

## 向美而生（二）：医美专题之资本运作篇

作者：薛冰 | 贺环豪 | 杨晨

不同发展阶段的医美机构都时常面临市场开拓与资本运作层面的各种不同问题和困惑。我们汉坤律师近年来也经常收到来自医美机构的咨询，比如：

1. 如何规划和协调医美机构快速发展中的“数量”与“质量”的问题？
2. 如何规划整合、并购其他医美机构或其他相关业务体系的战略？
3. 如何既合规又有效地设置我的股权结构？
4. 现有企业架构适合境内/外上市的监管要求吗？等等。

通俗地讲，企业的业务和股权架构，犹如一颗树木的主干，只有主干健壮牢固了，树木才能枝繁叶茂、硕果累累。对于医美机构而言，在业务和股权架构规划中应该注意什么问题，避免哪些陷阱？——本篇中，我们以 Q&A 问答形式继续解析医美机构，谈一谈业务和股权架构规划中面临的七个高频问题。

### 一、我想做连锁医美机构，需要关注哪些事项？

做大做强是医美创业团队的普遍共识，通常情况下，大家都会想到一个关键词“连锁”。

“连锁”在法律关系上主要表现为直营、加盟两种模式。

	直营	加盟
特征	建立自上而下的股权控制关系，集团总部直接或间接拥有所有门店的所有权和控制权	即“商业特许经营”，指企业（“ <b>特许人</b> ”）以合同形式将其拥有的经营资源（如注册商标、企业标志、专利、专有技术等）许可其他经营者（“ <b>被特许人</b> ”）使用，被特许人按约定在统一的经营模式下开展经营并向特许人支付约定费用的经营方式 <sup>1</sup>
优势	总部对门店的管控能力强	能够以相对较低的成本实现集团的快速扩张

<sup>1</sup> 《商业特许经营管理条例》第3条第1款。

	直营	加盟
劣势	资产较重、成本较高，难以满足快速扩张的需求	集团需要更加注重品牌体系的建立和维护

对于考虑采用“连锁”经营安排的医美机构而言，合规处理商业特许经营是一个比较容易忽视的关键问题。医疗行业的商业特许经营，在监管法规政策层面仍处于不断摸索与创新的阶段；从经营合规角度观察，采用商业特许经营模式时，应当特别关注如下两个方面的合规要求：

### 1. “两店一年”和备案要求

医美机构通过商业特许经营发展门店的前提是拥有至少两个直营店，并且经营时间超过一年<sup>2</sup>；同时，医美机构自首次订立特许经营合同之日起 15 日内，应向商务主管部门备案；不满足前述要求而从事特许经营活动，将被商务主管部门给予整改和罚款的处罚<sup>3</sup>。公众可以自行在商务部网站查询已经办理备案的企业/品牌名单<sup>4</sup>。

### 2. 单用途预付卡业务的合规要求

有一些连锁医美机构可能会在营销和客户维护过程中建立顾客会员体系，持卡者可以在同一连锁集团/品牌范围内的任一门店使用会员卡。此类会员卡很有可能被主管部门认定为《单用途商业预付卡管理办法（试行）》项下的“单用途商业预付卡”<sup>5</sup>，从而需在开展单用途卡业务之日起 30 日内向商务主管部门备案。发卡人还需满足发行资金量限额、第三方资金存管等其他方面的合规要求<sup>6</sup>。

## 二、我想通过并购整合全面铺开市场，怎样设计和优化交易方案？

与新设门店相比，并购既可以迅速扩大市场规模，又能协助实现行业整合，是相对高效的产业整合方式。医美机构（“并购方”）在并购活动中可以结合实际情况和需求，综合运用差异化的交易模式：

- 控制权并购。**并购方可以考虑先行并购控制权，完成财务并表，在未来合适时间再行收购剩余少数股权的一揽子交易方案，从而节省现金流，优化交易成本。剩余少数股权的收购可以另行约定，也可以在控股权收购中提前进行约定，例如是买方拥有购买权（即 call option）、卖方拥有出售权（即 put option）抑或二者并存，又如价格确定机制。
- 管理层安排。**并购方取得控股权后，通常仍有必要在一段时间内由原管理层对标的企业继续进行管理，以免影响标的企业的持续稳定经营，同时便于并购方在过渡期内逐步完成内部业务整合。因此，并购文件中需要充分考虑过渡期内原管理层的持续服务，包括采用分期付款方式作为交割后义务的履行保障机制。此外，倘若并购方无意更换管理团队，而是希望原管理层在较长一段时间继

<sup>2</sup> 根据《国务院法制办、商务部负责人就〈商业特许经营管理条例〉答〈中国政府法制信息网〉记者问》，“两店一年”要求的主要目的是为了防止一些企业利用特许经营进行欺诈活动。同时，直营店具有一定的示范作用，便于其他经营者从直营店的经营中较为直观地了解特许人的品牌、经营模式、经营状况等。

<sup>3</sup> 参见《商业特许经营管理条例》。

<sup>4</sup> <http://txjy.syjgs.mofcom.gov.cn/>。

<sup>5</sup> 根据《单用途商业预付卡管理办法（试行）》第 2 条，单用途商业预付卡指从事零售业、住宿和餐饮业、居民服务业的企业发行的，仅限于在本企业或本企业所属集团或同一品牌特许经营体系内兑付货物或服务的预付凭证，包括以磁条卡、芯片卡、纸券等为载体的实体卡和以密码、串码、图形、生物特征信息等为载体的虚拟卡。

<sup>6</sup> 参见《单用途商业预付卡管理办法（试行）》。上海于 2019 年 1 月 1 日实施的《上海市单用途预付消费卡管理规定》规定了比《单用途商业预付卡管理办法（试行）》更广的监管范围和更完善的监管措施。

续留用，则并购方还可以考虑盈利价款支付（Earn-out）等激励工具。

3. **并购对价形式。**对于发展阶段已经比较成熟的医美集团，公司估值往往已经获得了市场和机构的认可，此类医美集团在并购活动中，可以考虑现金并购与换股并购相搭配的方案。有明确境外上市计划的医美集团，则可以将（境外）拟上市主体的股份作为支付对价；需要注意的是，为满足跨境交易的监管要求，被并购方及其股东一般需要配合进行跨境架构重组，以便合规地取得拟上市主体的股份。
4. **关于企业类型的特别提醒。**在过去几年境内多层次资本市场建设过程中，部分医美机构可能已经整体变更为股份有限公司并有部分企业曾于“新三板”挂牌；如果并购标的是一家股份有限公司，就需要特别关注现行公司法对于股份有限公司董监高任职期间转让股份的限制问题<sup>7</sup>。将股份有限公司变更为有限责任公司的安排，将能有效解决前述限制问题。

### 三、我想投资/收购医美电商业务，需要关注哪些事项？

医美电商的主要服务领域除了电商平台业务之外，还可能涵盖医美相关的资讯、咨询、社区、广告、网络直播等等。为实现线上与线下、医美服务产业链的闭环，近年来产业投资人也纷纷瞄准医美电商领域。在投资/收购医美电商的交易中，投资人需要重点关注如下两个方面的法律问题：

1. **业务资质合规问题。**投资人应注意根据医美电商实际从事的业务判断其应当取得的业务资质：企业从事电商平台业务应取得 EDI 证<sup>8</sup>；企业从事互联网广告平台、信息平台、社区论坛等信息服务业务的，需根据业务实质判断是否应取得 ICP 证<sup>9</sup>；企业从事网络直播平台业务的，应取得信息网络传播视听节目许可证；电商平台销售的产品如属于药品/医疗器械的，还应遵守国家有关互联网销售药品/医疗器械的监管规定。
2. **外资准入和架构问题。**现行监管体制对外商投资实施负面清单管理（具体见下述 Q5），增值电信业务属于外商投资限制类业务，外资股比不超过 50%（电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心除外）；网络视听节目服务则属于外商投资禁止类业务<sup>10</sup>。实践中，外资一般通过 VIE 架构进行前述行业领域的投资安排。

### 四、想要给核心员工、合作伙伴设置股权激励，我应该注意什么？

我们注意到越来越多的医美机构在不同发展阶段考虑设置股权激励计划，以吸引、保留和激励核心员工和重要合作伙伴。对于连锁医美机构而言，给不同区域运营主体的核心员工、合作伙伴等人员设置股权激励，除常规的架构设计和激励方案外，如下两个要点也值得关注：

1. **激励股份来源。**激励计划项下的激励股份一般是集团总部的股权（或间接权益）。有明确境外上市计划的医美集团，则可以将（境外）拟上市主体的股份作为激励股份；对于连锁医美机构，尤其是并购扩张型医美机构而言，区域运营主体的股份（即下层公司股权）也可以作为激励计划中的激励股份，专门用于授予该区域运营主体的激励对象。多层次的激励股份方案可以满足医美机构和激

<sup>7</sup> 参见《公司法》第 141 条。

<sup>8</sup> 即包含“在线数据处理与交易处理业务”业务范围的增值电信业务经营许可证。

<sup>9</sup> 即包含“信息服务业务”业务范围的增值电信业务经营许可证。

<sup>10</sup> 参见《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》。

励对象的多样化需求。

2. **合作伙伴激励。**合作伙伴（如为个人）并非医美机构的员工，对合作伙伴实施股权激励不属于员工激励的范畴，应尤其关注商业贿赂风险防范的问题。从风险控制角度，医美机构不宜直接向合作伙伴（如为机构）的员工、代理人授予股权激励。

## 五、今年生效的《外商投资法》，对我有什么影响？

首先，您需要了解医美行业现行有效的外商投资准入政策：

1. 医美行业的医疗属性决定了其适用关于医疗机构的外商投资准入政策。该等政策先后经历了全面限制、试点放开和重新限制几个阶段（详见本所此前专题研究文章[《外商投资医疗机构解读（上）：政策篇》](#)）。
2. 对于一般的境外投资者而言，医疗机构限于合资、合作<sup>11</sup>，并且中方股权比例或权益不得低于 30%<sup>12</sup>。符合条件的台港澳地区服务提供者还可以在全国地级以上城市投资设立独资医院。

其次，《外商投资法》的施行带来了一些新的变化：

1. 《外商投资法》及其实施条例明确了外商投资监管实行多层次穿透原则<sup>13</sup>，这意味着，外商投资企业境内投资（含多层次投资）设立医美机构的方式也是被纳入外商投资监管体系的。当然，卫生健康主管部门作为医美机构的行业主管部门，在新法施行以后如何落实执行上述多层次穿透原则，仍然有待观察。
2. 《外商投资法》提出“准入前国民待遇+负面清单”的外资准入管理模式，即除法律、行政法规另有规定外，有关主管部门应当按照与内资一致的条件和程序，审核外国投资者的许可申请。上文提到的“中方股权比例或权益不得低于 30%”的要求来自原卫生部、原对外贸易经济合作部联合颁发的《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》，其性质为部门规章，不属于法律、行政法规。按照《外商投资法》的要求，我们预期相关主管部门后续可能会对上述部门规章进行修订（比如删除 30%的要求），也可能会将其升级为行政法规（同时保留 30%的要求）。

因此，对于医美机构及其股东而言，需要结合目前以及未来可能的向上穿透的股权结构来整体判断《外商投资法》可能带来的影响。

## 六、创始人拿了境外身份，要注意什么问题？

您的国籍或居民身份的变化，可能会直接导致您所设立的医美机构受到外商投资方面的法律法规的影响，特别是相关法规政策中关于中方股权比例的要求。

首先，您需要识别所谓“境外身份”的具体性质：

<sup>11</sup> 《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》。

<sup>12</sup> 《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》（卫生部、对外贸易经济合作部令[2000]第11号）第8条。

<sup>13</sup> 《外商投资法》第2条第2款规定：“本法所称外商投资，是指外国的自然人、企业或者其他组织（以下称外国投资者）直接或者间接在中国境内进行的投资活动，……”《外商投资法实施条例》第47条规定：“外商投资企业在中国境内投资，适用外商投资法和本条例的有关规定。”《关于外商投资信息报告有关事项的公告》（商务部公告2019年第62号）第四条规定：“外商投资企业境内投资（含多层次投资）的企业初始报告、变更报告、注销报告和年度报告，由市场监管总局向商务部共享，企业无需另行报送。”

1. 如果已经持有他国颁发的护照，意味着取得相应的国籍。由于中国《国籍法》不承认中国公民具有双重国籍，定居外国的中国公民，自愿加入或取得外国国籍的，即自动丧失中国国籍。
2. 如果取得的是外国永久居民身份（常见的有美国等国家“绿卡”、加拿大的“枫叶卡”等），则可能被视为《外商投资法实施条例》第 48 条规定的“定居在国外的中国公民”。此时，严格来说国籍没有发生变化，但其在中国境内投资将“参照”外商投资方面的法律法规执行。当然，如何具体认定“定居在国外的中国公民”可能存在一定争议，仍有待观察实践的发展。
3. 如果取得的是其他身份，一般来说不影响国籍，也不涉及“参照”执行。例如，“香港居民身份证”与“香港永久性居民身份证”是一组常见容易混淆的身份证件，实际上，前者是香港入境处签发给无香港居留权人士的身份证。

其次，需要考虑国籍变更和投资设立医美机构的时间先后顺序：

1. 对于您的国籍变更之前已经设立的纯内资医美机构，并不因股东国籍变更而导致企业性质变更<sup>14</sup>，不因此而直接适用外商投资法规政策。
2. 您的国籍变更后，新投资设立的医美机构的性质将是外商投资企业。即使您尚未主动注销境内户籍和居民身份证，在法律上仍认定为丧失中国国籍。

## 七、我的架构适合境内外上市吗？

根据截至目前的公开信息披露，尚无一家境内医美机构成功以 IPO 方式登陆 A 股；而境外资本市场在 2019 年则先后有通过 IPO 方式登陆美股市场的新氧（SY.Nasdaq，一家医疗美容社区与电商平台）和医美国际（AIH.Nasdaq，即鹏爱医疗美容，一家医疗美容连锁集团）<sup>15</sup>；港股市场目前也有正在公开申请上市进程中的一家医疗美容连锁集团<sup>16</sup>和已经中止上市申请的艺星医疗美容（一家医疗美容连锁集团）。因此，境外上市现阶段仍可能是您需要重点考虑的方向。

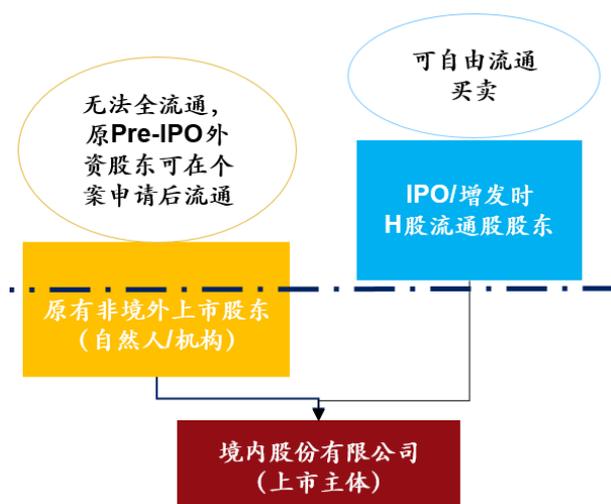
首先，您需要在“直接上市”和“间接上市”两种模式之间进行选择，这决定着您是否需要调整现有架构：

1. “直接上市”指境内注册的企业以自己的名义在境外证券交易所上市。以直接在香港联交所上市（即“H 股上市”）为例，境内企业需要先进行股份制改造，申请并取得中国证监会的受理函（俗称“小路条”），再向香港联交所递交上市申请，取得中国证监会的核准（俗称“大路条”）后，参加并通过香港联交所聆讯，最终进行发行上市环节。上文提及的已撤回上市申请的艺星医疗美容即采取此模式。H 股上市的架构如下图所示：

<sup>14</sup> 《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令[2009]第 6 号）第 55 条规定：“境内公司的自然人股东变更国籍的，不改变该公司的企业性质。”

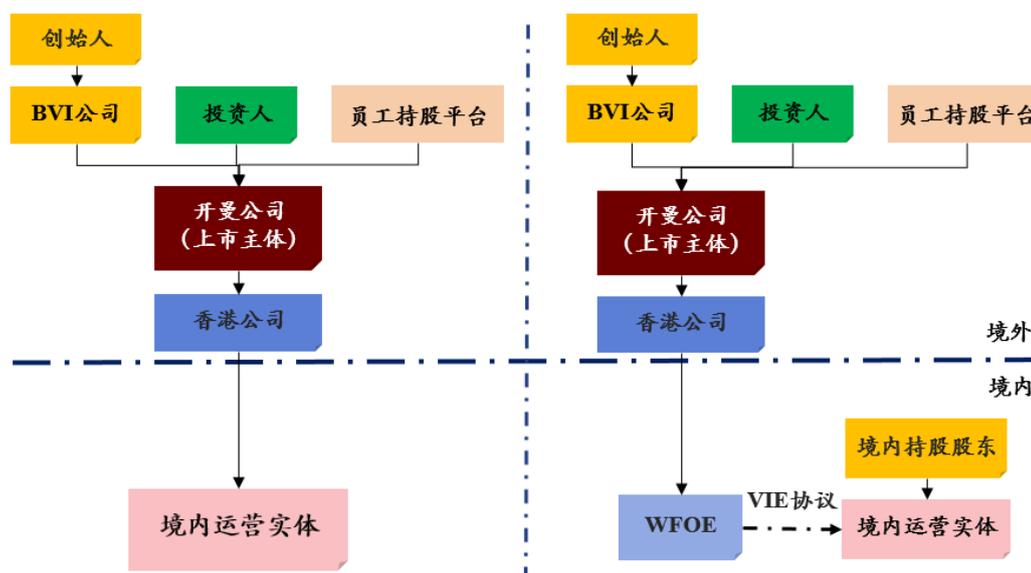
<sup>15</sup> 在这两个医美行业具有标志性的境外 IPO 项目中，汉坤都是发行人中国律师。

<sup>16</sup> [https://www1.hkexnews.hk/app/sehk/2020/101201/documents/schk20012201158\\_c.pdf](https://www1.hkexnews.hk/app/sehk/2020/101201/documents/schk20012201158_c.pdf)



H 股上市模式的特点之一在于，上市前的内资股部分无法实现“全流通”，导致上市只实现了融资目的，难以满足变现/退出需求。这一“困境”将可能随着中国证监会全面推开 H 股“全流通”改革而逐步得到改善<sup>17</sup>。

2. “间接上市”又称“红筹上市”，指通过境外（常见如开曼群岛、百慕大群岛等）注册的特殊目的公司收购/控制境内企业的资产/权益，并以该境外特殊目的公司为主体在境外证券交易所上市。与直接上市相比，除了关联并购商务部审批、大红筹模式下的中国证监会核准等特殊情形外，红筹上市本身原则上不涉及境内监管机构的审核批准程序。民营企业红筹上市的两种典型架构（直接持股架构、VIE 架构）如下图所示：



红筹上市模式的特点之一在于，上市之前需要通过一系列重组动作搭建海外红筹架构，红筹重组

<sup>17</sup> 监会于 2019 年 11 月发布《H 股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》，全流动具体规则正式出台，该业务指引第 4 条明确规定，H 股公司申请“全流通”的，应当按照“股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批”行政许可程序向证监会提出申请。

的过程中涉及大量法律、会计、税务问题，原境内企业股东在重组过程中也涉及 37 号文外汇登记、境内企业境外投资等方面的手续，需要专业中介机构尽早介入协助方可顺利推进。

其次，如果您选择“间接上市”模式，还需针对外资准入限制问题结合具体情形，选择最适合您的路径：

1. **股权路径：**由于现行法规下医美机构中方持股比例不低于 30%，境外特殊目的公司最多持有境内医美机构 70%的股权。例如，虽然不是医美机构，但是同属医疗产业的新世纪医疗（01518.HK）2017 年 1 月于香港联交所 IPO 时即仅持有旗下境内医院 70%的股权<sup>18</sup>。
2. **股权+VIE 路径：**境外特殊目的公司除拥有境内医美机构 70%股权外，还可以通过协议控制（即 VIE 架构）的方式控制剩余 30%股权。例如，美股上市的医美国际（AIH.Nasdaq）、港股正在申请中的另一家医美机构均采用 70%股权控制+30%协议控制的路径。
3. **特殊政策路径：**如果重组发生在允许试点设立外商独资医院的宽松时期和地区，则有机会突破 70%的比例限制。例如，虽然不是医美机构，但是同属医疗产业的和美医疗（01509.HK）的上市前红筹重组恰好发生在政策最开放、最宽松的时期，据此论证符合当时的外资准入政策。
4. **间接持股路径：**虽然不是医美机构，但是同属医疗产业的凤凰医疗（01515.HK）2013 年上市时，其通过间接持股的方式控制北京市健宫医院有限公司 80%的股权，突破了 70%的比例限制，其公开披露的依据在于北京市卫生局答复北京市商委时认为，外商投资企业境内再投资不属于外商投资企业，因此凤凰医疗间接持股的北京市健宫医院有限公司不属于中外合资医疗机构，不适用 70%比例限制。但是，随着《外商投资法》明确外商投资监管实行多层次穿透原则，该条路径的合规风险将进一步提高。
5. **托管路径：**虽然不是医美机构，但是同属医疗产业的弘和仁爱（3869.HK）2017 年以医院运营管理集团的身份登陆香港联交所，其不持有境内医疗机构的任何股权，而是通过提供医疗管理服务的方式，取得医疗机构的运营管理权和收益权。

## 八、小结

医美机构在融资发展的过程中，显然不只会遇到本文所述的七项问题。我们将在本系列的后续文章中，尽可能多地分享我们的观点和思路，以期对医美行业从业者的合规运营及战略发展助一把力。

<sup>18</sup> 剩余 30%权益 IPO 时尚未纳入上市集团，但通过协议由上市前各股东实益享有。2017 年 9 月，新世纪医疗发布自愿性公告，将剩余 30%权益通过 VIE 协议的方式纳入上市集团。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: [bing.xue@hankunlaw.com](mailto:bing.xue@hankunlaw.com)