。一是废料拆卸记录和废料入库记录对废料量的统计口径不一致，个别月份存在单位废料重量异常的情况；二是废料销售价格缺乏支持性文件；三是销售出库过磅单未连续编号，出库数量的完整性无法得到有效保证。同时，D 公司还存在收入确认跨期、研发费用归集不准确等会计处理不规范情况，导致相关信息披露不准确。中介机构未审慎关注发行人内部控制相关异常情况，未督促发行人进行充分整改，未对会计处理规范性予以充分核查，履行专业职责不到位。

本所对发行人、保荐代表人、签字会计师予以监管警示，对保荐机构及申报会计师予以口头警示。

三、现场督导及现场检查情况

（一）督导检查概况

2025 年 3-4 月，本所有 1 家科创板首发项目被随机抽取为现场检查对象。

（二）现场督导案例

经销模式是企业销售活动的一种重要业务模式，也是发行审核和尽职调查的重点关注领域。《监管规则适用指引——发行类第5号》对经销模式的核查内容和要求进行了明确规定。现场督导发现，部分保荐机构在开展经销模式核查时，存在未详细记录核查样本选取标准和过程、未结合发行人业务特点和核查风险执行走访及抽查监盘程序、开展进销存数据核对时未充分关注数据可靠性、终端销售核查有效性不足等问题，具体情况及相关案例如下。

1. 核查样本选取方面

根据《监管规则适用指引——发行类第5号》，针对经销模式核查，中介机构应制定核查计划，详细记录核查计划制定的过程、样本选取标准和选取过程，严禁人为随意调整样本选取，核查的样本量应能为得出核查结论提供合理基础。现场督导发现，部分保荐机构制定经销模式核查计划和选取核查样本时，存在未详细记录核查样本选取标准和过程、未充分说明样本选取有效性等问题。

案例1：该发行人各期经销收入占主营业务收入的比例约为70%，经销商数量较多且下游终端客户较为分散。现场督导发现，保荐机构在执行函证、经销商走访、经销商库存盘点和终端客户核查等程序时均采用了抽样核查方式，但未在工作底稿中记录相关核查样本的选取标准和过程，仅在备忘录载明穿透核查下游客户时“优先选择销售金额大且能够保证配合访谈、提供相关销售单据的客户”等内容，未充分说明核查样本选取的合理性、有效性。此外，保荐机构还提前向发行人发送经销模式核查方案并请其阅提意见，该核查方案包含各项核查程序中需要关注的异常情况以及对异常样本的处理方式等内容。

2.走访和库存监盘程序方面

根据《监管规则适用指引——发行类第5号》，针对经销模式核查，中介机构应实地走访所选取经销商及其终端客户，察看其主要经营场所，发行人产品在经营场所的库存状态，了解进销存情况；对经销商的期末库存进行抽查监盘，核实经销商期末库存真实性。现场督导发现，部分保荐机构未结合发行人经销商的业务特点和核查风险进行充分核查，执行物流核查、走访等程序的有效性不足。

案例2:该发行人与报告期内第一大经销商客户合作时间长、关系较为密切，该经销商通过深圳和香港地区的两个主体与发行人开展交易，其中香港地区的主体交易金额大、库存占比高。现场督导通过核对物流对账单发现，发行人与该经销商在香港地区共用仓库以及同一家仓储物流供应商，报告期内发行人对该经销商的货物交付主要是在同一仓库内进行移库。保荐机构在核查物流对账单时未关注到发行人与经销商共用仓库的情况，在执行经销商走访程序时仅走访了该经销商深圳地区的经营场所，未对其香港地区的期末库存进行实地抽查监盘，未充分核查双方共用仓库的情形下产品交付和货权转移是否清晰，未有效核实经销商对外销售实现情况。

3.经销商进销存数据核对方面

根据《监管规则适用指引——发行类第5号》，针对经销模式核查，中介机构应关注经销商一般备货周期，经销商进销存、退换货情况，备货周期是否与经销商进销存情况匹配，是否存在经销商压货，退换货率是否合理；应核查发行人与经销商相关的信息管理系统可靠性，经销商信息管理系统进销存情况，与发行人其他业务管理系统、财务系统、资金流水等数据是否匹配。现

场督导发现，部分保荐机构在执行经销商进销存数据核对程序时未充分关注数据的可靠性，未对进销存数据与发行人财务及业务记录、底稿中相关业务数据等不匹配的情况进行有效核验。

案例 3：该发行人报告期最后一年的经销收入大幅增长，与同行业变动趋势不一致，且经销收入的增长主要集中在个别主要经销商。保荐机构依据经销商提供的进销存数据对其库存周转速度及期末库存进行了分析，并发表了经销商采购发行人产品后对外销售情况良好的结论。现场督导发现，保荐机构未对经销商提供的进销存数据进行核验，相关数据可靠性存疑。根据发行人对经销商的管理制度，发行人要求经销商按月填报进销存明细数据，督导组取得的经销商原始月度报备明细表与保荐机构工作底稿中的进销存数据存在较大差异，各月度对外销售总量、存货总量、分型号终端客户销售数量均不一致。保荐机构工作底稿中的进销存数据系尽职调查期间通过发行人联系经销商取得的汇总数据，保荐机构未结合发行人业务管理的实际情况对该数据的可靠性进行必要核验，导致发表核查结论的底稿依据不充分。

案例 4：该发行人的经销收入占比较高，保荐机构通过取得部分主要经销商的对外销售数据、期末结存数据，核查经销商对外销售实现情况。现场督导发现，保荐机构获取的经销商对外销售数据、库存数据准确性不足。一是督导期间根据发行人对经销商的销售数据、经销商对外销售数据及期末结存数据测算得出经销商序时库存，其中约 80% 的样本经销商存在序时库存为负数的情况，但保荐机构未能提供合理解释和支持性证据；二是部分经销商提供的对外销售明细数据与其出具的对外销售说明文件记载的销售数量不一致，保荐机构未关注到经销商前后提供数据不一致的异常情况，未能说明基于前述资料核查经销商对外销售情

况是否有效。

4.终端销售核查方面

根据《监管规则适用指引——发行类第5号》，针对经销模式核查，中介机构应关注终端客户构成情况、发行人相关方与终端客户是否存在关联关系或其他利益安排等，并通过内部控制测试、实地走访、分析性复核、函证、抽查监盘、资金流水核查等核查程序或恰当的替代程序，确保能合理地对经销商最终销售的真实性发表明确意见。现场督导发现，部分保荐机构在开展终端销售核查时，未结合业务特点及风险对终端客户开展有效核查，未对终端客户相关信息的准确性采取必要的核验程序。

案例5：该发行人的产品主要通过经销模式销售给农户、农业合作社等终端客户，该产品单台价格较高，且政府补贴金额较高。发行人每台产品均具有唯一识别编码，可以通过业务系统完整追溯其生产、销售、申领补贴和后续运行记录，该产品在使用过程中由于强度较大通常需要定期保养维修，核查终端用户对产品的使用情况具有一定可行性。现场督导关注到，发行人所处行业中存在经销商以农户名义虚假购买产品骗取专项补贴款的情形。报告期最后一年发行人对外销售的产品中，整机工作时间较少、未见售后服务维修记录的产品占比超过20%，且较上一年度明显上升。现场督导发现，针对前述终端客户机器使用数据的异常，保荐机构主要抽取部分农户进行电话访谈、采取分析性程序进行合理性解释，未有效核实前述存在异常情况的终端用户是否实际购置并使用产品、所购置产品与申领补贴的产品是否一致。

案例6：该重组上市项目中，标的公司的经销收入占比较高，审核问询重点关注了标的公司重要经销商收入的终端客户构成及销售情况。现场督导发现，独立财务顾问对相关问询的回复内

容不准确，与底稿不一致。一是关于“经销商销售至生产商等终端客户收入”，底稿中部分经销商的访谈记录、销售数据等资料显示其下游客户实际为贸易商客户，但相关收入仍被作为销售至终端客户的收入进行统计；二是关于“获取下游客户销售情况的经销商销售收入”，底稿中大量经销商仅提供部分或个别销售明细，但保荐机构将对应经销商的全部收入纳入统计。

四、发行承销监管

（一）日常监管

2025 年 3-4 月，本所针对新股定价风险提示等相关问题，发送风险提示函 8 份。

（二）专项检查

2025 年 3-4 月，本所开展 1 轮发行承销专项检查，针对报价不规范、不专业等问题，共采取监管警示 2 次、口头警示 3 次、发送监管工作函 1 份。

问题 1 【废料管理及销售有关核查要求】 针对废料产生、管理及销售相关风险，中介机构核查应当重点关注哪些方面？

生产型制造企业在生产及研发环节通常会产生部分不良品或废料，企业根据实际情况将其投入再生产或对外销售。针对企业产出废料数量较大或销售废料金额较多的情形，中介机构在尽职调查过程中，应当重点关注以下问题：

一是关注废料管理相关的内部流程，评估内部控制的有效性。企业应当建立健全与废料管理相关的内部控制制度，具体包括产生分类、出入库、储存、对外销售等环节。在废料的产生环节，应当关注废料产生来源、划分标准、形态差异、处理方式，关注废料管理涉及的业务数据与财务数据是否一致，废料率及变动情况是否匹配企业业务模式、行业特征等；在废料的流转及库存管理环节，关注废料的存放状况，流转方式、频率以及企业是否留存废料流转的主要单据；在废料销售环节，关注废料的销售审批程序、销售定价程序、结算方式等。如涉及使用个人卡、现金收付等财务内控不规范情形，中介机构应当结合使用个人卡、现金收付的原因、资金性质、收款资金流向等充分核查，判断是否影响发行人财务内控健全有效，并关注发行人在首次申报审计截止日后是否仍然存在相关问题，相关整改是否有效到位。

二是关注废料销售核算的规范性。关于销售核算准确性，中介机构在查阅交易合同、询价资料的基础上，可以通过公开市场价格、区域市场价格或同类废料历史销售价格参考比较，说明废

料销售定价是否公允，存在显著差异的，应当采取进一步核查措施。关于收入确认完整性，关注是否存在其他体外销售废料或第三方代收废料款的情形，核查方式包括投入产出率分析、资金流水核查等。此外，关注废料客户是否存在异常情形，譬如成立时间短、缺乏废料处理资质；废料客户仅为发行人服务或同时为发行人主要供应商；主要废料回收商与发行人及其关联方、发行人员工或前员工等是否存在关联关系、其他交易或资金利益往来等。

三是关注废料成本会计核算的准确性。针对生产再投入及对外销售的废料，关注废料与产成品成本的分摊方法、废料成本确认的来源依据，以及相关会计处理是否符合行业惯例和《企业会计准则》的相关规定。此外，企业废料成本核算应当保持一致性，报告期内核算方式发生变动的，应当充分说明原因及依据。同时，中介机构应当结合期末废料库存变动情况分析核算方式对企业成本的影响，关注企业是否存在利用废料核算调节成本的情形。

问题 2 【再融资董事会决议确定部分发行对象的注意事项】
上市公司申请向特定对象发行证券，董事会决议提前确定部分发行对象的，有何注意事项？

答：根据《上市公司证券发行注册管理办法（2025 年修正）》第五十七条、第五十八条和第六十一条、《上海证券交易所上市公司证券发行与承销业务实施细则（2025 年修订）》第三十四条、第五十六条等规定，上市公司拟向特定对象发行证券，董事会决议应当特别注意以下事项：

一是向特定对象发行股票，董事会决议可以提前确定部分发行对象，发行价格应通过竞价方式产生，提前确定的发行对象不得参与竞价，但应当接受竞价结果。如果通过竞价方式未能产生

发行价格的，董事会决议要明确提前确定的发行对象是否继续参与认购、价格确定原则及认购数量。

二是向特定对象发行可转债，董事会决议不能提前确定发行对象，发行对象和利率应当采用竞价方式确定。董事会决议应当确定本次发行对象的范围、资格和依据以及转股价格、利率确定原则，并经股东会作出决议。

保荐机构和发行人律师应对上述事项进行核查，并发表明确意见。

关于股权激励股份转换的案例分析

【案例背景】

发行人成立于 2018 年，其唯一子公司 E 公司于 2019 年 7 月份和发行人、员工持股平台签署了增资协议和《股权激励方案》约定：（1）此次股权激励方案采用间接持股的方式，由持股主体与普通合伙人共同出资设立持股平台，持股平台直接持有 E 公司股权，受激励对象按照出资比例共同享有持股平台的财产份额。

（2）持股平台将采取增资的方式取得 E 公司股权，本次拟取得股权占增资后 E 公司股权的 4%。（3）因发行人主要资产为其持有的 E 公司股权，故 E 公司的公允价值根据发行人的评估报告文件为基础计算。（4）发行人后续进行股改时，持股平台所持 E 公司股权转换为发行人股权。该次授予员工股份按照相关规定分期确认了股份支付费用。发行人于 2021 年 4 月对上述股权激励进行了上翻，完成后持股平台合计持有发行人 3.99% 的股权，按照评估报告对发行人和 E 公司的评估价值，该部分股权在上翻前后价值基本一致。发行人认为本次股权上翻不构成对员工股权激励，不涉及股份支付。

【相关规则】

1. 《企业会计准则第 11 号——股份支付》
2. 《企业会计准则第 9 号——职工薪酬》
3. 《监管规则适用指引——会计类第 3 号》
4. 《监管规则适用指引——发行类第 5 号》

【案例解析】

本案中，主要从以下方面考虑：一是关于股权上翻是否构成新的股权激励或对原股权激励的修改。从交易过程来看，E公司2019年《股权激励方案》明确约定，发行人后续进行股改时，持股平台所持E公司股权转换为发行人股权，且明确了转换比例、等待期等关键条款。2021年股权上翻时，未对股权激励方案进行修改，行权时间、价格、条件等关键因素均按照原定方案执行，实质上是原股权激励方案的延续。二是上翻前后对应股权的公允价值不存在显著差异。发行人在执行股权上翻时，以2020年12月31日为评估时点对母子公司进行了评估。截至评估时点，母公司主要资产为对子公司的长期股权投资和收到的政府补助，未实际开展生产经营。E公司作为发行人唯一生产经营主体，采用市场法估值，母公司整体估值是建立在对E公司长期股权投资公允价值衡量的基础上。发行人报表显示，其在报告期内均未开展具体生产经营，母子公司评估公允价值差异不大具有一定合理性。

综合上述分析，发行人未对股权激励股份上翻行为补充计提股份支付费用具有一定合理性。