

资本市场法律

2024 年境内企业赴境外上市回顾

作者：王熙康 | 张钊 | 吕程 | 柴宜安 | 吴寅飞¹

2024 年是中国证监会境外上市备案新规²正式实施的第二年，境内企业赴境外上市的机遇与挑战并行。汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”或“我们”）一直活跃在境内外上市业务一线，并对 [备案新规的实施情况进行持续的关注、总结和分享](#)。2023 年年末，我们曾撰文 [《汉坤·观点 | 潮平两岸阔，风正一帆悬——写在境外上市备案制元年岁尾》](#) 以总结备案新规在实施元年的整体情况，现谨以本文对 2024 年境内企业境外上市备案及发行情况进行梳理和总结。

（注：本文以备案新规为核心视角出发，以可能涉及在中国证监会办理境外上市备案的境内企业为主要研究对象，故没有梳理和统计诸如中国香港企业赴海外上市、中资背景的 SPAC 壳公司上市等情况。）

一、2024 年备案制实施情况小结

（一）2024 年全年取得备案通知的情况统计

2024 年全年有 125 家境内企业获得中国证监会出具的境外发行上市备案通知（无论其是否已经发行上市），相比 2023 年的 71 家发行人获得备案通知的数量有明显提升。汉坤有幸为 2024 年取得备案通知的 11 个上市项目提供法律服务。

在前述已取得备案通知的 125 个发行人中，申请在香港联合交易所挂牌的有 69 家，在美国交易所挂牌的有 55 家（其中 54 家选择纳斯达克证券交易所，1 家选择纽约证券交易所），新加坡证券交易所上市的有 1 家。从发行方式的角度来看，直接上市的 38 家，间接上市 87 家（其中 20 家带有 VIE 架构）。从上市方式的角度来看，已经取得备案的 125 个发行人中，以 IPO 方式上市的 120 家，以 de-SPAC 方式上市的 5 家。

¹ 实习生毛钦对本文的写作亦有贡献。

² 2023 年 3 月 31 日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）颁布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（“《管理试行办法》”）及配套规则（与《管理试行办法》合称为“备案新规”）正式实施，开启了中国企业境外上市监管新时代。

2024年已通过备案的境内企业上市地和发行方式统计			
上市地	发行方式	数量	总数
香港	直接上市	38	69
	不带VIE的间接上市	21	
	带VIE的间接上市	10	
美国	带VIE的间接上市	10	55
	不带VIE的间接上市	45	
新加坡	不带VIE的间接上市	1	1

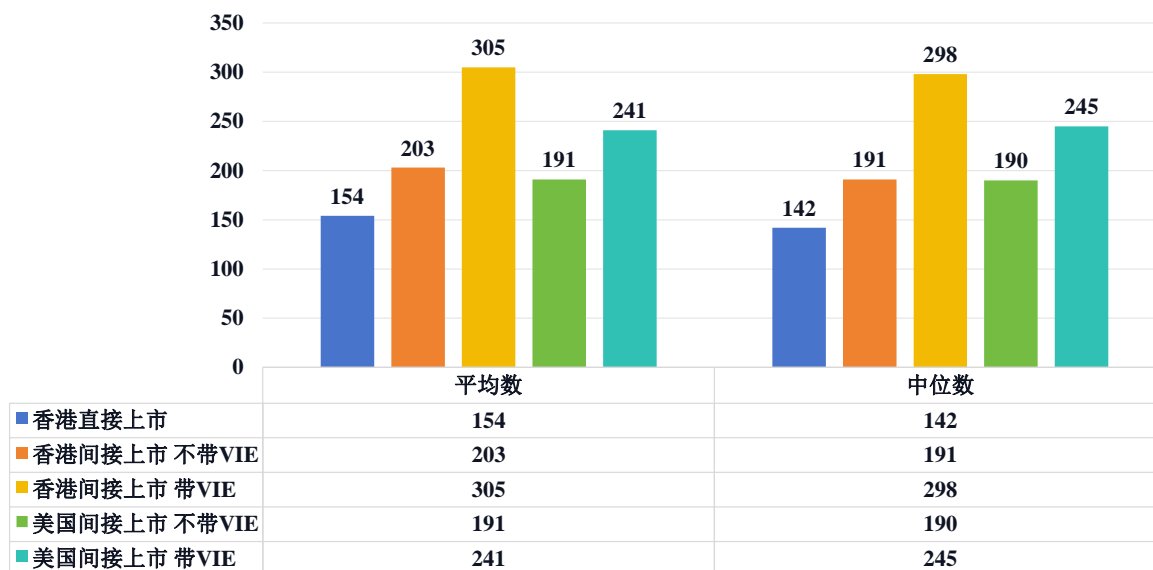
（二）取得备案通知的周期

根据我们对中国证监会网站信息的整理,对于 2024 年取得境外上市备案通知的 125 个发行人而言,自申请被接收至取得备案通知平均用时约 194 天³, 中位数约为 184 天。

对于选择在香港上市的发行人而言: 采用直接上市方法获得备案通知的平均用时仅为 154 天, 中位数约为 142 天, 是所有上市方法中获得备案通知平均用时最短的; 采用间接上市(不含 VIE)取得备案通知的平均用时为 203 天, 中位数约为 191 天; 采用含有 VIE 架构间接上市取得备案通知所需时间最长, 平均为 305 天, 中位数约为 298 天。

对于选择在美国上市的发行人而言: 采用间接上市(不含 VIE)取得备案通知的平均用时为 191 天, 中位数约为 190 天; 采用含有 VIE 架构的间接上市取得备案通知的平均用时为 241 天, 中位数约为 245 天。

2024年境内企业境外上市取得备案通知的周期统计



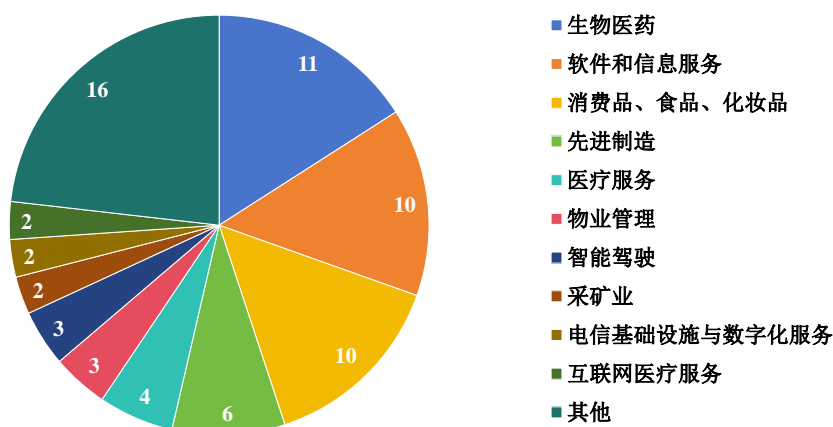
³ 统计口径为: 中国证监会网站公布的该企业材料申请接收日至公开备案通知之日; 部分企业的备案申请接收日期未被公开披露, 本文统计数据均不包括此类企业。

考虑有相当一部分在 2024 年取得备案通知的发行人其实在 2023 年就已经递交了备案申请，2024 年整体备案周期看似比 2023 年略有延长的统计结果并不令人意外。对比 A 股同期平均数为 570 天、中位数为 562 天的审核周期（数据来源详见汉坤评论文章《[汉坤·观点 | 2024 年 A 股资本市场回望 — IPO 篇](#)》），**境外上市在证监会的审批周期方面仍具备明显优势。**

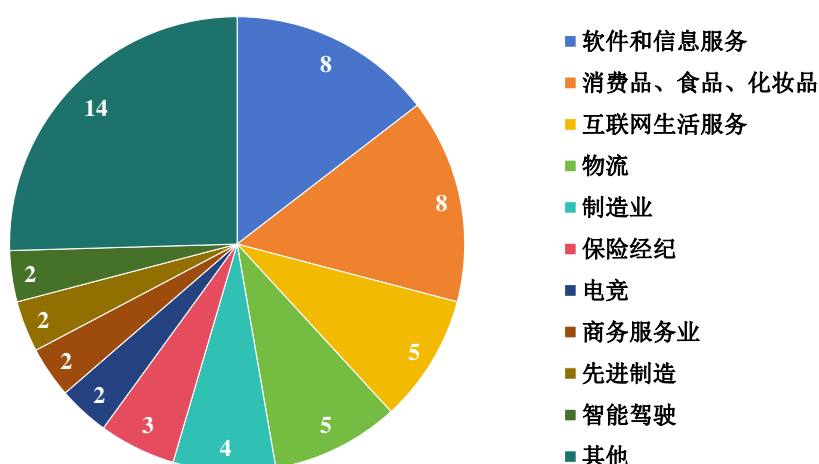
（三）已获备案发行人的行业分布

根据我们的粗略统计，在 2024 年内取得境外上市备案的 125 个发行人中，软件和信息服务、消费品食品化妆品、生物医药、先进制造、医疗服务、物流、智能驾驶等行业均有不俗的表现，不同的境外资本市场对于不同行业的发行人也体现出了不同的吸引力。其中，境内企业赴香港上市的前五大集中行业为生物医药、软件和信息服务、消费品食品化妆品、先进制造和医疗服务；赴美国上市的前五大集中行业为软件和信息服务、消费品食品化妆品、物流、制造业和出行服务。

2024年香港上市通过备案的前十大行业



2024年美国上市通过备案的前十大行业



境外上市企业的上述行业分布体现出了全球资本市场多样化的投资需求。同时，我们也可看到，结合 A 股市场现阶段的政策导向，备案制为不同行业、不同融资阶段和需求、不同经营模式的境内企业的境外上市均提供了相应的政策支持。境外上市已经成为境内企业上市、融资和发展的重要手段。

二、2024 年境内企业赴境外上市发行情况小结

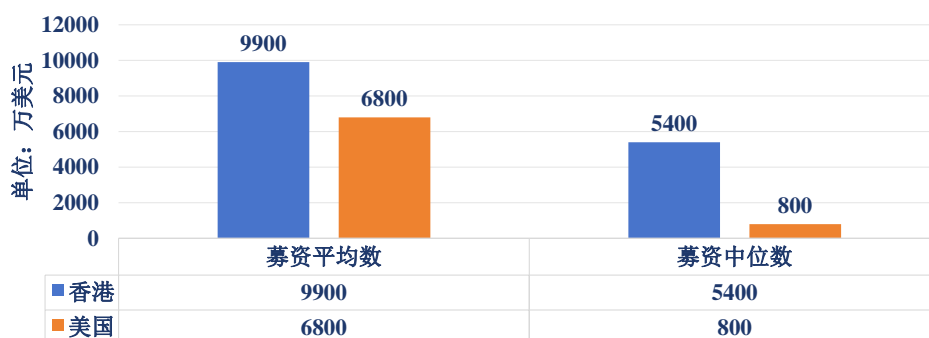
考虑到已有不少专业机构和自媒体就 2024 年内于境外发行上市中资企业的行业分布、地域分布及多项细分数据指标进行过详细分析，故本文不再赘述。本文仅从我们更熟悉和感兴趣的视角进行分析。

（一）发行数量和发行规模

按照备案新规语境下对“境内企业”的统计口径，2024 年全年共有 97 个境内企业完成境外发行和上市（这里包括在 2023 年即取得备案通知于 2024 年才完成发行上市的发行人，以及在 2024 年取得备案通知并于年内完成发行上市的企业）。在上述完成境外发行和上市的 97 个境内企业中，有 61 个发行人选择了香港市场的 IPO，36 个发行人选择在美国市场完成 IPO（32 个）或 de-SPAC（4 个）。

具体而言，在 61 个已于香港市场发行并上市的发行人中，最大募资规模达 310.14 亿港元，最小募资规模约为 0.85 亿港元；考虑到最高融资规模（310.14 亿港元）的发行人远高于其他家，在统计中去掉该单一最大融资项目后，香港上市的募资的平均数约为 7.67 亿港元（约合 9,900 万美元），中位数约为 4.20 亿港元（约合 6,800 万美元）。在 36 个已于美国进行 IPO 或 de-SPAC 的发行人中，最大募资规模高达约 7.50 亿美元，最小募资规模约为 420 万美元，平均值约为 6,828 万美元，中位数约为 800 万美元。具体对比如下：

2024年境内企业赴境外上市募资规模平均情况统计



上述统计中未考虑香港上市融资规模为310.14亿港元的样本

（二）发行规模区间

考虑到境外上市发行人类型和具体情况多样化，我们进一步将 2024 年已完成境外发行的境内企业的发行融资规模进行了细化分析。根据我们的统计，香港上市的发行人中，融资规模在 2,000 万 – 1 亿美元的区间最为集中，其次为 1,000 万 – 2,000 万美元，以及 1 – 5 亿美元。而美国上市的发行人中，融资规模在 500 万 – 800 万美元的发行数量最多，其次为 800 万 – 1,000 万美元（其中有两家 de-SPAC 上市的发行人没有进行融资）。具体统计如下：

2024年境内企业赴境外上市发行规模的区间样本数量统计

发行规模 (美元)	500万以下	500万-800万	800万-1,000万	1,000万-2,000万	2,000万-5,000万	5,000万-1亿	1亿-5亿	5亿以上
香港	0	0	0	13	17	17	10	4
美国	2	14	7	3	3	1	3	1

三、我们的观察

（一）跨市场发行情况对比

如前文所述，按照我们根据前述统计口径的自行测算，2024 年境内企业赴境外上市的发行人总数为 97 家，总融资规模约为 122.50 亿美元（约合人民币 896.77 亿元）。同期 A 股资本市场完成发行和上市的发行人数量为 100 家，新股募集资金总额约为人民币 662.74 亿元（数据来源详见汉坤评论文章《[汉坤·观点 | 2024 年 A 股资本市场回望 — IPO 篇](#)》）。2024 年境内企业赴 A 股、港股、美股上市发行的情况对比如下图所示：

2024年境内企业赴境内外上市发行数量和融资金额统计					
上市地	数量	募资总额	单笔募资平均数	单笔募资中位数	市盈率中位数
香港	61	98.96亿美元	9,900万美元	5,400万美元	20.10倍
美国	36	22.53亿美元	6,800万美元	800万美元	31.55倍
A股	100	90.53亿美元	9,053万美元	7,439万美元	19.11倍

注：

1. 上图在统计香港单笔募资平均数和中位数时，未统计单笔融资金额310.14亿港币的项目
2. 为便于对比，A股和香港的统计均调整为按照现有相应汇率，以美元作为统计单位
3. 美国上市的项目中，有2个de-SPAC项目不涉及配套融资（PIPE）

如上对比显示：2024 年赴境外上市的企业中，除了赴美上市企业在单笔募资中位数方面存在显著劣势以外，从上市发行数量、募资总额、市盈率倍数等方面其实并没有被赴 A 股上市的企业拉开差距。

三个市场率倍数中位数的直接对比结果显示，美国上市的境内企业发行市盈率中位数是三个市场中最高的，香港和 A 股发行市盈率中位数接近。导致这种情况的原因可能是由于 A 股上市的发行人平均净利润相对于香港上市的发行人普遍偏高，所以香港的整体发行市盈率的中位数和 A 股接近，且略高于 A 股；在美股市场的普遍发行规模已接近该市场对于最低发行规模下限，这就可能导致利润很低的发行人整体估值偏高。但无论如何，美股对于经营规模和利润都相对有限的中小企业来说是个相对不错的选择。

（二）关于 VIE 架构

- 2024 年共有 20 家采用 VIE 架构的发行人成功取得备案通知，其中美国 10 家，香港 10 家，带有 VIE 架构的约占取得备案通知项目数量的 15%；
- 采用 VIE 架构申请境外上市备案通过的平均周期为 283 天，显著高于采用直接上市或不含 VIE 架构间接上市的备案周期；
- 2024 年内递交备案申请的、含有 VIE 架构的发行人均尚未获得备案通知⁴。

根据我们的统计，2024 年取得备案通知的 20 家带有 VIE 架构的发行人主要集中在软件和信息服务、互联网、保险经济、出行服务、物流、电信基础设施和数字化服务等行业，可能涉及外资禁止或限

⁴ 考虑到有项目以密交的方式提交申请，因此有关统计未考虑密交方式提交申请的项目。

制的业务领域主要包括增值电信业务、网络文化经营业务、网络出版业务、广播电视节目制作和经营业务、测绘业务，医疗机构业务以及国内信件快递业务等。

值得注意的是，2024年取得备案的20家带有VIE架构的发行人中，有18家为上半年取得的备案通知，2024年下半年仅有2家带有VIE架构的发行人完成了备案，且完成备案的企业行业集中性较高。

无论从被关注的问题、备案所需周期甚至备案结果而言，带有VIE架构的发行人面临更加复杂的情形。正如我们在[#境外上市备案新时代系列#](#)中反复强调的：我们仍然建议带VIE架构进行境外上市的企业本着更加谨慎的态度，对自身的业务合规性和采用VIE架构的必要性进行充分论证。

（三）未盈利企业在香港上市

1. 18A章方式在香港上市

2024年，以18A章未盈利生物科技公司完成香港发行和上市的共4家，总发行规模达到15.10亿港元，平均发行规模为3.77亿港元；总的发行市值为168.32亿港元，平均值为42.08亿港元。其中，3家为直接上市，1家为不带VIE架构的间接上市。

2. 18C章方式在香港上市

2024年，以18C章未盈利特专科技公司完成香港发行和上市的共3家，总发行规模达到28.24亿港元，平均发行规模为9.41亿港元；总的发行市值为414.44亿港元，平均值为138.15亿港元。其中，1家为直接上市，2家为不带VIE架构的间接上市。行业上来看，3家企业分别为智能机器人、药物及材料科学研究智能化解决方案和智能驾驶。

四、结语

境内资本市场新股发行的步伐在2024年有所调整，部分原本计划在国内资本市场上市融资的企业开始通过其他途径探寻机遇，境外资本市场自然成为不少企业的备选方案。中国证监会相关主要领导曾多次就鼓励境内企业赴境外上市发表重要讲话，吴清主席在2024年11月19日举办的国际金融领袖投资峰会上，再一次强调证监会将“积极支持符合条件的境内企业赴境外上市，更好利用好两个市场两种资源”，并提出要“进一步保持境外融资渠道的畅通，进一步提升境外上市的备案效率”。在这种大背景下，境内企业赴境外上市在2024年持续回暖，部分行业的境外上市发行数量和规模已经恢复到疫情前的水平。

全球经济形势正在2025年逐步复苏随着中国企业融入国际市场的意识进一步提升和自身实力的不断增强，在现有监管环境持续稳定、外部市场环境持续优化的情况下，我们相信会有更多符合条件的境内企业选择赴境外上市，充分利用国际资本市场的资源和机遇，推动企业的国际化发展和科技创新。

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：

王熙康

电话： +86 10 8524 5816

Email: xikang.wang@hankunlaw.com

张钊

电话： +86 10 8516 4102

Email: zhao.zhang@hankunlaw.com