

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

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

并购优塾 编著

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)

封面设计 周黎明

## IPO 监管雷区

IPO JIANGUAN LEIQU

编著/并购优塾

经销/新华书店

印刷/三河市国英印务有限公司

开本/710 毫米×1000 毫米 16 开

版次/2018 年 6 月第 1 版

印张/24 字数/236 千

2018 年 6 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 9081 - 8

定价: 79.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 66026508

传真: 66031119

编辑部电话: 66071862

邮购部电话: 66033288

(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，即便是久经沙场的执业者，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

# 目 录

## 第一部分 持续盈利能力

- 一、品恩科技：业务结构变化 + 依赖大客户 + 会计处理不规范 ..... 2
  - 1. 为军队服务的软件公司 / 4
  - 2. 三大主营业务，哪个是核心？ / 5
  - 3. 雷区一：严重依赖大客户 / 7
  - 4. 雷区二：会计规范性——谜之人工成本 / 10
  - 5. 雷区三：会计规范性——谜之应收账款 / 12
- 二、绩丰岩土：项目获取能力存疑 + 业务结构不明 + 应收账款过多 ..... 16
  - 1. 绩丰岩土是做什么的？ / 18
  - 2. 雷区一：工程类公司如何拿项目？ / 19
  - 3. 雷区二：做项目的，能不能一直有活儿干？ / 20
  - 4. 雷区三：经营模式又出了什么问题？ / 22
  - 5. 雷区四：营收和应收数据有何疑点？ / 24
- 三、时代院线：行业整体增速放缓 + 经营业绩下滑 ..... 28
  - 1. 院线都是怎么玩的？ / 30
  - 2. 什么是加盟影院模式？ / 31
  - 3. 雷区一：加盟影院模式出了什么问题？ / 32

4. 雷区二：电影行业整体放缓，引起监管层的担忧 / 34
  5. 雷区三：行业增速跳水，自身经营业绩也没挺住 / 36
  6. 雷区四：监管层咬住持续盈利能力的问题不松口 / 39
- 四、和宏实业：依赖苹果公司授权 + 内控制度不健全 ..... 42
1. 苹果背后的男人 / 44
  2. 雷区一：内控管理上的“小纰漏”，真是被否原因？ / 45
  3. 雷区二：一个小纰漏，何以引起“蝴蝶效应”？ / 46
  4. 雷区三：蝴蝶效应——未完成订单和存货怎么办？ / 48
  5. 雷区四：蝴蝶效应——募投项目成了泡影 / 50
  6. 雷区五：蝴蝶效应——采购难道也要苹果批准？ / 51
  7. 靠苹果吃饭，吃得不踏实 / 52
- 五、华光新材：业绩下滑 + 产品可能被替代 + 毛利率偏高 ..... 54
1. 雷区一：经营业绩连续下滑，原因何在？ / 56
  2. 雷区二：主要产品存在被替代风险，怎么保证持续盈利？ / 58
  3. 雷区三：库存数据出现异常，怎么解释？ / 59
  4. 雷区四：为什么对不同客户的销售毛利率会有差异？ / 60
  5. 雷区五：毛利率偏高，是否有合理解释？ / 62
- 六、锦和商业：土地使用权及用途不合规 + 房屋产权瑕疵 ..... 64
1. 锦和商业是做什么的？ / 66
  2. 雷区一：土地使用权有哪些取得方式？ / 67
  3. 雷区二：土地使用权和土地用途出了哪些问题？ / 68
  4. 雷区三：房屋和物业又出了什么问题？ / 71
- 七、威士顿：客户集中度过高 + 毛利率畸高 + 预收款项波动大 + 股份支付价格公允性 ..... 74
1. 雷区一：客户集中与客户依赖 / 76
  2. 雷区二：威士顿是如何依赖的？ / 78
  3. 雷区三：高毛利率能不能持续？ / 83
  4. 雷区四：销售数据真实吗？ / 87

八、国策环保：净利润数据存疑 + 未缴纳公积金 + 会计核算不规范 + 会计挪用公款 .....	92
1. 国策环保是怎么环保的? / 94	
2. IPO 的硬性要求是什么? / 95	
3. 雷区一：净利润有什么疑点? / 97	
4. 雷区二：员工福利，公积金要交吗? / 101	
5. 雷区三：公积金出了什么问题? / 102	
九、西点药业：核心产品专利权瑕疵 + 经销商数量波动 + 毛利率畸高 .....	106
1. 专利权会出现哪些问题? / 108	
2. 雷区一：西点怎么取得专利? / 109	
3. 雷区二：西点的专利权问题 / 111	
4. 倒在专利权上的，还有那些人? / 115	

## 第二部分 会计核算

一、信诺传播：会计调整不合规 + 持续盈利能力不足 + 员工社保未正常交纳 .....	118
1. 活动策划类的业务，收入怎么确认? / 120	
2. 主动请缨进行会计调整，到底是出了什么问题? / 121	
3. 雷区一：会计基础不规范，到底错在哪? / 122	
4. 雷区二：订单驱动的销售模式，是否能保持持续盈利能力? / 125	
5. 雷区三：五险一金有没有正常缴纳? / 126	
二、科维节能：加速计提折旧 + 依赖下游行业 + 违约项目过多 .....	130
1. 节能管理怎么玩? / 132	
2. 雷区一：为何要采取加速折旧计提方式? / 134	
3. 雷区二：以人为本、依赖下游，怎么保证核心竞争力? / 136	
4. 雷区三：为什么会有这么多的违约项目? / 138	



- 三、元利科技：固定资产减值不合规 + 毛利率偏高 + 环保问题 ..... 140
1. 元利科技的生产状况如何? / 142
  2. 雷区一：固定资产减值 75 万元，也要被管? / 142
  3. 雷区二：生产线事故，也会成为死穴? / 143
  4. 雷区三：监管层，分分钟教你做人 / 145
  5. 雷区四：毛利和毛利率偏高，有什么问题? / 147
  6. 雷区五：环保问题，一定要注意! / 149

## 第三部分 规范运行

- 一、圣华曦：销售方式不合规 + 持续盈利能力 + 内控问题 ..... 154
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 / 156
  2. 雷区二：内控制度不过关，产品质量和安全问题未充分披露 / 159
  3. 雷区三：销售模式合规性存疑 / 163
- 二、丸美生物：经销模式不合规 + 信息披露不全 ..... 170
1. 雷区一：经销模式为什么被监管层揪住不放? / 172
  2. 雷区二：为何要对经销模式“模糊化处理”，是否有难言之隐? / 174
  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? / 175
  4. 雷区四：质量问题为何不披露? / 176
- 三、诺特健康：销售方式不合规 + 收款方式不合规 ..... 180
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? / 182
  2. 上千块的减肥套餐，你们体验过吗? / 183
  3. 雷区一：减肥生意能做多大? / 185
  4. 雷区二：减肥第一股梦碎为何? / 187
- 四、普元信息：采购过程不合规 + 销售费用过高 ..... 196
1. 节能管理怎么操作? / 198
  2. IT 企业的采购、销售模式怎么操作? / 198
  3. 雷区一：藕断丝连，这样的采购合规吗? / 199

4. 雷区二：采购模式不搞清楚，别想 IPO！ / 200
  5. 雷区三：销售费用这么高，这样正常吗？ / 201
- 五、京博农化：股权代持 + 贷款受托支付 + 经销商真实性 ..... 206
1. 京博农化的前世今生 / 208
  2. 股权代持是什么？ / 210
  3. 雷区一：为什么抓住股权问题？ / 211
  4. 雷区二：为什么要采用受托支付？ / 213
  5. 雷区三：又是经销商，这次问题出在哪？ / 214
- 六、百合医疗：控股权代持 + 大股东出资来源有问题 + 会计处理不合规 ..... 218
1. 雷区一：控股权都搞代持？ / 220
  2. 雷区二：实控人出资来源合法吗？ / 223
  3. 雷区三：厂房改造、车间装修的会计处理合规吗？ / 225
- 七、双环电子：大股东拆借资金 + 与大客户关联交易嫌疑 ..... 228
1. 雷区一：关联方拆借资金，怎么回事？ / 230
  2. 雷区二：拆借资金之后，如何偿还？ / 232
  3. 雷区三：是否与大客户存在关联交易？ / 233
- 八、欧维姆：国有股权转让不合规 + 向大股东出借合同贷款 + 多开票据融资 ..... 236
1. 背景不凡的工科男 / 238
  2. 雷区一：国有股权转让合规吗？ / 240
  3. 雷区二：大股东为何用别人的合同贷款？ / 242
  4. 雷区三：票据融资有风险吗？ / 243
- 九、巅峰智业：项目未履行招投标 + 资质不足违规承接项目 ..... 246
1. 巅峰智业是做什么的？ / 248
  2. 雷区一：招投标是怎么操作的？ / 249
  3. 雷区二：未完成项目出了什么问题？ / 250
  4. 雷区三：竞标补偿是什么？ / 252

5. 雷区四：资质问题又出了什么问题？ / 253
- 十、金枪新材：会计差错调整不合规 + 未继续取得高新技术认证 ..... 260
1. 企业合并是什么？ / 262
  2. 收购迪马算是合并吗？ / 263
  3. 雷区一：股权支付怎么会有会计差错？ / 265
  4. 雷区二：高新技术认证出了什么问题？ / 267
- 十一、仲景食品：个人账户收付款 + 多项财务数据异常 + 食品安全疑点  
+ 大股东曾减持未披露 ..... 272
1. 用个人账户收款合规吗？ / 274
  2. 踩红线了怎么办？ / 275
  3. 雷区一：采购和收款内控合规吗？ / 276
  4. 雷区二：财务数据出现哪些问题？ / 278
  5. 雷区三：存货和毛利率双双突破新高 / 280
- 十二、润弘制药：学术推广与商业贿赂疑点 + 药品质量问题 + 核心产品  
被纳入监控目录 + 经销商数量波动 + 股权转让不合规 ..... 284
1. 药品生产采购销售都有什么要求？ / 286
  2. 润弘制药的采购销售是怎么操作的？ / 287
  3. 雷区一：学术推广 / 289
  4. 雷区二：药品质量出什么问题了？ / 291
  5. 雷区三：“顶梁柱”多次被质疑？ / 294
  6. 雷区四：经销商变动这么大是什么情况？ / 297

## 第四部分 独立性

- 南航传媒：关联交易 + 募投项目可行性存疑 ..... 302
1. 南航传媒，具体做什么的？ / 304
  2. 特许权如何估值？ / 305
  3. 雷区一：关联交易定价，是否公允？ / 306

4. 雷区二：关联交易多又大，让人操心 / 309
5. 雷区三：募投项目具有可行性吗？ / 310

## 第五部分 信息披露

- 一、港通医疗：信息披露不全 + 应收账款较多 ..... 316
  1. 港通医疗是做什么的？ / 318
  2. 雷区一：关联方被质疑，少披露了哪些信息？ / 319
  3. 雷区二：应收账款这么多，要怎么处理？ / 321
- 二、永德吉：采购产销数据不匹配 + 境外销售真实性存疑 + 大客户出现  
重大变动 ..... 326
  1. 雷区一：客户依赖严重，信息披露遗漏 / 328
  2. 雷区二：采购与产销量增幅不匹配 / 330
  3. 雷区三：境外销售的真实性是出口企业的要害 / 334
- 三、宝兰德：营收增长畸高 + 销售数据真实性存疑 + 收入确认方法不合  
规 + 业务结构出现变化 ..... 336
  1. 以代理销售模式为主的销售模式 / 338
  2. 雷区一：“卖服务”比“卖产品”增速快，收入增长存疑 / 339
  3. 雷区二：市场竞争激烈，核心竞争力不凸显 / 341
  4. 雷区三：收入确认方法不合规 / 343
  5. 雷区四：代理销售的真实性存疑 / 344
- 四、三锋股份：境外销售真实性存疑 + 业绩大幅波动 + 关联方资金拆借 ..... 346
  1. 三锋股份是怎么做出口的？ / 348
  2. ODM、OBM、OEM 分别是什么？ / 348
  3. 雷区一：出口模式上的疑点？ / 349
  4. 雷区二：业绩的持续性 / 352
  5. 雷区三：经销模式的问题 / 354
  6. 三大模式哪家强？ / 355

五、步科股份：第三方回款 + 业务分类标准不明 + 出口数据疑点 + 销售价格公允性 .....	360
1. 什么是第三方回款? /	362
2. 步科股份是做什么的? /	363
3. 这些产品是如何销售的? /	364
4. 雷区一：公司规模 /	365
5. 雷区二：四个产品的分类问题 /	368
6. 雷区三：第三方回款是个大隐患 /	370
7. 雷区四：销售模式的问题 /	371

# 第一部分 持续盈利能力

# 业务结构变化 + 依赖 大客户 + 会计处理不规范

## 一、品恩科技<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup>本文关于品恩科技的数据来源于《北京品恩科技股份有限公司创业板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，详见中国证监会网站。

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。



## 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。