

2025 年第一季度境内企业赴境外上市备案情况更新

作者：王熙康 | 张钊 | 王宇 | 吕程 | 柴宜安

2025 年 3 月 31 日，恰逢中国证监会境外上市备案新规¹正式实施两周年之际，中国证监会党委委员、副主席李明主持召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议，中央宣传部、中央网信办、国家发展改革委、教育部、工业和信息化部、财政部、商务部、中国人民银行、金融监管总局、广电总局、国家外汇局等机制成员单位参加会议并作交流发言。会议肯定了境外上市备案新规实施两周年以来取得的工作成效，并明确下一步将继续完善制度机制，优化工作流程，进一步强化各部门政策衔接、监管协同和信息共享，更好发挥协调机制作用，为企业境外上市提供更加透明、高效、可预期的监管环境。

2025 年第一季度刚刚过去，汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”或“我们”）在 2025 年 1 月 5 日发布的《[2024 年境内企业赴境外上市回顾](#)》的基础上，更新和分享 2025 年第一季度的备案情况。

（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、2025 年第一季度境内企业赴境外上市备案情况

（一）取得备案通知的数量统计

2025 年第一季度，共有 35 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（其中包括了一家初次备案超过时效并再次取得备案通知的，但未包括单独申请 H 股全流通备案）。

在前述已取得备案通知的 35 个发行人中，申请在香港联合交易所挂牌的有 21 家，在美国交易所挂牌的有 11 家（全部为纳斯达克证券交易所），台湾证券交易所上市的有 3 家。从发行方式的角度来看，直接上市的 10 家，间接上市 25 家（其中 7 家带有 VIE 架构）。

从上市方式的角度来看，已经取得备案的 35 个发行人中，以 IPO 方式上市的 32 家，以 de-SPAC 方式上市的 3 家。

¹ 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。

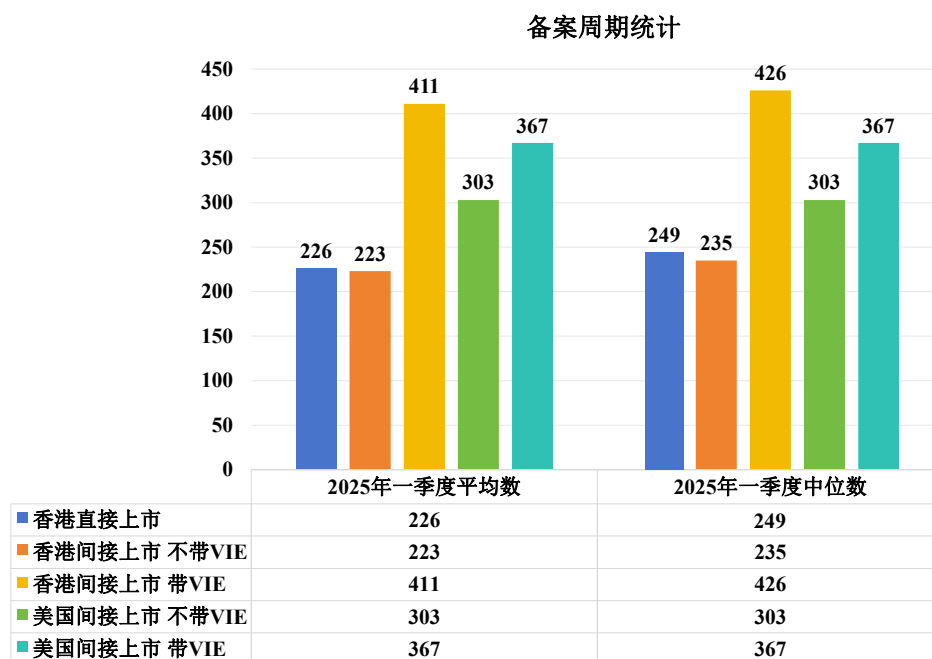
2025年第一季度已通过备案的境内企业上市地和发行方式统计			
上市地	发行方式	数量	总数
香港	直接上市	10家	21家
	间接上市	11家*	
美国（纳斯达克）	间接上市	11家**	11家
台湾	间接上市	3家	3家
合计		35家	

* 其中4家含有VIE架构

** 其中3家含有VIE架构

（二）取得备案通知的周期统计

根据我们对中国证监会网站信息的整理，对于2025年第一季度取得境外上市备案通知的35个发行人而言，自申请被接收至取得备案通知平均用时约253天²，中位数约为254天。对比2024年全年的统计数据（详见《[2024年境内企业赴境外上市回顾](#)》），审核周期有一定的延长。具体而言：



备案周期数据的增加一方面是由于2025年第一季度样本数量（相较于2024年全年基数）相对较少，存在统计偏差所致；另一方面，客观上备案项目数量持续增多也给备案工作带来了一定的压力。同时，这也反映出境外上市热度攀升、备案项目持续增多的市场态势。

² 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。

二、2025 年第一季度境内企业赴境外上市发行情况

（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，2025 年第一季度共有 29 个境内企业完成境外发行和上市（这里包括在 2024 年即取得备案通知于 2025 年才完成发行上市的发行人，以及在 2025 年取得备案通知并已于第一季度完成发行上市的企业）。

在上述完成境外发行和上市的 29 个境内企业中，有 15 个发行人选择了香港市场 IPO（14 个）或 de-SPAC（1 个），14 个发行人选择在美国市场 IPO（13 个）或 de-SPAC（1 个，由于不涉及融资，本章中以下发行数据未统计该项目）。

具体而言，在 15 个已于香港市场发行并上市的发行人中，最大募资规模达约 34.55 亿港元，最小募资规模约为 1.28 亿港元；香港上市的募资的平均数约为 10.28 亿港元（约合 1.32 亿美元），中位数约为 5.09 亿港元（约合 6,500 万美元）。在 14 个已于美国进行 IPO 的发行人中，最大募资规模高达约 1.26 亿美元，最小募资规模约为 500 万美元，考虑到最高融资规模（1.26 亿美元）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，美国上市的平均值约为 750 万美元，中位数约为 760 万美元。

（二）发行规模区间

根据我们的统计，香港上市的发行人中，融资规模约在 1 亿 – 5 亿美元的区间约占一半，另一半发行人的融资规模约在 1,000 万 – 8,000 万美元之间。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 1,000 万 – 1,100 万美元（仅有一家美股发行人的融资规模达到一亿美元以上）。具体区间统计如下：

2025年第一季度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
香港	0	0	0	2	3	4	6
美国	0	9	0	3	0	0	1

对比 2024 年全年的发行数据，2024 年全年，香港上市的项目中，发行规模在 1 亿 – 5 亿美元的项目占总的上市数量仅为 16.39%，而 2025 年第一季度该数据达到 40%，2025 年第一季度香港上市中型以上融资规模的项目占比显著提升。美国上市的项目中，500 – 800 万的仍然是主流的发行区间；值得一提的是，随着纳斯达克出台新规（详见下文），美国上市项目的发行规模将有一定的提升。

三、我们的观察

（一）2025 年第一季度香港 IPO 市场火热

1. 发行数量、发行规模均有提升

如上文所述，已有 15 个发行人在 2025 年第一季度于香港成功发行上市，市场还在持续升温。整体发行规模也该季度有明显提升：一季度香港 IPO 的募资平均数达到 10.28 亿港元，中位数达到 5.09 亿港元，2024 年全年分别为 7.67 亿港元和 4.20 亿港元。在可以预见的时间段内，香港 IPO 市场仍将持续

保持活跃状态。

2. A to H 项目数量增加

正如我们在《[2024 年 A 股资本市场回望 — IPO 篇](#)》中所述，放眼 2024 年全年，共 14 家 A 股上市公司公告拟筹备 H 股发行和上市，其中仅 2024 年 12 月就有 9 家 A 股上市公司发布公告拟筹备 H 股发行和上市。2024 年，共 6 家不同行业的 A 股上市公司公告已获得中国证监会关于同意其在境外发行 H 股的备案通知，其中不乏行业龙头企业；其中有 3 家在 2024 年完成了 H 股上市和发行，总发行规模达到约 373 亿港元（包括一家 2024 年度香港上市单笔融资规模最高的发行人）。

2025 年第一季度，A 股上市公司筹备 H 股发行上市项目数量进一步增加：仅第一季度就有 13 家 A 股上市公司发布公告拟筹备 H 股发行上市（几乎与 2024 年全年的公告数量持平）；此外，有 2 家 A 股上市公司已于 2025 年第一季度就境外发行 H 股取得备案通知。

3. 未盈利企业在香港上市的数量持续增加

(1) 18A 章未盈利生物科技公司上市数量持续增加

2025 年第一季度，以 18A 章未盈利生物科技公司完成香港发行和上市的共 2 家（2024 年全年为 4 家），总发行规模达到 13.66 亿港元，平均发行规模为 6.83 亿港元；总的发行市值为 119.16 亿港元，平均值为 59.58 亿港元，均为不带 VIE 架构的间接上市。

(2) 18C 章未盈利特专科技公司申请数量持续增加

2025 年第一季度，第 6 家以 18C 章未盈利特专科技公司向港交所递交了招股说明书，我们预计数量将继续增加。

（二）VIE 架构的发行人获批数量增加

- 2025 年第一季度，共有 7 家采用 VIE 架构的发行人成功取得备案通知，其中美国 3 家，香港 4 家，带有 VIE 架构的约占取得备案通知项目数量的 20%；
- 历史上采用 VIE 架构申请境外上市备案通过的平均周期为 291 天，而 2025 年第一季度获得备案的 VIE 架构的发行人的平均备案周期为 402 天，二者均显著高于同期采用直接上市或不含 VIE 架构间接上市的备案周期。

根据我们的统计，2025 年取得备案通知的 7 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、大数据、传媒、医疗等行业，可能涉及外资禁止或限制的业务领域主要包括增值电信业务、保险中介业务、广播电视节目制作和经营业务和医疗机构业务等。

考虑到 2024 年下半年仅有 2 家带有 VIE 架构的发行人获得备案通知，证监会国际司于 2025 年第一季度即向 7 家带有 VIE 架构的发行人核发了备案通知是非常值得关注的。

尽管如此，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 架构的发行人都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）纳斯达克首次上市流动性要求的重大修订

2025年3月12日，美国证券交易委员会（SEC）正式批准了纳斯达克关于首次上市流动性要求的重大修订³（以下简称“**IPO 流动性新规**”），并提出以下两项重要调整：

1. 调整纳斯达克上市规则中非限制性公众持股市值（MVUPHS）的计算标准

IPO 流动性新规发布以前，发行人可以将与注册 IPO 发行新股同时注册的用于转售的非限制性公众持有股份（非限制性公众持有股份指由非公司高管、董事或者 10%以上的股东所持有的且不受任何转售限制的股份）纳入公众持股数量统计。IPO 流动性新规发布以后，公司必须完全依靠 IPO 发行新股所得以满足最低非限制性公众持股市值要求（MVUPHS）。根据 IPO 流动性新规，

- 纳斯达克资本市场上市要求的非限制性公众持股市值需至少达到 500 万美元（按净利润标准）或 1,500 万美元（按照股权或市值标准），且必须完全以新股发行所得满足该要求
- 纳斯达克全球市场上市要求的非限制性公众持股市值需至少达到 800 万美元（按照税前利润标准），或 1,800 万美元（按照股权标准），或 2,000 万美元（按照市值标准或总资产/总收入标准），且必须完全以新股发行所得满足该要求

上述调整意味着过去发行人靠注册非限制性公众持有转售股份满足非限制性公众持股市值要求的方式不再可行，发行人现时需要完全依靠 IPO 新股发行所得来满足非限制性公众持股市值要求。这对很多中小型中概股公司来说是一个很大的挑战。

2. 场外交易市场（OTC）转板规则的强化

IPO 流动性新规提高了对承销公开发行人方式从 OTC 市场转板至纳斯达克全球市场和资本市场的募集资金要求，且要求仅通过该发行募资所得来满足适用的非限制性公众持股市值要求。IPO 流动性新规将承销公开发行的最低金额分别提高至：纳斯达克资本市场 500 万美元（原为 400 万美元），纳斯达克全球市场 800 万美元（原为 400 万美元），同时必须该承销公开发行人必须完全依靠发行新股所得以满足资本市场和全球市场上市规则对应的非限制性公众持股市值要求。此外还需提醒的是，对于中国背景的企业而言，境外转板上市应当按照中国证监会对于境外首次公开发行上市相关要求，在境外提交转板上市申请文件后 3 个工作日内向中国证监会备案。

四、结语

从统计数据显示，虽然境外上市备案工作的步伐在 2025 年一季度有所放缓，但是在不久前中国证监会境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议中明确传达监管部门对于境外上市备案将“继续完善制度机制，优化工作流程，进一步强化各部门政策衔接、监管协同和信息共享，更好发挥协调机制作用，为企业境外上市提供更加透明、高效、可预期的监管环境”的支持态度。对于有境外上市计划的发行人，在当前的环境下，我们建议应早做准备，积极应对，并及时关注备案工作的最新进展和变化。

³ <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nasdaq/2025/34-102622.pdf>。

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

王宇

电话： +852 2820 5656

Email: wangyu@hankunlaw.com