

本报告的主要看点：

1. 简要阐明可转换可赎回优先股出现的背景。
2. 介绍可转换可赎回优先股主要合同条款，并从会计角度详细介绍可转换可赎回优先股对上市前后报表产生的影响。
3. 分析对二级市场投资者投资具有可转换可赎回优先股上市公司的影响。

港股公司可转换可赎回优先股研究

事件

- 3月23日，快手科技公布上市后第一份年报，公司2020年亏损人民币1166亿元，其中，营业亏损人民币105亿元，非经常性损益中的可转换可赎回优先股公允价值变动亏损约人民币1068亿元。

基本结论

- **可转换可赎回优先股公允价值变动是导致部分港股未盈利公司上市前亏损的主要原因。**该类优先股的公允价值随公司估值提升而提升，并将当年估值提升的部分确认为亏损。该等可转换可赎回优先股在国际财务报告准则下被认定为负债，负债公允价值的提升意味着公司权益的下降，具体体现为利润表中确认可转换可赎回优先股的公允价值变动亏损。
- **可转换可赎回优先股随着公司上市，将转换为公司普通股，将不再影响上市以后年度的利润。**该等可转换可赎回优先股通常是投资人在一级市场认购，在公司达到合格上市后，一般会转换为公司普通股。这也就意味着，导致财报亏损的可转换可赎回优先股公允价值变动在公司上市以后的年度通常就不存在了，所以公司上市以后年度的业绩也就不会受到该等优先股公允价值变动的影响了。由于优先股不属于付息负债，因此对财务费用没有影响。
- **上市前的亏损未予弥补之前，仍将影响上市后公司的可分红能力。**公司上市需要吸引外部投资人，而外部投资人不仅关注公司发展前景，长期来看也需要关注公司分红的能力，这就意味着这些亏损公司必须考虑如何对上市前由于各种原因（包括且不限于可转换可赎回优先股）造成的亏损进行弥补，否则，根据相关公司法律的规定，这类公司难以实施分红。
 - **小米集团**在上市后第一份年报中将转股后的约人民币1422亿股份溢价用于弥补累计亏损，因此，小米集团目前留存收益为正数，意味着其已具备分红的条件。
 - **美团**未进行该等操作，截至2020年三季度，美团股本溢价约为人民币2628亿元，留存收益约为人民币-1568亿元。如果美团不进行资本公积弥补亏损的动作，那么，其至少要再盈利人民币1568亿元以上才具备分红的可能性。
 - **快手**于2021年2月上市，其可转换可赎回优先股将于2021年年报转换。截至2020年底，留存收益为人民币-1720亿元。

风险提示

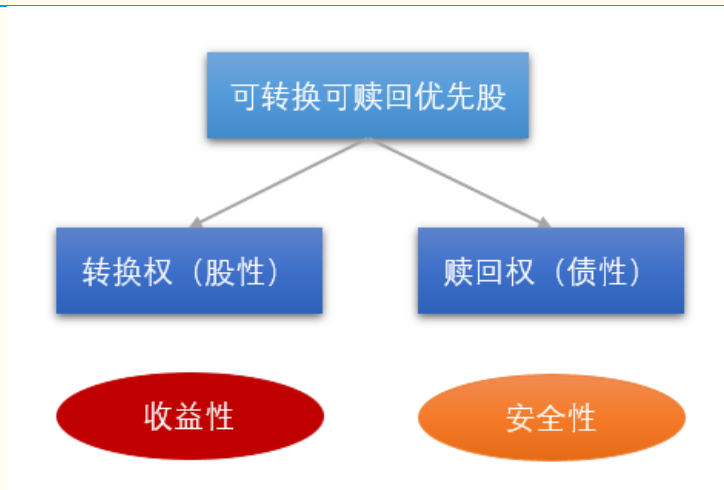
- 不同地区会计准则差异、不同公司具体协议安排不同。

刘道明 分析师 SAC 执业编号：S1130520020004
liudaoming@gjzq.com.cn

一、可转换可赎回优先股是一种兼顾投资人收益性与安全性的创新金融工具

- 从小米集团上市开始，可转换可赎回优先股的概念开始被大家所认知。这是一种怎样的金融工具？它和传统的股份有什么区别？为何优先股会被当做负债？股份的公允价值会发生变动并导致公司利润表出现大幅亏损？
- 可转换可赎回优先股，顾名思义，它是一种兼具转换权和赎回权的优先股。由于互联网公司、创新药公司等经营早期风险较高，不论是采用传统股权融资还是债务融资都较为困难，于是，创业公司与投资人就创设了这样一种既能在一定程度上保证投资人资金的安全性，同时又能在公司成功上市后给予投资人足够回报的金融工具，以保证初创公司能够顺利获得融资。
- **转换权**是指，在公司达到合格上市以后，优先股能够无条件的转换成一定数量的普通股。因为传统优先股只能获得固定股息回报，这对承担了较高风险的一级市场投资人来说，与其风险不匹配。因此，转换权能够对投资的收益性形成保障，从会计的角度来说，该金融工具具有股性。
- **赎回权**是指，在一定时限内，如果公司未能达到合格上市，则享有该赎回权的投资人可以要求公司按照约定的价格进行赎回。这个价格通常为投资成本加固定利息及股息或赎回时点优先股公允价值的较高者。由于赎回权给投资人带来了保底回报，从会计的角度来说，该金融工具具有债性。

图表 1：可转换可赎回优先股的条款



来源：国金证券研究所

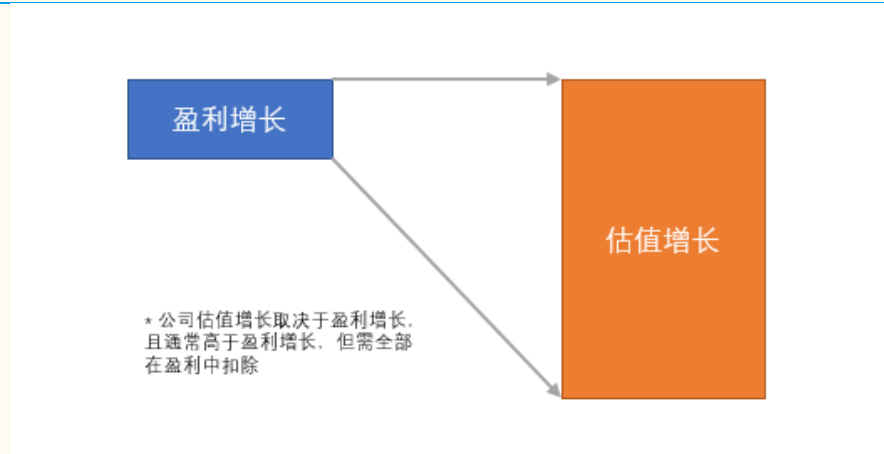
- 这样一种兼具股性和债性的金融工具，能够给投资人收益性和安全性的双重保障，是较为适合未盈利初创公司的融资方式。实务中，多数未盈利的互联网公司、创新药公司均采用了这样的方式。
- **会计确认与计量：**该金融工具虽称为优先股，在报表上却被确认为负债并按照公允价值模式计量。
 - 首先，由于存在约定的赎回权，投资人可以以固定的价格要求公司赎回，而股权的定义是指，除非公司清算，否则不要求公司偿还。从谨慎性角度来说，作为股权核算就不太合适。
 - 但该优先股和传统的负债也不一样，其存在跟随公司估值调整价值的机制。因此，传统用摊余成本计量的模式也不太合适，而用公允价值计量可以解决这个问题。
 - 最终，可转换可赎回优先股这种创新金融工具采用了以公允价值计量的负债的方式进行会计计量。且由于其本质是一种权益工具，不需要确认相应的财务费用。

二、理解公允价值变动亏损的核心是理解该等证券持有人获得的基于公司价值提升的回报需从公司累计盈利中支出

2.1 公司价值提升通常是盈利的数倍，而将该数倍于盈利的数值均从盈利中扣除，是一种透支未来可分红能力的体现

- 可转换可赎回优先股的公允价值变动需要全额确认为利润表中的公允价值变动亏损。公允价值变动的数额取决于公司估值的上升幅度，而公司估值的上升幅度取决于公司盈利（或预期盈利）的上升情况。
- 通常，估值与盈利之间存在一定的比例，我们称之为估值倍数，如 PE。也就是说，估值跟随公司盈利（或预期盈利）上涨而上涨，且通常估值上涨的幅度远大于公司盈利上涨的幅度。假设给予公司 20 倍 PE，则公司估值上涨幅度是盈利的 20 倍。
- 但目前的情况是，公司需要将自身估值上涨的部分，确认为可转换可赎回债券公允价值的上涨。意味着在损益中确认的公允价值变动亏损将是公司获得盈利的数倍（假设 20 倍 PE 的情况下，因股份公允价值变动造成的亏损将是公司实现盈利的 20 倍）。

图表 2：盈利增长与估值增长的关系



来源：国金证券研究所

- 因可转换可赎回优先股公允价值提升导致的亏损体现在留存收益中，而转为普通股后溢价部分体现为资本公积，并不会自动弥补累计亏损。
 - 虽然资本公积（股本溢价）和留存收益（累计亏损）都属于权益，从公司财务角度都代表对债务人清偿的担保。但是，在收益分配中，两者地位不同：所有投资人只能以留存收益为限要求上市公司分红，资本公积不能用于分红。
 - 也就是说，对于 IPO 及公司上市以后的投资人，他们只能等待公司的累积盈利将累积未弥补亏损弥补完成后，才取得理论上获得分红的权利。而上市时公司获得的估值倍数越高，确认的累积亏损越多，上市后需要获得更多的累积盈利来达到可分红的条件。

图表 3：资本公积与留存收益的区别

会计科目	作用
资本公积	对债务人清偿的担保
留存收益	对债务人清偿的担保、分红权

来源：国金证券研究所

2.2 公司上市后，可转换可赎回优先股转为普通股，无需再确认公允价值变动，

- 通常，在公司达到合格上市后，可转换可赎回优先股会按规定按照上市时的公允价值全部转换为普通股。因此上市后，可转换可赎回优先股的价值得以实现，未来无需在利润表中确认相应的公允价值变动。
- 上市当年，该等可转换可赎回优先股仍可能会产生一定的公允价值变动，具体金额取决于上市前公司估值与 IPO 估值之间的差异。若 IPO 估值高于上市前最后一轮融资估值，则产生公允价值变动亏损；若 IPO 估值低于上市前最后一轮融资估值，则产生公允价值变动盈利。

2.3 公司后续分红仍然依赖正的留存收益，上市前的亏损若无法弥补，仍无法达到可分红条件。

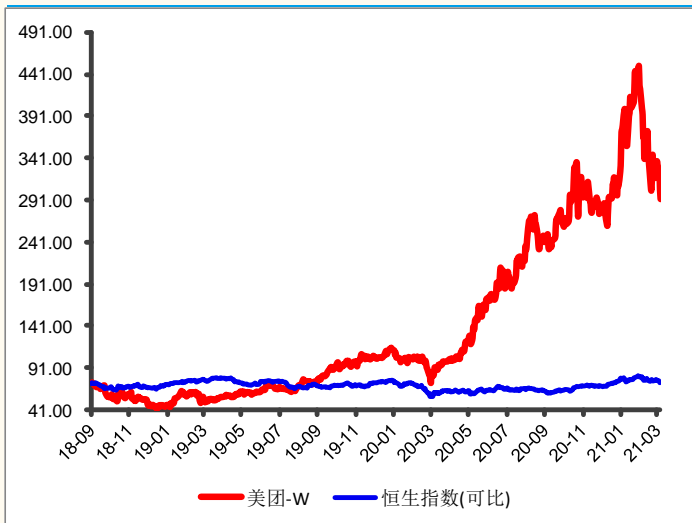
- 如前所述，正常情况下，公司上市以后可能需要实现数倍于上市前累计盈利的利润（取决于上市前各轮融资的估值倍数）以弥补由可转换可赎回优先股公允价值变化带来的亏损，才能达到可分红的条件。
- 不过，公司可以采用资本公积弥补亏损的方式以达到可分红条件：
 - 小米集团是自 2018 年港股放开同股不同权公司上市后的第一家以该制度上市的公司，也是第一次让我们认识了可转换可赎回优先股。公司于 2018 年 12 月 27 日发布公告称，将公司股份溢价金额中的人民币约 1422 亿元用以抵消公司累计亏损及其他储备，抵消后，公司留存收益由半年末的-1213 亿元变为了 210 亿元，累计留存收益转正。也就是说，小米集团从 2018 年开始，只要之后的净利润为正，就具备了可分红的能力。
 - 而同样在 2018 年上市的美团，并未进行该等操作。截至 2020 年三季度，其留存收益为人民币-1568 亿元，股本溢价为人民币 2628 亿元。尚不具备理论上分红的条件。

图表 4：小米集团-W 上市以来股价走势



来源：Wind, 国金证券研究所

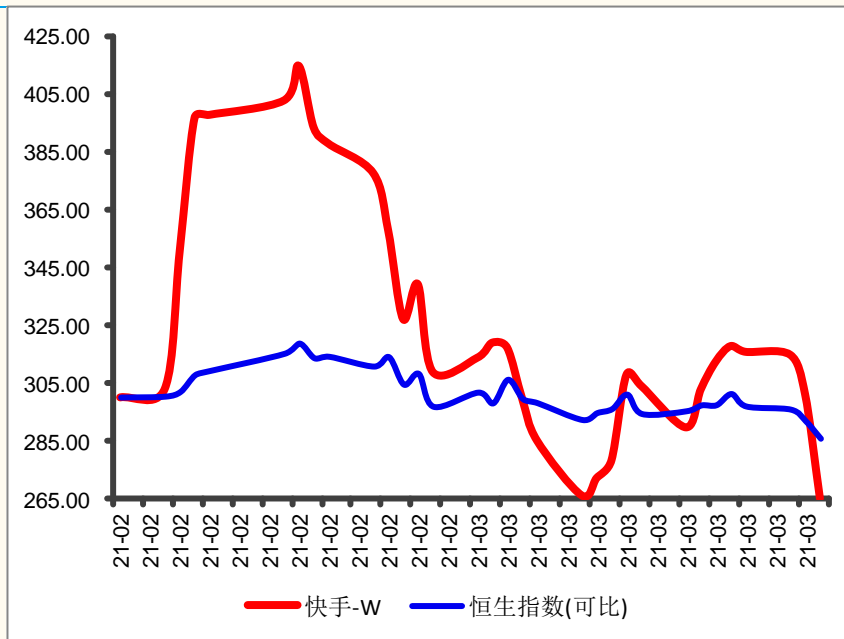
图表 5：美团-W 上市以来股价走势



来源：Wind, 国金证券研究所

- 快手于 2021 年 2 月 5 日上市，该等优先股的转换工作将于 2021 年年报进行。故 2020 年报仅确认了当年股权价值上升带来的公允价值变动亏损，2021 年还将确认年初至上市时点的股份公允价值变动。从 2022 年开始，该等优先股将不影响公司业绩。

图表 6：快手-W 上市以来股价走势



来源：Wind, 国金证券研究所

- 当前仍未盈利的生物医药公司，其上市之前大多也通过可转换可赎回优先股的方式进行融资，在上市前同样产生了由于公司估值上升产生的公允价值变动亏损。但由于早期生物医药公司在上市后仍未能盈利，因此，其税后利润及留存收益通常也不满足达到分红的条件。
- 当然，我们投资一家创新型的企业，并不仅仅只关心分红，或者说，分红只是优先级很低的考虑。公司的成长才是投资人最关心的问题。

- 但从投资者回报的角度及估值模型的适用角度，小米集团已经可以用传统现金流折现模型对其进行估值分析，而对美团来说，我们依然需要观察后续的盈利情况及大股东是否愿意使用资本公积弥补亏损的情况。

三、截至 2021 年 3 月，港股上市公司中，上市前使用可转换可赎回优先股进行融资的公司及财务概况：

图表 7：截至 2021 年 3 月，使用可转换可赎回优先股融资的公司及财务概况（2020 年半年报，人民币亿元）

代码	名称	上市日期	税后盈利	股本溢价	留存收益
1810.HK	小米集团-W	2018-07-09	66.53	436.42	374.15
2552.HK	华领医药-B	2018-09-14	(1.73)	58.94	(51.51)
3690.HK	美团-W	2018-09-20	6.31	2,623.68	(1,631.69)
2616.HK	基石药业-B	2019-02-26	(6.71)	67.06	(52.80)
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	2019-12-12	(1.03)	37.07	(10.70)
9969.HK	诺诚健华-B	2020-03-23	(4.10)	66.20	(34.88)
9926.HK	康方生物-B	2020-04-24	(7.18)	26.32	(11.70)
1477.HK	欧康维视生物-B	2020-07-10	(17.42)	0.03	(32.62)
6978.HK	永泰生物-B	2020-07-10	(1.74)	1.59	(3.48)
9698.HK	万国数据-SW	2020-11-02	(1.93)	161.26	(22.50)
6996.HK	德琪医药-B	2020-11-20	(5.38)	0.00	(10.44)
2142.HK	和铂医药-B	2020-12-10	(0.48)	0.09	(2.11)
1167.HK	加科思-B	2020-12-21	(8.11)	0.00	(14.47)
1024.HK	快手-W	2021-02-05	(680.91)	0.00	(1,234.99)

来源：Wind, 国金证券研究所

四、风险提示：

- 不同地区会计准则差异；
- 不同公司具体协议安排不同。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH