

读懂上市公司报告——招股说明书之三掌握发行人核心竞争力

来源：深交所

一、了解发行人的业务与技术应关注哪些方面？

答：业务与技术章节是招股说明书的重要组成部分，是对发行人所处行业情况、具体从事的业务、行业竞争情况、研发与技术情况的总体介绍，不同上市板块对该章节的要求存在细微差异，但都要求发行人对其业务和技术内容进行详细描述，以帮助投资者理解分析发行人的投资价值。一般而言，对发行人的业务与技术可从三个方面加以了解，即业务内容、竞争格局、业务地位。

业务内容方面主要包括对发行人主营业务、主要产品或服务的情况介绍，投资者可以了解发行人“卖什么东西”“卖了多少”“怎么卖”“怎么组织生产”“怎么购买原材料”等方面的内容。投资者可重点关注发行人经营模式中具有独特性、创新内容和持续创新机制的内容，这可能构成发行人核心竞争优势。

竞争格局方面主要包括对发行人所处行业的基本情况、竞争情况、发行人自身的经营优势与劣势、与同行业可比公司经营情况比较的介绍。投资者可重点关注发行人所处行业的基本情况、竞争情况、发行人自身的经营优势与劣势、发行人相对于同行业可比公司的经营情况等，并分析发行人在所属行业竞争中所处地位，结合行业发展趋势解读发行人面临的机遇与挑战。

业务地位方面主要包括对发行人销售客户和采购供应商情况的介绍，从发行人的客户与供应商的情况入手，可以有效判断发行人的产品或服务在行业上下游中的受认可程度，借助业内的选择，具象化理解发行人在产品及服务上是否具有竞争力。在该部分，投资者可重点关注报告期各期对主要客户的销售情况，尤其是其中单一客户依赖的情况、销售占比变动较大的情况、经销合理性情况、境外销售等情况，关注其销售的构成、客户的规模，客户集中度，客户知名度等，有助于分析其销售业务稳定性，是判断能否构成稳定收入来源的重要依据。此外，可重点关注报告期各期主要供应商的采购情况，尤其是其中单一供应商依赖的情况、采购占比变动较大的情况、外协加工的情况等。发行人的采购及供应商的规模、集中度、行业分布体现了发行人采购来源的稳定性，是判断能否保证稳定生产的重要依据。

二、发行人行业划分的一般依据是什么？

答：中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修正），以及由国家质检总局、国家标准委发布的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）是发行人进行行业划分的一般依据。《战略性新兴产业分类（2018）》《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016 版）等文件也可以作为划分行业的参考。

三、发行人是否可以从事多种主营业务？

答：主营业务是指企业为完成其经营目标而从事的日常活动中的主要活动，是企业收入的主要来源。创业板注册制改革前，从《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》到《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，均要求发行人“主要经营一种业务”，这也是中国证监会对创业板上市企业的特殊要求，创业板注册制改革后，《创业板首次公开发行股票注册管理办法》已删除了关于“发行人主要经营一种业务”的相关描述，创业板不再要求发行人“主要经营一种业务”。

四、如何了解和分析发行人的商业模式？

答：对发行人商业模式的了解和分析一般从三个方面入手，即采购模式、生产模式和销售模式。

采购模式是指发行人在采购中运用的方法和形式的总称，一般解决“怎么买”的问题。常见的采购方式包括招标采购、非招标采购（包括询价、比价、议价等方式）和集中采购。发行人对采购方式的选择，一般与发行人所处行业、发行人市场地位以及发行人的生产能力和管理能力相关。发行人的采购流程是否具有合理性是相对重要的关注点。同时，若发行人存在采购外协加工的情况，一般需要重点关注发行人外协加工的理由是否具有商业合理性，结合发行人自身的生产能力进行分析。

生产模式是指发行人经营管理、生产组织和技术系统的形态和运作方式，受所处行业、下游客户特点等因素影响，发行人会选择不同的生产模式。“以销定产（按需生产）”是比较常见的生产模式，即一方面对商品的数量、品种、规格、质量、包装等要按照市场的需要来安排生产，另一方面还要瞻前顾后、统筹安排，长远规划，使生产能适应市场需要的发展变化。与之相对的，“以产定销”是指企业在编制销售计划时，先确定生产指标，然后再根据生产指标编制销售计划的营销模式。两种经营模式不存在优劣之分，投资者应当充分考虑行业特点并与同行业公司比较后自主判断发行人商业模式的合理性。

销售模式指的是把商品通过某种方式或手段，送达至消费者的方式，完成“制造→流转

→消费者→售后跟进”这样一个完整的环节。常见的销售模式包括直销、经销模式及内销、外销模式等，应当重点关注其中经销模式下的收入合理性和真实性。充分理解客户获取方法、销售服务流程有助于投资者深入理解发行人的盈利能力。

五、发行人的资产或业务存在重大纠纷或诉讼会造成什么影响？

答：发行人的资产或业务存在重大纠纷或诉讼主要表现在三个方面：

（1）发行人股东用作出资的资产权属纠纷：该类纠纷可能导致发行人股权结构变更、实际控制人变更等，甚至导致发行人不符合发行条件；

（2）涉及主要生产设备、房屋建筑物、主要产品、核心商标、专利、技术、特许经营权等的纠纷：该类纠纷主要可能对发行人的生产经营造成重大影响，当这些资产纠纷涉及发行人产品的核心部件或核心技术，还可能对发行人持续经营能力造成重大不利影响；

（3）担保或债权债务纠纷：该类纠纷可能会导致发行人的高额赔付或款项无法收回等，对发行人的财务状况产生影响，造成现金流紧张或资金困难等情况，甚至导致发行人无法持续经营。

由上可见，发行人的资产或业务存在重大纠纷或诉讼的重点在于是否会对发行人产生重大不利影响，进而影响发行人的持续经营能力，需要投资者提升信息甄别能力，重点关注此类纠纷和诉讼是否会实质性影响发行人的持续经营。

六、如何判断发行人在行业中的竞争地位？

答：招股说明书对发行人在行业中的竞争地位分析，一般从行业竞争情况、市场地位、同行业比较三个角度进行分析。

行业竞争情况，又称竞争格局，是指在同一空间区域内，竞争对手的积累程度和竞争状况。一般来说，影响行业竞争情况的主要因素有：行业进入壁垒（如自然资源、固定成本、规模经济、资金、技术、品牌、政府特许经营、先进入者优势等）、竞争对手数量、市场集中度、行业规模及发展前景、行业政策、行业细分程度、行业供求情况、行业机遇与挑战、行业退出障碍等。行业竞争越激烈，越需要发行人有更突出的优势支撑发行人在行业竞争中的地位。

市场地位取决于发行人的竞争优势，竞争优势是指发行人获得的能在经营过程中帮助发行人区别于并领先于竞争对手的关键因素，是发行人各方面经营情况的综合考量。从定量角度来说，可以从市场占有率、相对市场占有率、销售增长率、销售利润率、利润增长率、关

键业务数据与指标等方面来量化衡量企业的市场地位，一般可以利用公开数据进行市场占有率的测算验证。

同行业比较是对发行人所处行业内的主要企业进行分析，重点关注与发行人主营业务和商业模式相似的企业。通过分析行业内的主要企业的经营情况，我们能够了解行业的主要竞争格局和行业发展趋势；通过比较发行人与主要企业之间在经营情况、市场地位、技术实力、销售模式、关键业务数据等方面的异同，能够分析掌握发行人在当前市场竞争格局下的优劣势，从而了解发行人所处的行业竞争地位。

七、如何了解发行人的研发和技术实力？

答：发行人的研发和技术实力主要可从发行人的技术先进性和发行人的研发活动进行分析。发行人的技术先进性是构成发行人竞争优势的重要条件，而发行人的研发活动则是保证发行人技术先进性的重要措施。发行人技术先进性的评价与衡量主要可以从 7 个方面入手：

- （1）与同行业主要竞争对手相比，发行人的核心产品指标、技术水平参数；
- （2）发行人牵头或参与制定国家标准、行业标准、地方标准、团体标准、导则等各类标准；
- （3）发行人目前拥有的已授权专利数量；
- （4）发行人、相关产品及核心技术人员获得的技术荣誉；
- （5）权威机构出具的鉴定证书；
- （6）主要创新成果，解决的主要行业问题，突破行业技术瓶颈；
- （7）对比国内市场上同类进口产品的关键技术，分析发行人的产品所处的技术水平。

发行人的研发活动很大程度上决定了发行人是否能保持其在市场上的技术先进性。发行人的研发活动一般包括基础研究、应用研究、试验发展三类活动，对应至研发费用的分类时，主要分为研究和开发两个阶段。

研发费用是指企业在进行研发活动时投入的资金情况，一般包括人员人工、为实施研发而购买的原材料等的直接投入、因研发而购置仪器设备等的折旧费用与长期待摊费用、设计费用、装备调试费、因研发购入的专有技术的无形资产摊销、委托外部研究开发费用、其他费用等。一般用研发费用占销售收入的比例（即研发费用比例）来衡量企业的研发投入情况。发行人的研发费用应与发行人披露的研发项目相关信息形成勾稽关系。

对于发行人的研发费用比例水平，可以参考申请认定高新技术企业的标准，即根据《高新技术企业认定管理办法》的规定，企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经

营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例应符合：

最近一年销售收入小于 5,000 万元的企业，比例不低于 5%；最近一年销售收入在 5,000 万元至 20,000 万元的企业，比例不低于 4%；最近一年销售收入在 20,000 万元以上的企业，比例不低于 3%。其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于 60%。

发行人的研发费用比例越高，说明发行人对于研发活动的重视程度越高，但同时也应关注发行人的研发方向和研发产出，当大量的研发投入带来了有积极作用的研发产出时，发行人的技术先进性才能得以保持及推进，发行人也有机会从相关的研发产出实现资金的回收。同时，发行人的研发费用比例也不宜过高，由于研发活动的结果具有较高的不确定性，因此过高的研发费用比例会给发行人的经营稳定性带来一定的压力。

八、了解发行人的主要客户应关注哪些维度？

了解发行人的主要客户应关注的主要维度包括：客户的基本面、与主要客户的合作情况、对主要客户的销售模式、客户的集中度、与主要客户之间的关联交易等。通过对上述维度的分析，能进一步了解发行人客户的综合质量、竞争力水平和持续经营能力情况。

九、如何通过主要客户基本面了解发行人的客户质量？

客户的质量是发行人竞争力的集中体现，客户质量越高，发行人的竞争力越强。了解发行人的客户质量，可以通过主要客户的基本面进行分析，主要包括如下几点：

（1）客户的行业地位。客户的行业地位充分反映了客户的质量，若客户行业排名靠前、知名度较高，在供应链中掌握一定的话语权，则发行人的客户质量较高，反之，若客户行业排名较后，知名度较低，则客户质量较差。

（2）客户是否为上市公司。一般情况下，上市公司为行业类具有竞争优势的公司，若发行人的主要客户为上市公司，说明客户整体质量较高，整体信用较好、销售回款风险较低。

（3）客户的基本情况。客户的注册资本规模、净资产水平、营业收入、设立年限、控股股东、实际控制人情况等均能不同程度地反映客户的质量，经营规模较大、注册资本较高、控股股东具有国资背景或隶属于大型民营集团，其质量相对更高。

通过上述分析，能整体反映发行人主要客户的质量水平，在此基础上，与同行业上市公司的主要客户情况进行对比，能反映出发行人与可比上市公司在客户质量上的差异。

十、了解发行人的主要供应商应关注哪些维度？

了解发行人的主要供应商应关注的主要维度包括关键原材料采购集中度、发行人与主要供应商的关联交易等。通过对上述维度的分析，能进一步了解发行人的持续经营能力。

十一、关键原材料采购集中对发行人有什么影响？

关键原材料直接影响发行人供应链的安全。发行人关键原材料采购的集中度反映了发行人对关键原材料供应商的依赖程度，集中度越高表明发行人对供应商的依赖程度越大，主要供应商的流失对发行人持续经营能力影响更大。一般来讲，关键原材料采购相对分散，其供应链更为安全、稳定，供应商的变化对发行人的影响相对较小；反之，关键原材料采购比较集中，则发行人持续经营能力受供应商的影响较大，特别是在供应商产能扩张受限、或产能扩张需要一定周期、市场需求不断增长的情况下，发行人可能面临关键原材料不能按需获取或价格上涨较大等风险，可能对发行人持续经营能力、经营业绩造成重大影响。

十二、为什么要关注发行人与主要供应商的关联交易？

发行人的营业成本、净利润水平等财务指标是投资者判断企业价值和进行投资决策的重要因素，发行人与主要供应商存在关联关系并进而形成关联采购，其不同于发行人向第三方无关联方采购原材料的情形，可能会对发行人的核心竞争力、毛利率、净利润水平等产生重大影响。投资者应主要从关联采购金额、关联采购占比、发行人与主要供应商的具体关联关系、关联交易的合理性、必要性、公允性等方面来判断关联采购对发行人投资价值的综合影响。