

*A New Paradigm of*

# HONG KONG CAPITAL MARKETS



中倫  
ZHONG LUN

DRIVEN BY TECHNOLOGICAL EMPOWERMENT & INSTITUTIONAL INNOVATION

科技赋能与制度创新下的

## 香港资本市场业务新范式

HONG KONG CAPITAL MARKETS  
赴港上市  
2.0

上市新规

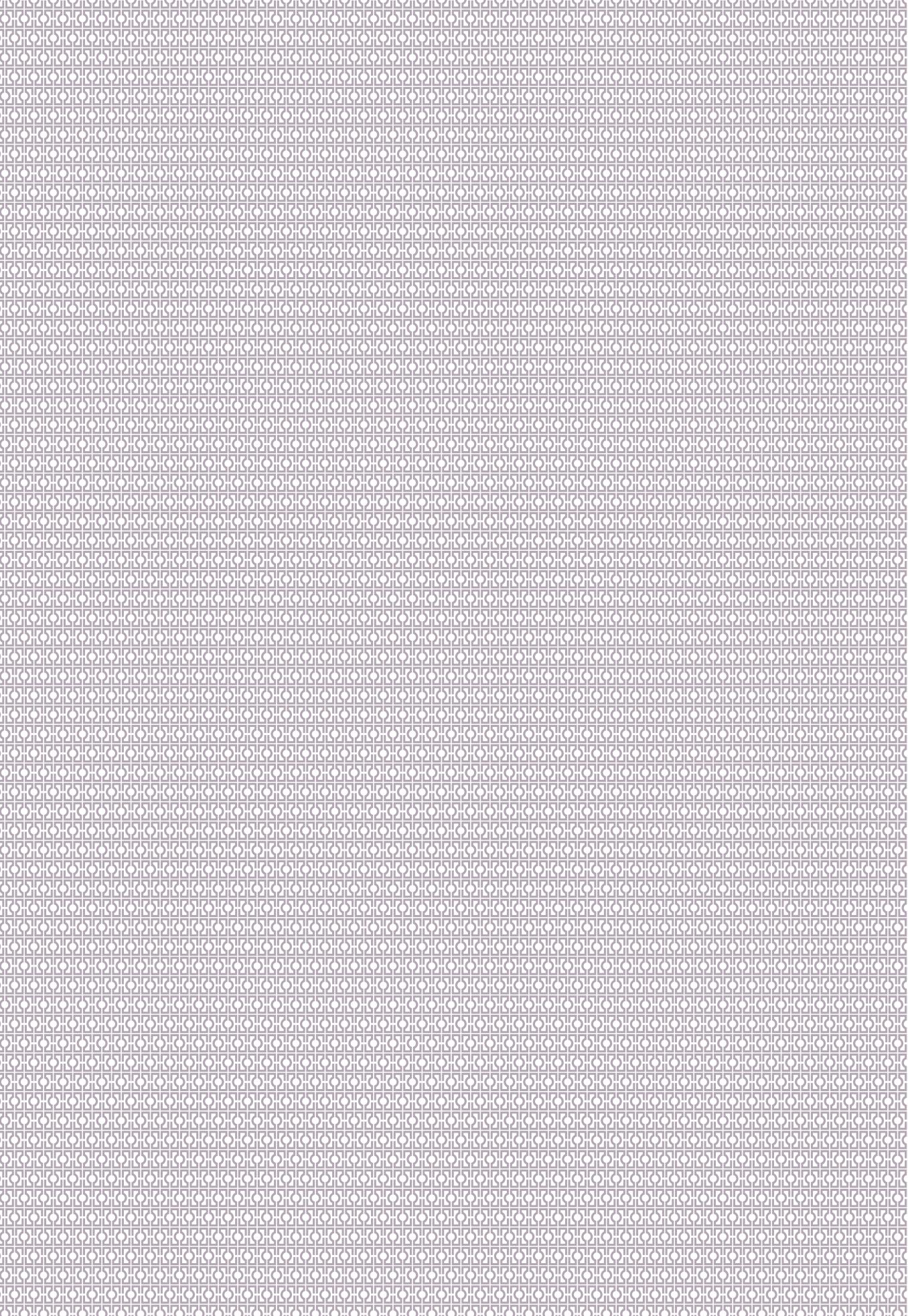
路径解析

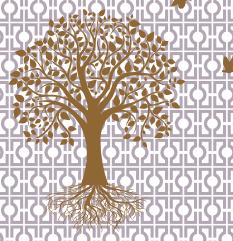
硬科技

新消费

合规与架构设计







中伦研究院出品



—

# *contents* 目录

前言	007
----	-----

---

## *Chapter 001* 上市路径选择与适用条件

---

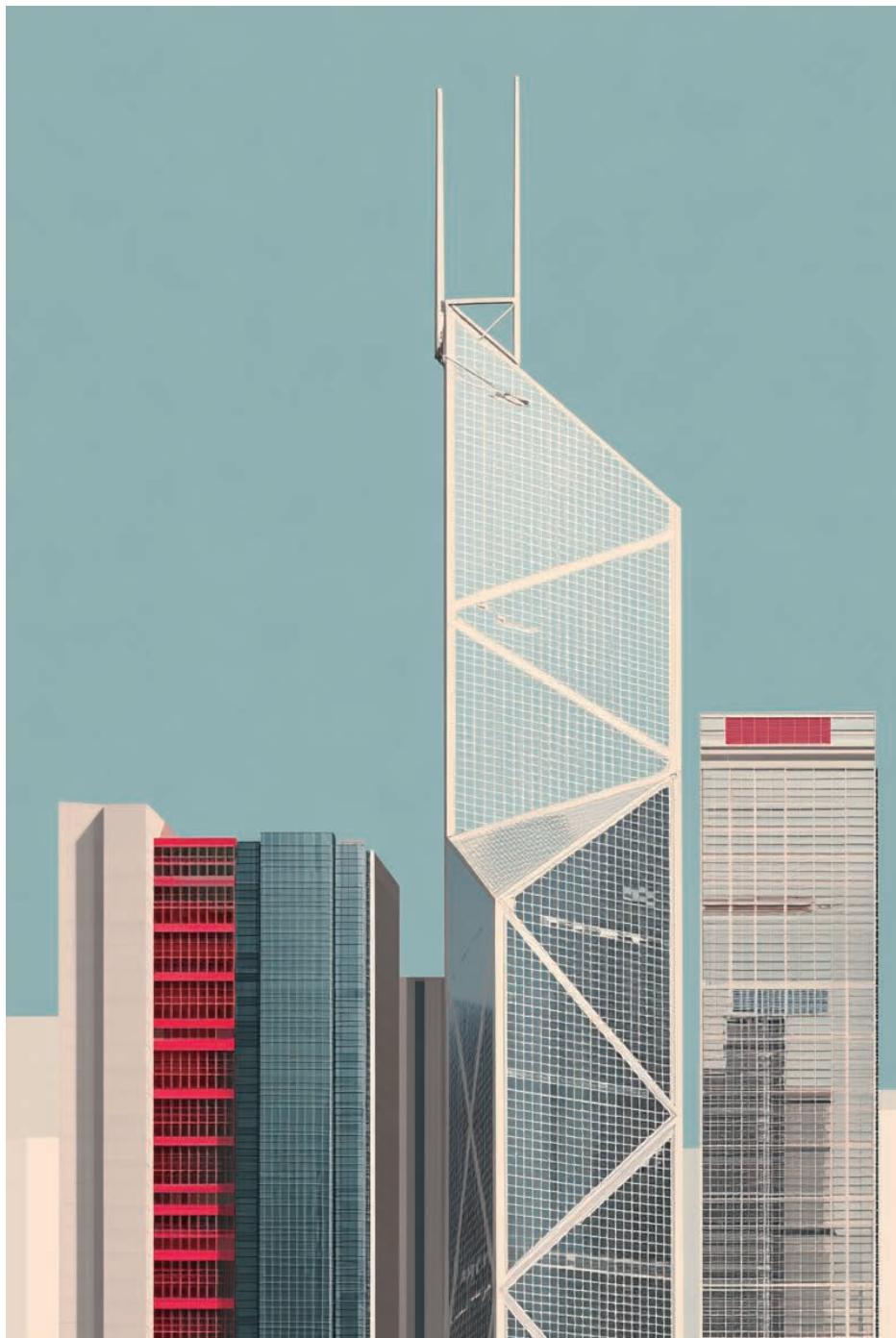
01/ 全面备案制时代下境内企业境外发行上市监管体系要点分析	014
02/ 境外上市备案两周年回顾：数据、趋势与监管风向	029
03/ A股上市公司H股上市特殊法律问题浅析	040
04/ A转H企业估值调整及股东补偿方案	057
05/ 境外上市过程中VIE架构拆除的监管关注要点	068
06/ H股“全流通”重点法律关注事项	076
07/ 如何利用离岸信托助力公司赴港上市？	087

---

## *Chapter 002* 实务专项问题

---

01/ 港交所推出“科企专线”助力科技公司上市	099
02/ 数据与科技监管纵深趋严，企业港股上市数据合规新挑战与应对策略	111
03/ 股权激励与赴港上市2.0：董事长和高管应当关注的六大法律问题	128



—

# *contents* 目录

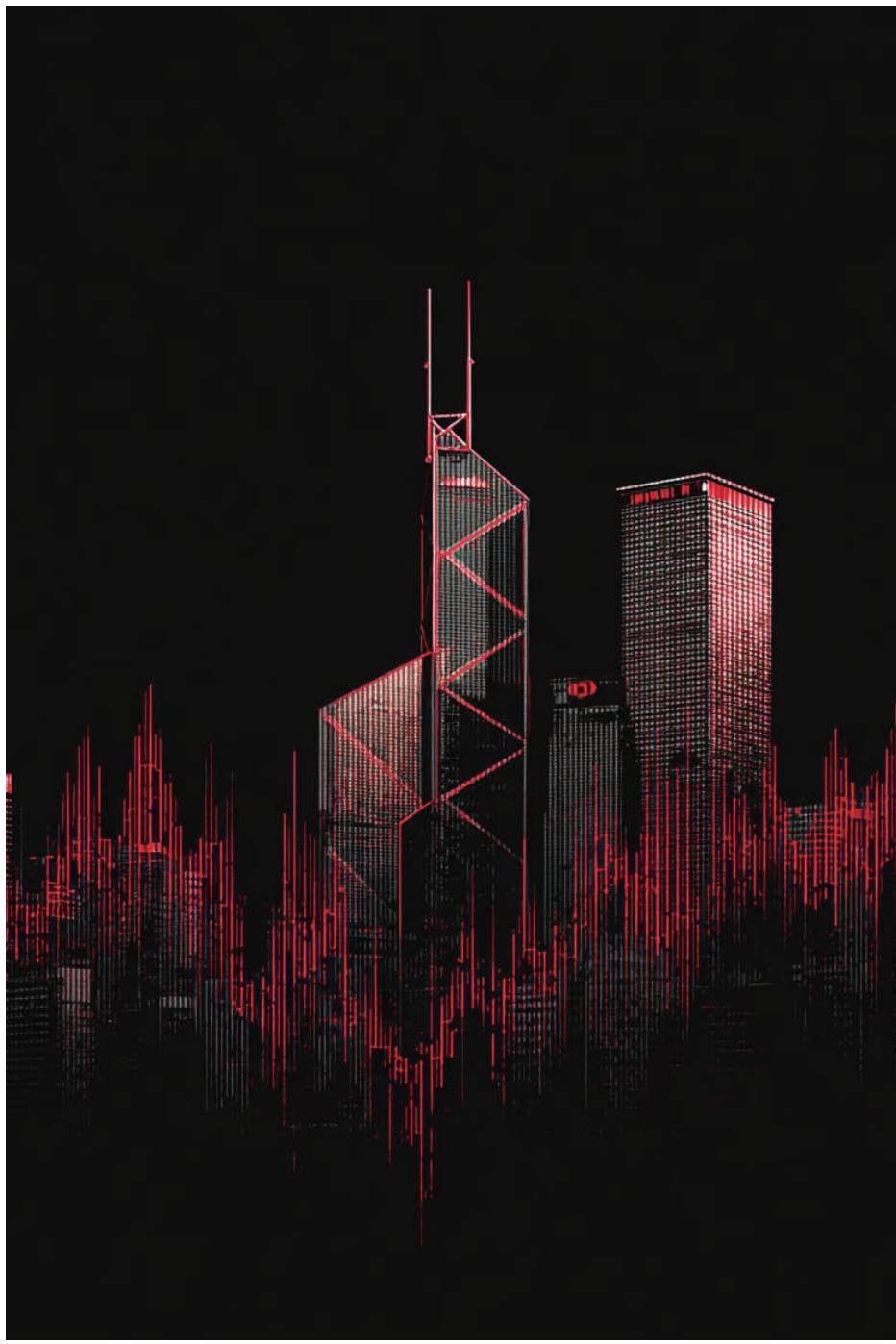
04/ 浅谈港股上市项目中特殊股东权利处理方式 ——从发行人境内律师角度	144
05/ 港股18A上市中的知识产权风险与应对策略	156
06/ 香港上市公司分拆上市简析及关注重点	166

## *Chapter 003*

## 热点行业

---

01/ 硬科技行业赴港上市重点关注法律问题	182
02/ 生物医药企业香港上市涉及的数据合规问题	201
03/ 新消费企业赴港上市的热点法律问题	226
04/ 境内消费连锁企业赴港上市合规精要	245



—

---

*preface* 前言

作为国际金融中心，香港凭借优越的地理位置和完善的金融体系，成为了连接中国与世界的桥梁，不仅是内地企业寻求海外融资的理想选择，更是众多新经济企业蓬勃发展的摇篮。随着“一带一路”倡议的深入推进和粤港澳大湾区建设的加速，香港资本市场已成为内地企业拓展全球布局、获取国际资本的重要枢纽。对于计划赴港上市的境内企业来说，把握住港股市场的政策协同、高效融资、国际资源配置等多重优势，不仅是实现企业价值提升的关键路径，更是推动资本市场高水平对外开放、锚定全球化发展战略的必然选择。企业唯有系统梳理港股上市的核心规则与实务要点，才能在复杂多变的跨境资本环境中找准方向、抓住先机。

## SECTION 001

## 赴港上市的核心优势与价值

---

在当前资本市场的多元选择中，港股市场的高效融资能力、国际资源配置、政策红利、制度创新活力，深刻影响企业的资本路径选择。港股上市作为内地企业的重要融资渠道，其优势来源于政策与市场的协同作用，持续为创新企业提供战略发展空间。

两地监管协同，释放政策红利为企业赴港上市提供制度保障。国务院及证监会后续出台的对港合作措施，坚持市场化、法治化、多元化方向，完善境外上市备案与跨境监管协作安排，尤其聚焦科技型企业，支持其通过境内外“两个市场、两种资源”实现规范发展，彰显资本市场高水平对外开放的导向。香港方

---

面通过规则优化强化上市融资便利性，针对性适配新经济与科技创新企业需求。港交所新增特专科技行业上市规则（第18C章），并下调上市门槛；同时对符合条件、市值超过100亿港元的A股上市公司发行H股实行快速审批政策；加之“科企专线”及保密申请机制的推出，形成与境内政策的协同效应，为科技企业赴港上市构建高效路径。

从国际影响力维度考量，赴港上市为企业提供了对接全球资本的信用背书。香港作为国际金融中心，汇聚全球多元化机构投资者，其上市规则及企业管治守则融合国际通行原则，通过规范公司治理、信息披露等要求，既提升了上市公司的治理水平与市场公信力，也强化了全球投资者对相关企业的认可，助力企业实现国际化发展布局。

## SECTION 002

### 赴港上市重点法律问题梳理

---

《赴港上市2.0》旨在为计划赴港上市的境内企业提供全面的法律实务指引，深入剖析当前市场背景下，不同上市路径的选择与挑战、实务专项法律问题以及热点行业的上市趋势，助力企业稳健迈入国际资本市场，撬动发展新机遇。

#### （一）赴港上市路径选择

在全球资本流动加快、政策环境不断调整的情况下，港股市场正成为国内企业拓宽融资渠道、推进国际化战略的重要平台。无论是选择H股直接上市，还是通过红筹架构实现境外间接上市，企业都需在合规性、灵活性与战略适配性之间寻求平衡。2023年备案制改革后，H股上市流程的简化与“全流通”机制的优化，为大型国企和成熟民企提供了更高效的跨境融资路径；而红筹架构（包括VIE架构）虽因监管明确化面临更高合规要求，但仍为采用该架构赴境外

---

上市的境内企业敞开大门。与此同时，在中概股回归的大背景下，二次上市与双重主要上市的差异化规则，以及分拆上市的业务聚焦机遇，均成为企业全球布局的重要选项。

## （二）实务专项问题解析

面对日趋复杂的市场环境，赴港上市过程中涉及的上市机制、架构设计、权利安排与股权激励规划等问题，直接关乎企业上市进程的顺畅与否乃至最终成败。这些问题既涉及跨境交易的特殊性，又关乎企业治理的深层逻辑，稍有不慎便可能影响上市进程，甚至导致企业上市失败。文集第二章聚焦赴港上市中的核心法律议题，通过拆解实务中的典型问题，为企业提供兼具合规性与实操性的解决方案。

在赴港上市的法律框架中，股权层面的制度设计尤为关键。股权激励作为吸引核心人才的重要工具，在跨境语境下涉及离岸信托搭建、税务筹划、外汇登记等多重考量，工具错配或操作失当可能导致高昂成本；企业在处理包括回购权、反稀释权在内的特殊股东权利时，需要在遵守香港联交所监管规定与维护投资人权益之间寻求平衡，这是上市进程中企业治理结构重塑的关键环节。妥善处理特殊股东权利，平衡合规要求与股东核心诉求，是企业成功登陆港股的前提和坚实保障。

这些法律问题的解决不仅需要对港交所《香港联合交易所有限公司证券上市规则》及中国证监会《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》等监管条文的深刻理解，更依赖于对跨境法律、税务、商业逻辑的综合运用。文集第二章将从实务视角出发，结合具体案例剖析问题本质，厘清监管边界，为拟上市企业从架构设计到合规落地的核心问题提供指引，助力企业在复杂的跨境资本市场中稳健前行。

### (三) 热点行业

赴港上市并非简单的资本运作，而是对企业合规能力、风险管控与行业适应性的全面考验。尤其在当前全球监管趋严、地缘政治博弈加剧的背景下，企业需以更审慎的态度审视自身在跨境经营中可能面临的法律、监管与政策风险。文集第三章聚焦境内企业赴港上市的行业特殊风险与合规等法律问题，系统梳理企业在不同赛道中需重点关注的合规要点与风险应对策略，为企业构建“风险识别—合规规划—落地执行”的全流程管理体系提供实践指引。

在行业层面，不同领域的企业面临不同的挑战。新消费企业需直面其商业模式的可持续性、供应链合规及政策环境的不确定性；硬科技企业则需应对技术出口管制、数据跨境传输及国际制裁等高敏感性风险；而生物科技企业则肩负研发管线布局与研发失败风险、监管审批漫长与商业化能力不足的多重压力。与此同时，连锁企业因门店网络庞大、加盟模式复杂，需在消防、租赁、劳动用工等领域筑牢合规底线。这些风险不仅源于行业特性，更与港股市场对信息披露透明度、公司治理规范性的严格要求密不可分。文集第三章选定行业视角，揭示企业如何在复杂环境中平衡商业创新与合规义务，为读者提供可复制的合规框架与决策参考。

## SECTION 003

### 结语

2025年，香港资本市场在A+H和新经济上市的驱动下逆势增长，以上半年1071亿港元总募资额重回全球第一<sup>1</sup>，逾90%企业来自内地<sup>2</sup>。当前全球经济格局深度调整，地缘政治风险因素复杂交织，香港作为连接中国经济国内国际双

1.毕马威，《中国内地与香港IPO市场2025年第二季度回顾》，2025年7月3日。

2.安永，《2025年中国内地和香港IPO市场报告》，2025年6月。

循环的关键枢纽和桥梁，在资本市场的发展上具有独特地位，凭借制度优势和政策包容性，为企业带来了独特的发展机遇。

中国证监会境外上市新规的颁布与实施，标志着境内企业境外发行上市的监管体系正式步入全面备案制监管的新时代。从为专科技企业开辟专属上市通道、设立“科企专线”提升监管透明度，到港股通机制不断深化两地市场联动——香港资本市场正通过全方位的制度创新，持续助力内地企业尤其是科技创新型企业实现跨境资本化。《赴港上市2.0》系统解读了港股上市的核心优势、法律框架和行业实践，既为企业提供了从架构设计到合规落地的全流程指引，也为应对全球化竞争中的法律与政策挑战给出了切实可行的解决方案。未来，随着“两个市场、两种资源”战略的深入实施，香港资本市场必将在推动中国式现代化进程中发挥更大作用；而企业唯有以合规为根基、以创新为动力，才能借助港股平台，走向更广阔的国际舞台。

# (1)

chapter  
01

Selection of Listing Path  
& Applicable Conditions

上市路径选择  
与适用条件

Hong Kong  
Capital Markets  
2.0

A New Paradigm of  
Cross-Border Capital Markets  
Driven by Technological Empowerment  
and  
Institutional Innovation



# 全面备案制时代下 境内企业境外发行上市 监管体系要点分析

by 贾海波 崔梦瑶

2023年2月17日，是中国境内外资本市场监制度改革历程中的重要里程碑。当日下午，中国证券监督管理委员会（“证监会”或“中国证监会”）正式宣布A股市场全面实施注册制。紧随其后，证监会颁布了境内企业境外发行上市系列新规（统称“境外上市新规”）。境外上市新规以《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（“《境外上市管理试行办法》”）为核心，配套多项监管规则适用指引，于2023年3月31日起正式施行。为做好新旧制度衔接，证监会同步发布了《关于境内企业境外发行上市备案管理安排的通知》，标志着境内企业境外发行上市备案制监管体系正式确立。

境外上市新规的颁布实施，统一了此前对H股、大红筹、小红筹等不同境外上市模式的监管差异，特别是填补了对“小红筹”上市的监管空白。境外上市新规在广泛吸纳市场参与主体意见的基础上，以完善监管、促进合规为目标，推出多项制度创新，充分体现了“放管服”的监管理念。本文结合笔者团队在境外上市业务领域的多年实践与观察，对境外上市新规的核心要点做一解读，并对境外上市新规实施两年多来的情况进行总结。

## SECTION 001

### 重构后的境外上市监管体系

如前所述，境外上市新规以《境外上市管理试行办法》为核心，辅以陆续颁布的监管规则适用指引。截至目前，证监会已针对境内企业境外上市发布了7项监管规则适用指引，初步构建起“《境外上市管理试行办法》+监管规则适用指引”的立体境外上市监管框架。



境外上市新规体系的形成，织就境内企业境外上市新的监管网络，重构境外上市境内监管体系，形成了以证监会备案监管为统领，商务、发改、外汇、安全审查等部门在各自领域协同发力的监管机制。

### 《公司法》《证券法》

境外上市备案	境外上市新规体系	证监会
外资准入	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》	商务部、发改委
境外投资	37号文、《并购规定》（10号文）、《企业境外投资管理办法》《境外投资管理办法》	证监会、商务部、发改委、外管局等
安全审查	《外商投资安全审查办法》、《网络安全审查办法》、《网络数据安全管理条例》	商务部、网信办
数据跨境监管与上市保密和档案管理	《数据出境安全评估办法》、《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》	证监会、财政部、保密局等

## SECTION 002

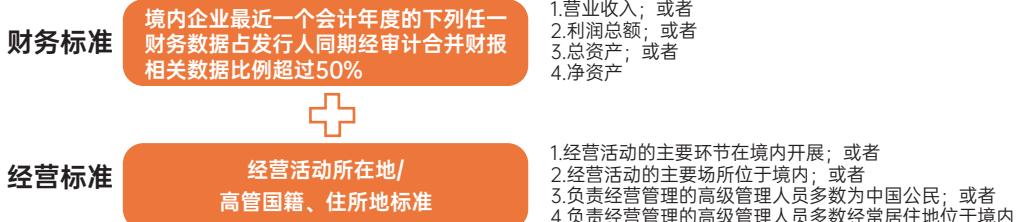
## 境外上市新规核心要点

### (一) 备案监管范围——境内企业境外发行上市

境外上市新规将境外发行证券或者将其证券在境外上市交易（“**境外发行上市**”）相关活动列为境外上市新规的监管范围。其中，“境外发行上市交易”既包括境外发行证券行为，也包含上市行为本身，比如，不涉及发行股份的上市行为（如介绍上市）也被明确落入备案监管范围。

对于“**证券**”的范围，《境外上市管理试行办法》明确列举了股票、存托凭证、可转换为股票的公司债券（“可转债”）这三类证券类型，且相关监管规则适用指引进一步明确发行可交换债券、优先股的行为也在备案监管范围之内。此外，考虑到“**证券**”的外延本就存在一定争议，《境外上市管理试行办法》兜底性的强调将其他具有股权性质的证券纳入到了境外上市新规项下“**证券**”范围，由此看来，如境外发行不具有股权性质的证券活动，比如境内企业在境外发行不具备股权性质的美元债，点心债等，则不属于境外上市新规项下的“**发行证券**”行为。

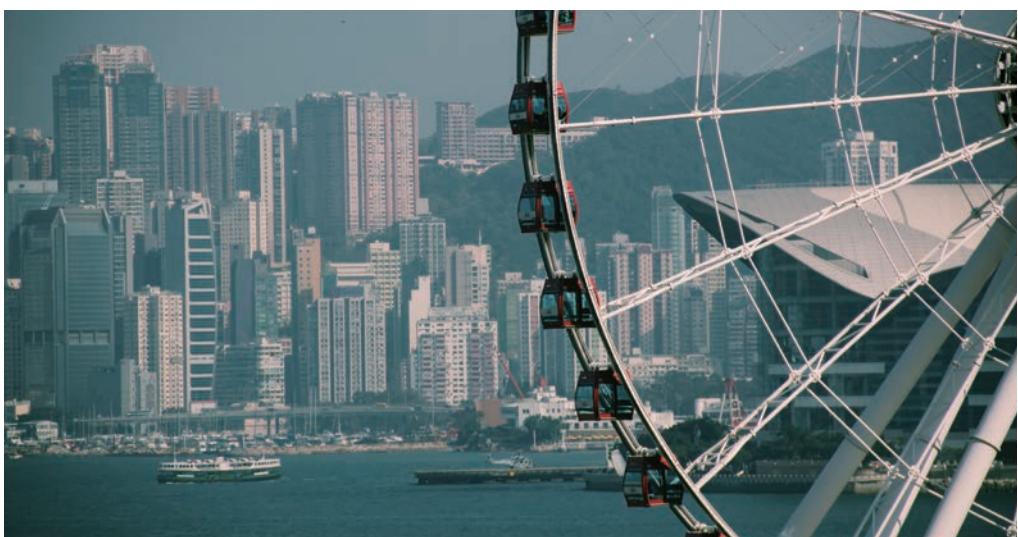
境外上市新规将“**境外发行上市**”类型区分为**境内企业直接境外发行上市**（即境内股份公司境外发行上市，如H股、N股、S股）和**境内企业间接境外发行上市（即红筹结构上市）**，并对境内企业间接境外发行上市的认定标准进行了相应规定。针对境内企业间接境外上市，境外上市新规将其定义为“主要活动在境内企业，以境外注册企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益境外发行上市”，并从财务和经营两个维度确定了相应认定标准：



同时，境外上市新规也进一步提出，如发行人不满足上述认定标准，但是在境外市场按照非本国（或地区）发行人有关规定要求提交上市申请，且依规定披露的风险因素主要和境内相关的，证券公司及发行人境内律师应当遵循实质重于形式的原则，对发行人是否属于备案范围进行综合论证与识别。

## (二) 备案事项及申请备案要求

在上述境外上市新规监管范围内，境外上市新规进一步按照不同需备案事项进行划分，主要围绕“首次公开发行或上市”“境外上市后境外发行证券”以及“全流通”三类境外资本市场活动，明确相应具体备案监管事项，并针对性提出了不同备案要求和提示，总结如下：



	备案事项	备案要求	特别提示
首次公开发行或上市	1.首次公开发行并上市(IPO)	提交发行上市申请文件后3个工作日内  <b>(境外采用秘密或者非公开方式提交发行上市申请文件的，可以在备案时提交说明，申请延后公示备案信息，并应当在发行上市申请文件在境外公开后的3个工作日内向证监会报告)</b>	转换上市地位（如二次上市转为双重主要上市）、转换上市板块，且不涉及发行股份，无需备案，相关事项发生并公告之日起3个工作日内向证监会报告。
	2.二次上市(Secondary Listing)		
	3.双重主要上市(Dual Primary Listing)		
	4.介绍上市(Listing by Way of Introduction)		
	5.发行人境外交易所退市后(包括退至场外市场)，拟重新境外发行上市		
	6.通过收购、换股、划转及其他交易安排实现境内企业资产直接或间接境外上市	涉及境外提交申请文件的，提交发行上市申请文件后3个工作日内；  不涉及境外提交申请文件的，首次公告交易具体安排之日起3个工作日内	1.购买的境内资产应为经营性资产，不属 于财务性投资； 2.“交易具体安排”，是指拟提交董事会、股东会等决策机构批准，较为完整、详实的交易方案，但不包括意向性、框架性协议等。
境外上市后境外发行证券	7.同一境外市场再融资(含发行普通股、优先股、可转债、可交债等股权性质证券，以及各类配售融资，PIPE融资等)	发行完成后3个工作日内	不包含发行证券用于如下情形： 1.实施股权激励； 2.公积金转增公司资本； 3.分配股票股利； 4.股份拆细。
	8.授权范围内分次发行证券(如储架发行，“ATM”)	首次发行完成后3个工作日内	剩余各次发行完成后，应当向证监会汇报总报告发行情况。
全流通	9.直接境外发行上市项下，股东申请“全流通”	“全流通”本身应符合中国证监会有关规定，股东可委托境内企业履行备案程序	/

### (三) 境外发行上市条件

从境外发行上市的条件来看，境外上市新规主要以负面清单的形式，列明了不得境外发行上市的若干情形，明确属于负面清单相应情形的，不得境外发行上市，中国律师也需就其是否构成负面清单相应情形出具专项核查意见。如在境外发行上市前出现了相应情形的，则应当暂缓或者终止境外发行上市，并及时向中国证监会、国务院有关主管部门报告。从发行上市条件来看，境外上市新规聚焦发行人核心合规问题，具体如下：

负面清单	具体要求
法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的	国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》禁止上市融资的；  如义务教育阶段学科类培训机构、面向普通高中生的校外培训机构、民办园、营利性幼儿园等。
	境内企业属于《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》(国发〔2016〕33号)规定的严重失信主体的。
	在产业政策、安全生产、行业监管等领域存在法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资的。  如：产能严重过剩项目等。
经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市可能危害国家安全的	如：外商投资安全、网络安全、数据安全等。

负面清单	具体要求
境内企业或者其控股股东、实际控制人最近3年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的	如刑事犯罪主体为发行人收购而来，且相关刑事犯罪行为发生于发行人收购完成之前，原则上不视为发行人存在相关情形。但发行人主营业务收入和净利润主要来源于相关主体的除外；“最近3年”的起算时点，从刑罚执行完毕之日起计算；违法违规行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、国家经济利益重大损失或其他社会影响恶劣的情况，原则上应当认定为重大违法违规行为。
境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的	
控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的	应当关注控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股权是否存在质押、冻结或诉讼仲裁，可能导致重大权属纠纷的情形。

#### (四) 境内企业境外上市活动的基本要求

除上述负面清单以外，境外上市新规也规范了针对境外发行上市活动的各项要求，既包含对境内企业或发行人的相应约束，同时也对从事境内企业境外发行上市业务的证券公司、证券服务机构和人员等中介机构及人员的“看门人责任”予以了相应规范：

规范事项	基本要求
内控与公司治理	<ul style="list-style-type: none"> <li>境内企业应当依照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国会计法》等法律、行政法规和国家有关规定制定章程，完善内部控制制度，规范公司治理和财务、会计行为；</li> <li>境内企业直接境外发行上市的，参照《上市公司章程指引》等中国证监会关于公司治理的有关规定制定公司章程，规范公司治理。</li> </ul>
保密责任	<ul style="list-style-type: none"> <li>境外发行上市的境内企业应当遵守国家保密法律制度，采取必要措施落实保密责任，不得泄露国家秘密和国家机关工作秘密。</li> <li>发行上市涉及向境外提供个人信息和重要数据等的，应当符合法律、行政法规和国家有关规定。</li> </ul>
国家安全	<ul style="list-style-type: none"> <li>境内企业境外发行上市活动，应当严格遵守外商投资、网络安全、数据安全等国家安全法律、行政法规和有关规定，切实履行维护国家安全的义务。涉及安全审查的，应当在向境外证券监督管理机构、交易场所等提交发行上市申请前依法履行相关安全审查程序。</li> <li>境外发行上市的境内企业应当根据国务院有关主管部门要求，采取及时整改、作出承诺、剥离业务资产等措施，消除或者避免境外发行上市对国家安全的影响。</li> </ul>
中介机构责任	<ul style="list-style-type: none"> <li>从事境内企业境外发行上市业务的证券公司、证券服务机构和人员，应当遵守法律、行政法规和国家有关规定，遵循行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责，保证所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性，不得以对国家法律政策、营商环境、司法状况等进行歪曲、贬损的方式在所制作、出具的文件中发表意见。</li> </ul>
境外证券公司从业首次备案	<ul style="list-style-type: none"> <li>境外证券公司担任境内企业境外发行上市业务保荐人或者主承销商的，应当自首次签订业务协议之日起10个工作日内向中国证监会首次备案，该项备案只须进行一次备案即可，不需要“一项目一备”。</li> <li>于每年1月31日前向中国证监会报送上年度从事境内企业境外发行上市业务情况的报告。</li> </ul>

## SECTION 003

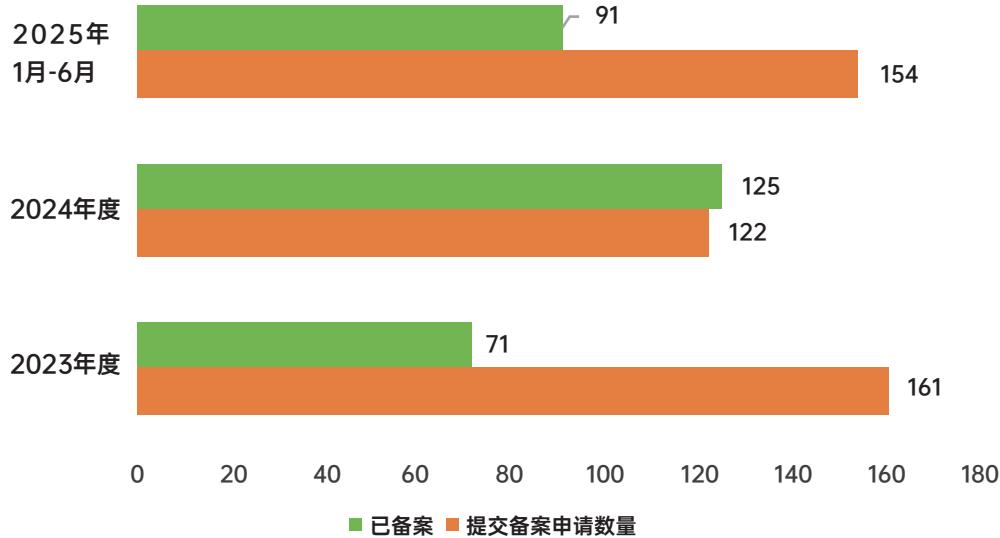
## 境外上市新规的实施情况

截至目前，境外上市新规落地并已顺利施行已满两年，在此期间，中国证监会定期在其官网公布了境外上市申请材料受理情况、补充材料需求，并公示备案通知，以便于公众了解境外上市备案进展情况。

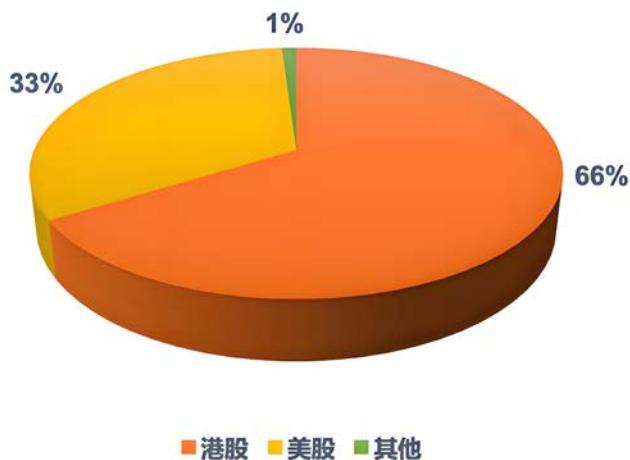
### (一) 境外上市项目备案概况

根据中国证监会官网数据总结，截至2025年6月30日止，共有575家境内企业向中国证监会提交备案申请（含单纯“全流通”申请），其中，有328家企业已获备案通知，正在审核的企业有245家，2家企业终止备案，其中香港上市公司独占鳌头，共计已申报420家，并已有225家已获备案通知。

单就IPO或者在境外上市项目（不含单纯“全流通”申请）统计，截至2025年6月30日，2023年度总计161家企业提出境外上市备案申请，共71家境内企业获得备案通知；2024年度共计122家企业递交备案申请，共125家境内企业（含2013年递交申请的企业）获得备案通知，数量大幅提升76%。2025年上半年度，在香港资本市场异常活跃的背景下，共有154家境内企业在当年度递交境外上市备案申请，申请数量已贴近以往完整年度的申请数量，并已有91家企业在此期间取得中国证监会的备案通知。



截至2025年6月30日，从上市地分布看，提交备案申请的企业集中于港股及美股市场，其中已获备案通知的企业中，港股案例约近190家，美股案例约90家，港股上市占比约66%。



通过对已备案企业的备案审核周期进行不完全统计，非协议控制架构企业的备案审核周期相较于协议控制架构企业（“**VIE架构**”）选对较短，绝大多数平均集中在120-150天以内。相比之下，VIE架构企业的备案周期则显著延长，普遍超过180天。

## （二）监管协同

在境外上市新规颁布时证监会有关部门负责人答记者问（“**证监会答记者**”）中，就境外上市备案管理于安全审查、行业监管程序如何衔接进行了相应回复，明确：

“安全审查和行业监管程序是指有关行业主管部门通过制度规则明确规定了的程序，有比较清晰的适用标准范围和要求，与境外上市备案管理是相对独立的监管环节，企业对照相关规定自主判断、依法依规申报即可。只有在现有制度明确涉及安全审查、行业监管前置程序的情况下，企业才需要在申请备案时提交相应的前置审批文件。比如，企业达到《网络安全审查办法》所规定标准的，应当在备案前依法履行网络安全审查程序；再比如，企业在境外发行可转债，应当根据外债管理部门规定要求事先履行外债审核登记程序等等。”

此外，在境外上市新规出台前，VIE架构企业的境外上市的监管一直处于几近空白的状态。就境外上市新规实施后的VIE架构境外上市，证监会答记者问中明确对其备案管理将“坚持市场化、法治化原则，加强监管协同。证监会将征求有关主管部门意见，对满足合规要求的VIE架构企业境外上市予以备案，支持企业利用两个市场、两种资源发展壮大。”

据此，在境外上市新规的架构之下，“满足合规要求”的VIE架构企业的境外上市可取得监管认可。境外上市新规施行两年多来，经笔者观察，在众多境内企业境外上市案例中，中国证监会在其备案审核实践中针对外资准入、安全审查等相关问题已征询了相关主管部委意见，并形成了有效的横向沟通机制，境外上市新规监管体系下的监管协同机制已初步建立。

---

## SECTION 004

### 备案审核重点关注问题与境内律师核查要点

---

结合项目实践，并经查阅中国证监会官网公示的各备案申请项目的补充材料问题，中国证监会在备案审核过程中所提出的首轮问询问题相对统一，主要关注问题较为突出，核心聚焦股权架构及变动、股权激励、员工持股计划等与公司持股架构相关问题，同时，也会重点关注公司个人信息保护、数据安全、外资准入等相关问题，主要汇总如下：

1. **历史沿革股权变动情况（高频问题）**，经笔者观察，约近六成备案申请企业曾被问及相关境内企业股权变动情况及其股东相关情况，比如历次股份变动的定价合理性、税费缴纳、外汇登记情况、股东穿透情况和新增股东情况、是否存在股份代持等，特别对于红筹架构，会延伸至当前架构的合规性，即返程并购是否履行外汇、境外投资程序，境内利润向境外转移的路径是否公允等。

2. **股权激励计划与持股平台相关问题**，比如，股权激励计划的合规性（包括内部决策程序和外部监管程序）；是否存在外部人员或未明确授予对象的情况；是否涉及利益输送等情形。

3. **针对红筹架构企业及协议控制企业，证监会已形成相对程式化的问询思路**，比如，会惯常问及红筹架构设立的合规性、必要性以及返程投资过程中所涉及相关交易价款支付、税费缴纳情况等；从近期VIE架构企业取得的备案通知来看，相较于其他企业，证监会通常会额外要求VIE架构企业按承诺严格落实发改委、商务部、工信部等有关部门提出的整改要求，即使历史VIE架构已拆除，仍需补充说明终止协议的合规性。值得注意的是，证监会对VIE的审查侧重程序合法性及股权稳定性，而非其商业合理性。

4. 此外，中国证监会还会基于发行人所处行业与经营特点，问询问题聚焦规范运作、数据合规、安全审查等方面，比如，对于大多数TMT企业，会要求披露数据收集、存储、出境的全流程，包括敏感信息处理、第三方提供合法性

及数据出境安全评估，同时需说明数据安全内控制度与技术保护措施。

## SECTION 005

### 展望与总结

境外上市新规的颁布与实施标志着境内企业境外发行上市的监管体系正式步入全面备案制监管的新时代，扫清了此前诸多的监管真空地带。备案制相比于审批制，兼顾了监管层对境外上市的合规管理及监管需求外，亦多了一份对市场的尊重以及对监管力度的克制。对诸多拟进行境外上市的境内企业而言，上市行为成本固然有所增加，但通过法规得以明确的清晰备案路径与程序以及企业与监管机关之间的沟通渠道，会为境内企业的境外上市带来更多的确定性。境外上市新规开启的境内企业境外上市监管变革大幕无疑将深刻影响境外上市的监管体系，为境内企业境外上市创造更加透明、可预期的制度体系和监管环境，相信随之而来的将是资本市场进一步扩大开放以及境外上市健康、有序、蓬勃发展的新时代。



贾海波  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3556  
jiahaibo@zhonglun.com



# 境外上市备案 两周年回顾：数据、 趋势与监管风向

by 丁文昊 庞颖 金津

2023年3月31日，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及其配套指引（统称“境外上市备案新规”）正式实施，标志着境内企业赴境外上市全面步入备案时代。境外上市备案新规实施两周年以来，境内企业“走出去”的步伐在规范中稳步前行，其落地为企业赴境外IPO提供了更清晰的监管预期和路径，引导企业在可预期的合规框架下对接全球资本市场。

在新规实施一周年时，笔者团队曾统计相关数据并发布相应文章以期为企业与同仁提供参考；而值此两周年之际，在更加丰富的案例与监管实例的基础之上，我们将通过深入解读备案企业在上市地点选择、企业架构类型、申报类型、行业差异以及具体发行情况上的表现，回顾备案新规实施以来的市场动态，并分析背后的监管逻辑与市场趋势。

## SECTION 001

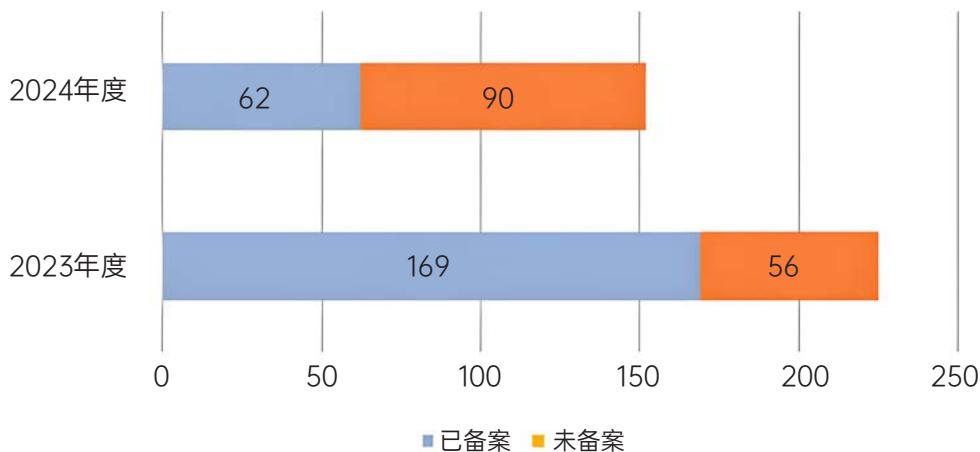
### 新规实施两周年之备案情况总览

根据中国证监会官网披露显示，截至2025年3月31日，共有403家<sup>1</sup>境内企业提交了境外发行上市备案申请，其中231家企业已取得备案通知书，整体备案完成率达57.32%；116家企业处于补充材料阶段，22家企业已终止备案。针对前述境外上市备案申请企业，我们从备案申报数量及上市地、申报类型、备案周期及行业分布四个角度进行了数据分析，总结如下：

#### 1. 备案企业数量与上市地分布：港美市场仍占主导，多元化趋势渐显

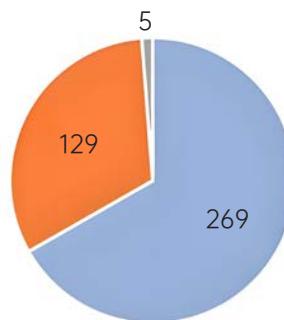
1.本文相关数据统计以中国证监会官网截至2025年3月31日公示的备案情况表及其他公示信息，不包含部分秘交未公示的企业及申请全流通的企业。

## 备案情况概览



从上表可以看出，2023年4月1日至2024年3月31日（本文中简称“**2023年度**”）提交备案的225家企业**备案完成率已达75.11%**，其中70家于2023年取得备案通知书，89家于2024年取得备案通知书，有10家于2025年方备案成功；2024年4月1日至2025年3月31日（本文中简称“**2024年度**”）共有152家企业提交备案，其中62家已获得备案通知书，**备案完成率为40.79%**。<sup>2</sup>

## 备案企业境外上市地



■ 香港联交所 ■ 纳斯达克/纽交所 ■ 其他

<sup>2</sup>.此处数据不包含部分未披露备案接受日期的秘书企业。

---

从上市地来看，大部分备案企业计划赴港或赴美上市，其中**66.75%的企业选择于香港联交所上市，32.01%的企业选择赴美上市**。港股与美股市场合计占据主导地位。同时也出现了市场多元化的趋势：部分企业开始将目光投向台湾、瑞士、新加坡等其他资本市场，表明境内企业在主要市场之外积极探索更多元的海外上市渠道，预计这一多元化趋势未来会进一步深化。

## 2. 申报类型：间接境外上市面临合规挑战加剧

在申报备案的403家企业中，间接上市企业占65.76%，共265家；直接上市企业占34.24%，为138家；在间接上市企业中，红筹架构企业为178家，VIE架构企业为63家<sup>3</sup>。

聚焦于港股，选择红筹上市的企业为131家（其中2023年申请备案71家、2024年42家、2025年18家），H股上市的企业为138家（其中2023年申请备案41家、2024年54家、2025年42家），总数上两者基本持平，但2025年选择红筹架构赴港股上市企业明显少于H股上市企业。我们认为出现上述情况的原因是H股直接以境内实体作为上市主体，整体架构清晰、合规要求明确、透明度较高。相比之下，红筹模式需搭建境外控股主体并涉及多层股权架构，在当前监管趋严的背景下，企业为了减少合规风险、缩短备案和审批周期，倾向于直接选择H股上市模式。

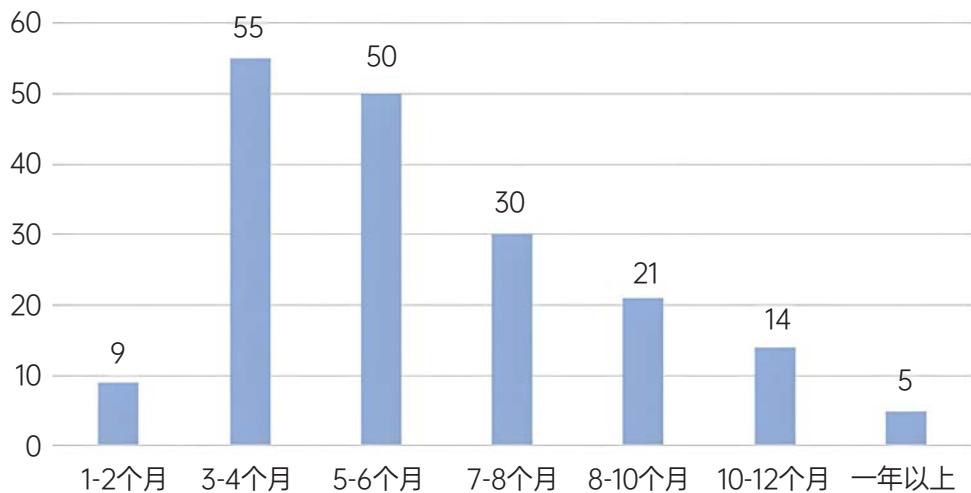
## 3. 备案时长：平均备案时长171天，VIE监管审查趋严

231家取得备案通知书的企业备案时长分布如下：

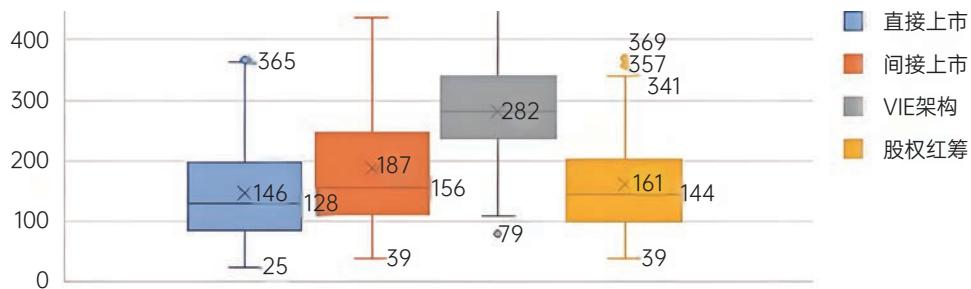
---

<sup>3</sup>.部分秘交企业尚未公开招股书，无法确定其股权架构。

### 备案时长分布



根据我们的统计，截至2025年3月31日，平均备案时长为171天，约六个月；最短为25天，系宁德时代A+H股的备案申请；最长为592天，系量子数科以VIE架构赴港上市之申请；备案时长的中位数为146天，约五个月。



从不同架构企业上看，直接上市的备案时长显著少于间接上市，间接上市中，VIE架构企业备案时长亦显著长于股权红筹架构企业。具体而言，直接上市企业中，最短耗时25天，最长耗时365天，平均耗时146天，耗时中位数为128天；间接上市企业中，最短耗时39天，最长耗时592天，平均耗时187天，耗时中位数为156天。聚焦于VIE架构企业，目前共30家VIE架构企业取得备案

通知书，最短耗时79天，最长耗时592天，平均耗时282天，备案耗时差异显著反映出监管对VIE架构的实质审查力度普遍高于其他架构。值得一提的是，目前通过备案的30家VIE架构企业中，仅有家系2024年度新申报之企业，其余均为2023年度申报的存量企业。关于VIE架构企业备案时长问题，笔者已于《回首境外上市备案时代元年：新规落地实施情况及VIE架构备案关注要点》一文中详细展开。

此外，从行业分布来看，已获得备案通知书的企业中，TMT（40家）、消费（40家）、医疗（38家）、制造（33家）及能源企业（14家）占大多数，其备案时长数据如下表所示：

	TMT	消费	医疗	制造	能源
平均备案时长/天	225	175	177	142	142
备案时长中位数/天	207	161	150	117	112

#### 4.已上市企业发行情况：港股融资规模大，基石投资人作用凸显

已备案企业中，截至2025年3月31日，已有152家企业已上市，其中香港联交所上市95家，纳斯达克交易所上市52家，纽交所上市4家，新加坡交易所上市1家。95家联交所上市企业共募资约1,102亿港元（约1,036亿人民币），56家美股上市企业共募资31.62亿美元（约230.58亿人民币）。港股与美股募资总额的显著差异，我们认为主要系由于以下几点原因：

**(1) 募资策略差异。**港股市场通常采用“基石投资者”机制，企业在IPO阶段即引入大比例认购的战略投资者，从而实现较大的募资规模（如晶泰科技作为首家根据18C章上市的公司，募资近9.89亿港元；相比之下，美股市场更倾向于灵活的融资方式，企业首次IPO募资规模相对较小，后续通过增发等方式

进行多轮融资。在95家港股IPO企业中，基石投资人机制已成为主流安排，约70%（68家）的港股企业在发行时引入了基石投资人，其认购规模占IPO规模的30%-50%；而其中引入国资背景基石投资人更是占了61.94%（42家），体现了政府和国有资本对境外上市企业的战略性支持。

**（2）投资者结构与偏好：**港股市场的投资者更偏好成熟、盈利能力强的企业，尤其是那些具有稳定现金流和明确盈利模式的公司。而美股市场则更接受尚未盈利但具有高增长潜力的科技企业，这些企业虽然估值较高，但初始募资规模通常较小。

**（3）市场机制与估值体系：**港股市场在估值体系上更注重企业的实际盈利能力和现金流状况，因此对企业的估值较为保守，企业为了满足市场预期，往往需要在IPO阶段筹集更多资金。美股市场则更注重企业的成长性和未来潜力，愿意给予高估值，即使企业当前尚未盈利。上述上市企业中，美股上市公司之发行市盈率平均为110倍，中位数为62.5倍；港股上市公司之发行市盈率平均为23.9倍，中位数为16.7倍。可见美股投资者更倾向于为成长型、科技创新类企业的未来潜力给予较高溢价，即便这些公司短期盈利有限，投资者仍愿意支付较高的估值；而港股市场则更注重企业的盈利能力与财务稳健性，估值较为保守务实，企业的市盈率水平相对较低。

## SECTION 002

### 境外上市备案审查核心关注问题实务分析

经过整两年的实践，备案制度下的监管审查逐渐显现出清晰的关注逻辑与侧重点，结合近期证监会对企业境外上市备案补充材料的反馈情况，本文从股权架构透明度与合规性、数据安全与跨境信息管理、关联交易的商业合理性与防输送机制以及境内外控制关系的有效性与稳定性四个方面进行实务分析，旨在帮助拟赴境外上市企业提前应对监管挑战。

## 1. 股权架构：穿透披露与历史沿革合规

股权架构的合规性与透明性一直是备案审查的首要关注点。证监会要求申请备案企业详细披露境内外各层股东的真实身份及实际控制人，尤其关注境外控股主体的穿透情况是否清晰，是否存在隐名持股、信托持股或股权代持安排。以实际案例为例，部分企业在穿透后发现存在通过信托安排持股的情况，监管机构明确要求企业进一步披露信托架构搭建的具体原因、合法合规情况及信托受益人的明确身份，以防范隐性代持风险。

对于采用红筹或VIE架构上市的企业，监管更为关注境外主体设立、资金流入境内的过程及返程投资是否合法合规。企业需说明各次股权变动、架构调整过程中是否依法办理了外汇登记、境外投资备案、税务申报等程序。通过穿透式审查，监管旨在确保企业境外上市的架构搭建和股权变动过程不存在违规风险。

## 2. 数据安全：个人信息与敏感数据保护的严控趋势

随着《数据安全法》《个人信息保护法》等法律法规的出台，数据合规已成为证监会备案审查的重要领域之一。证监会关注企业在运营过程中对用户数据的收集规模、数据类型、跨境传输路径及安全保护措施，尤其关注个人信息出境的合法合规情况。例如，某些涉及大量用户数据的互联网企业被要求说明收集数据的具体用途，是否涉及敏感个人信息，跨境数据流动是否符合《数据出境安全评估办法》等规定。

此外，针对业务规模较大或涉及敏感领域的企业，证监会还要求企业明确其是否触发网络安全审查或国家安全审查要求，是否提前做好数据出境的风险评估和合规准备工作。这体现出监管部门在数据安全方面日益严格的审查趋势，企业必须提前全面评估数据安全风险并落实相应保护措施，避免因数据合规问题影响上市进程。

### 3. 关联交易公允性及利益输送风险防范

关联交易的公允性和利益输送风险也成为境外上市备案审查的热点。证监会高度关注企业与关联方之间频繁或大额的交易，特别是涉及关联方利益倾斜的交易。监管层要求企业说明关联交易的具体商业合理性、定价标准及公允性，并通过与市场价格或第三方定价比较，评估是否存在利益输送或侵害中小股东利益的风险。

例如，有企业在备案过程中因高额股息分红、关联方采购和资金拆借等问题，被要求详细说明决策过程、定价依据及对公司财务稳健性的影响。这些问题凸显了监管对关联交易规范性、独立性及透明度的重视程度。企业在备案过程中需提前评估关联交易的公允性及风险，确保交易真实、必要，且程序合法合规。

### 4. 境内运营实体与境外上市主体控制关系的稳定性与有效性

对于采用VIE或红筹架构的企业，境外上市主体对境内运营实体控制权的稳定性及法律有效性成为审查重点。证监会要求企业披露详细的控制协议安排，明确控制协议在实际运营中的执行情况、决策机制及法律效力。监管尤其关注控制关系的执行稳定性、法律障碍及潜在风险因素（如协议无法实际执行或被解除的情形）。

企业在备案材料中详细说明协议控制下境内运营实体与境外上市主体之间的管理架构、决策流程及资金流动安排。特别是需披露境外主体如何保障对境内运营实体的实际控制能力，提供控制协议的具体执行案例或法律意见，以证明协议安排的有效性和稳定性，确保不会因控制关系不明确或不可执行而影响备案通过。

## SECTION 003

## 结语

经过两年的运行与实践，境外上市备案新规的制度体系已日趋成熟，不仅为企业对接海外资本市场提供了更为清晰的路径，也提升了境外上市整体的合规透明度。展望未来，在监管部门持续完善规则和企业逐步提升合规水准的良性互动下，境内企业出海上市有望进入更规范、有序的轨道。对于计划赴境外上市的企业而言，提早谋划、严控合规、紧跟监管动态，将是成功登陆国际资本市场的关键要素。企业唯有主动适应监管趋势，强化工规内功，方能在境外上市征程中行稳致远。



丁文昊  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3610  
[dingwenhao@zhonglun.com](mailto:dingwenhao@zhonglun.com)



# A股上市公司 H股上市特殊法律 问题浅析

by 郭克军 魏海涛 苗郁芊

基于香港与内地政策支持及企业发展战略等因素，2024年下半年以来，顺丰控股(002352.SZ, 06936.HK)、宁德时代(300750.SZ, 03750.HK)、恒瑞医药(600276.SH, 01276.HK)等A股行业龙头成功实现H股上市。值此A股上市公司赴港上市的热潮，本文对这类项目涉及的特殊法律问题进行了总结与分析，以供各方参考。

## SECTION 001

### 市场概况

中国中铁首开A股上市公司发行H股模式的先河，其于2007年12月3日在A股挂牌上市（SH.601390），随后于12月7日其H股（HK.00390）也在香港挂牌上市。此后，A股上市公司赴港上市成为境内企业两地上市的新趋势。

近年来，A股上市公司赴港上市的数量有限。经笔者统计，2020年共有3家，2021年共有2家，2022年共有4家，2023年则只有1家。2024年，龙蟠科技（SH.603906, HK.02465）、顺丰控股（SZ.002352, HK.06936）等3家A股公司完成港股IPO上市，其中一家公司募集资金净额达到了306.68亿港币，成为2021年2月快手上市之后港股市场最大的IPO项目。截至2025年3月，A股公司完成H股上市（即“先A后H”）的合计约40余家。

值得注意的是，2024年年末以来，申请H股上市的A股公司数量显著提升，其中不乏宁德时代、恒瑞医药、海天味业等知名企业。筹划H股上市的A股公司数量增多系由多种因素所导致，包括香港市场在融资便利性上的优势、企业自身“走出去”发展战略的需要以及当下内地与香港两地的政策支持，其中在政策方面：

（一）2024年4月4日，国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确提出，要拓展优化资本市场跨境互联互通机

---

制，拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效。

(二) 2024年4月19日，中国证券监督管理委员会（“**中国证监会**”）发布5项资本市场对港合作措施，进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。其中强调支持内地行业龙头企业赴港上市，支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展，中国证监会将进一步加大和有关部门沟通协调力度，支持符合条件的内地龙头企业赴港上市融资，为成为全球龙头企业做好支持。

(三) 2024年10月18日，香港证券及期货事务监察委员会（“**香港证监会**”）、香港联合交易所有限公司（“**香港联交所**”）所作出联合声明，宣布将优化新上市申请审批流程时间表，包括加快合资格A股上市公司审批流程，以进一步提升香港作为区内领先的国际新股集资市场的吸引力。该声明中提到，已于A股上市的公司在香港提交新上市申请时，若符合以下条件：(1) 预计市值至少达100亿港元；及(2) 在具有法律意见支持的基础上，确认该公司在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规，则其新上市申请可按照合资格A股公司快速审批时间表进行审批。在合资格A股公司快速审批时间表下，若合资格A股上市公司提交完全符合规定的申请，香港证监会及香港联交所分别只会发出一轮监管意见。在此情况下，两家监管机构各自的监管评估将在不多于30个营业日内完成。

笔者认为，内地与香港监管部门发布的上述政策均为A股公司赴港上市提供了明确的政策支持。除上述原因外，目前内地监管对于上市公司发行新股在政策上的限制，也在很大程度上促使有融资需求及意愿的A股公司选择香港市场。

## SECTION 002

## A股公司发行H股基本流程

### (一) 项目执行流程

A股上市公司发行H股需要适用《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及其配套指引等境内公司在境外上市的相关规则，与境内非上市企业申请H股上市所适用的规则并无本质差异，而且二者在项目执行流程上亦基本相同，主要包括：

1. 尽职调查及问题规范、上市文件准备、重大问题沟通。主要事项包括项目启动会，业务、财务、法务等方面尽职调查，第三方和内控尽职调查，开具合规证明，合规问题规范，上市前融资，上市文件准备，董事及高管上市前培训等。如果公司存在重大问题，需要确定是否影响上市，并在递交A1申请前提前与香港联交所沟通。

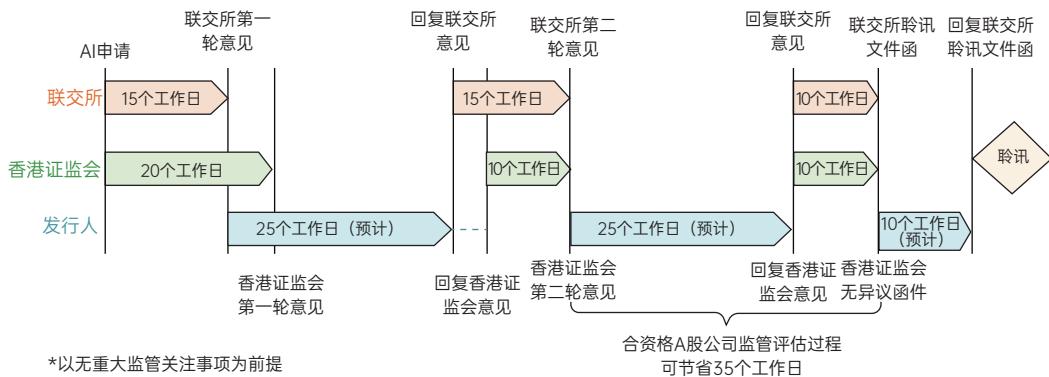
2. 中国证监会备案、香港联交所审批。上市申请人向香港联交所递交A1申请后，应在3个工作日内向中国证监会提交备案文件。上市申请人向香港联交所提交聆讯安排申请、聆讯前的相关文件，香港联交所确定聆讯时间并审阅上市申请。在预计的聆讯审批日期至少4个营业日之前，上市申请人需要向香港联交所提交由中国证监会发出的备案办结通知书。在备案办结及聆讯前，中国证监会及香港联交所均会对上市申请人提出相关反馈问题。

3. 推介、定价、上市。在递交A1申请后，上市申请人及承销商即可开始路演、确定战略/基石投资者、印刷红鲱鱼招股书等工作，在成功定价及分配股份给机构投资者和散户后，进行股份上市及买卖。

### (二) 审批流程

在具体审批流程上，如上文所述，香港证监会、香港联交所作出联合声明，宣布如A股上市公司：(1) 预计市值至少达100亿港元；及(2) 在具有法

律意见支持的基础上，确认在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规，则香港证监会及香港联交所分别只会发出一轮监管意见，两家监管机构各自的监管评估将在不多于30个营业日内完成。审批流程的示意图如下：



## SECTION 003

### 特殊法律问题

#### (一) 两地估值差异问题

通常情况下，对于同一家公司，其发行的每一股股份的价格应当是一致的，例如一家A股公司发行的A股及H股，其价格应一致。但受到行业差异、股息率、投资者结构差异、流动性溢价、衍生品工具差异、市场制度与监管差异、汇率波动等诸多因素影响，同一公司发行的A股和H股价格一直存在较大差异。一般情况下，“A+H”模式的H股股价相对A股股价普遍存在折价。

在跨境资本运作的情境下，当拟赴港上市的A股企业出现H股发行价显著低于境内股价时，可能引发双重市场博弈：一方面，A股投资者出于股权稀释及估值下行的担忧，易对发行方案产生抵触；另一方面，价差压力可能传导至公司治理层面，导致决策层在方案审议时陷入两难困境。实务操作中，企业通常采取小规模首发与定价提升的策略，即通过控制H股发行规模，降低稀释效

应；同时优化定价模型缩小境内外价差，以此增强方案的市场接受度。值得注意的是，此类调整须符合香港联交所关于公众持股量的相关要求（详见下文）。

需要提示的是，如果A股上市公司根据其A股发行价格确定其H股发行价格，或H股发行价格与A股价格趋近，则香港市场和投资者接受其发行H股可能也会面临一定阻力。

为了跟踪两个市场的价格差异，香港恒生指数服务公司于2007年7月9日推出了“恒生AH股溢价指数”，以衡量A股相比H股存在多少溢价，追踪在内地和香港两地同时上市的股票的价格差异。该指数根据纳入成份股的A股及H股的流通市值，计算得出A股相对H股的加权平均溢价。

## （二）公众持股数量问题

根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“《联交所上市规则》”）的相关规定：（1）对于拥有一类或以上证券的发行人，其上市时由公众人士持有的A+H股总数必须占发行人已发行股份数目总额的至少25%，且正申请上市的证券类别（即H股）不得少于发行人已发行股份数目总额的15%；（2）若上市申请人市值超过100亿港币，可向香港联交所申请15%-25%的公众持股量。

在实践中，如发行人希望将H股发行规模控制在15%以下，则需要根据其具体情况向香港联交所申请豁免批准，通过股东结构、股权流动性、市值规模等证明H股存在透明公开有序的市场。虽然香港联交所历史上曾就个别市值较大公司的公众持股量的要求进行了豁免，但发行人仍需要与香港联交所提前进行个案沟通。

2024年12月19日，香港联交所发布《建议优化首次公开招股市场定价及公开市场规定》，就首次公开招股市场定价及公开市场的监管框架提出全面改革建议，咨询期已于2025年3月19日结束。根据该咨询文件，寻求于香港联交

所上市的H股以及由公众人士持有的H股必须占与H股所属类别股份总数（即A+H股）至少10%，或使得上市时公众持股于上市时的预期市值至少为30亿港币。通过上述规定，香港联交所对公众持股量要求进行了差异化调整，针对大市值企业，特别是A+H企业，给予更大灵活性及弹性，在一定程度上减轻了发行压力，对于有意实现两地上市的公司来说可谓利好。

### （三）信息披露相关问题

#### 1. 上市申请阶段

A股上市主体需将H股发行计划纳入重大内幕信息管理范畴，在项目进展过程中对内幕信息进行保密、防范内幕交易，并按步骤、分阶段做好信息披露工作。以M集团为例，经笔者梳理，其就H股上市事宜履行信息披露义务的主要情况如下：

披露时间	公告名称	内容提示
2023年8月10日	关于第四届董事会第十九次会议决议公告	公司董事会审议通过《关于同意公司研究论证公司境外发行证券（H股）并上市事项的议案》
	关于研究论证重大事项的公告	公司正在对境外发行证券（H股）并上市事项进行前期论证。在符合境外监管机构相关要求的前提下，本次拟发行规模预计不超过发行完成后公司总股本的10%
2023年9月19日	关于筹划发行H股股票并上市相关事项的提示性公告	公司董事会审议通过H股上市相关议案
	关于第四届董事会第二十一次会议决议公告	

披露时间	公告名称	内容提示
2023年10月12日	2023年第三次临时股东大会决议公告	公司股东大会审议通过H股上市相关议案
2023年10月25日	关于向香港联交所递交H股发行并上市申请并刊发申请资料的公告	公司已于2023年10月24日向香港联交所递交了发行H股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行的申请材料
2024年1月16日	关于发行H股并上市的进展公告	公司已经向香港联交所递交上市申请，并向中国证监会报送了本次发行的备案材料
2024年4月30日	关于发行H股并上市的进展公告	公司已于2024年4月29日向香港联交所更新递交了本次发行的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行的更新申请资料
2024年7月24日	关于H股发行上市获得中国证监会备案的公告	公司于近日收到中国证监会出具的《关于M集团股份有限公司境外发行上市备案通知书》
2024年8月10日	关于香港联交所审议公司发行H股的公告	香港联交所上市委员会于2024年8月8日举行上市聆讯，审议公司本次发行上市的申请
2024年8月31日	关于刊发H股发行聆讯后资料集的公告	公司按照有关规定在香港联交所网站刊登本次发行聆讯后资料集
2024年9月5日	第五届董事会第三次会议决议公告	公司董事会审议通过了《关于确定公司H股全球发售（包括香港公开发售及国际发售）及在香港联交所上市的议案》

披露时间	公告名称	内容提示
2024年9月9日	关于刊发H股招股说明书、H股发行价格区间及H股香港公开发售等事宜的公告	——
2024年9月14日	关于H股公开发行价格的公告	公司已确定本次H股发行的最终价格为每股****港元；公司本次发行的H股预计于2024年9月17日在香港联交所主板挂牌并开始上市交易
2024年9月18日	关于H股挂牌并上市交易的公告	经香港联交所批准，公司本次发行的*****股H股股票（行使超额配售权之前）于2024年9月17日在香港联交所主板挂牌并上市交易
2024年9月26日	关于悉数行使超额配售权的公告	公司同意由整体协调人（代表国际承销商）于2024年9月25日悉数行使超额配售权
2024年10月15日	关于H股发行稳定价格行动及稳定价格期结束的公告	本次发行有关全球发售的稳定价格期已于2024年10月12日（星期六）（即递交香港公开发售申请截止日期后第30日）结束
2024年10月31日	第五届董事会第四次会议决议公告	审议变更注册资本、修改公司章程的议案
2024年11月20日	2024年第三次临时股东大会决议公告	

此外，A股公司赴港上市需关注A股财务信息在H股招股书中的披露，特别是A股对季度报告的披露要求，这使得公司需要根据季度报告披露时间安排整体上市时间表。如季度报告在H股招股书刊发前发布，则公司需将其中的财务数据纳入H股招股书中，以保证信息披露的平等。如A股上市公司披露A股半年报或年报的时间与拟刊发H股招股书时间相近，则亦需要通盘考虑并统筹协调A股定期报告披露时点和H股招股书刊发时点的先后。同时，由于H股招股书中披露的财务数据往往采用国际财务报告标准（IFRS）或者香港财务报告准则（HKFRS），公司需提前与审计师沟通两套会计标准下财务数据的置备。

## 2. 上市完成后

香港与内地对上市公司信息披露的基本要求具有一定共性。根据《中华人民共和国证券法》（“**《证券法》**”），上市公司信息披露应“真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。根据《联交所上市规则》，信息披露的基本要求为“让公众人士可同时获悉（上市公司）相同的信息，以确保维持一个公平及有秩序的证券市场”。

另根据《证券法》第七十八条，“证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露。”根据《联交所上市规则》第13.10B条，“上市公司若向其证券上市所在的任何其他证券交易所发布任何资料，必须也同步公布有关资料”。因此，A股上市公司完成H股上市后，其信息披露应同时符合两地监管的信息披露要求。

具体而言，在文本方面，H股公告需同时准备中英文版本（监管审核以英文版本为主）。原则上，对于A股或者H股要求披露的公告，应分别根据其各自适用规则进行准备，并同步在另一市场进行转载披露。若A股公告不涉及财务数字等敏感信息，则H股公告在转载该等A股公告时无需准备英文版本。上述规则的示意图如下：

	A股要求披露	A股不要求披露
H股要求披露	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A股公告</li> <li>• H股公告（中英文）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A股转载</li> <li>• H股公告（中英文）</li> </ul>
H股不要求披露	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A股公告</li> <li>• H股转载（中英文；不涉及敏感信息仅中文即可）</li> </ul>	A股、H股均无需公告

此外，在报告期周期方面，H股上市公司可自行决定会计年度结束日，但一般以自然年为财务年度周期。在定期报告披露方面，A+H上市公司应遵循两地的编制规范和格式要求，两地对相关定期报告的具体披露时间要求如下：

披露事项	H股	A股
年度业绩公告	会计年度结束后3个月内	未作强制要求，但一般与年度报告同步披露
年度报告	会计年度结束后4个月内	年度报告期末4个月内
中期业绩报告	会计年度首6个月结束后2个月内	不强制要求，但一般应与半年度报告同步披露
中期报告	会计年度首6个月结束后3个月内	中期报告期末2个月内披露
季度报告	不强制要求	在每个会计年度前3个月、前9个月结束后1个月内披露。其中第一季度的季度报告披露的时间不得早于上一年度的年度报告披露时间
月报表	不迟于每个历月结束后的第五个营业日定期披露，且无论是否有变化。期间如有变化，则应在发生时以“翌日披露报表”形式及时披露。	无强制要求

基于上述，笔者认为，A股对信息披露的要求较H股相对严格，故完成H股上市后，可以考虑先依据A股要求编制相关信披文件，再结合H股要求进行补充或删减，从而缩减信息披露工作量，并确保两地信息披露的一致性与准确性。

#### （四）公司治理差异问题

虽然A股公司在A股上市时已根据《上市公司章程指引》《上市公司治理准则》《上市公司独立董事管理办法》等法律法规对其公司治理进行了完善，但其申请H股上市时，还需要根据《联交所上市规则》《企业管治守则》等香港联交所的相关规定对其公司治理进行进一步调整，以确保同时满足两地监管要求。两地对公司治理的主要要求及对比如下：

具体事项	A股要求	H股要求
<b>董事会及专业委员会</b>		
人数要求	3人以上	无特别要求
独立董事	独立董事占董事会成员的比例不得低于 1/3且至少包括一名会计专业人士	包括至少3名独立董事，且独立董事人数应至少占董事会总人数的 1/3；至少1名独立董事须具备适当的专业资格，或具备适当的会计或相关的财务管理专长；至少有1名常居于香港的独立董事
其他要求	职工人数三百人以上的公司，除依法设监事会并有公司职工代表的外，其董事会成员中应当有职工代表；董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的1/2	提交上市的申请人应指定一名不同性别的董事，其任命将在上市后生效；同时，香港联交所明确单一性别董事会并非多元化董事会  上市公司必须有至少2名执行董事通常居于香港。在符合某些先决条件的前提下，香港联交所一般会对在香港没有重大业务的中国发行人作出豁免遵守此要求的安排

具体事项	A股要求	H股要求
审计委员会	必须设立，且人数应为3人以上；独立董事需占半数，召集人为独立董事中的会计专业人士	必须设立，且人数应为3人以上；所有成员均为非执行董事；过半数成员为独立董事（且至少包括一名会计专业人士）；独立董事出任主席
战略委员会	无要求	无要求
提名委员会		必须设立；过半数成员为独立董事；由董事会主席或独立董事出任主席
薪酬与考核委员会	非必选项；如设立，独立董事需占半数并担任召集人	必须设立；过半数成员为独立董事；独立董事出任主席
<b>监事会</b>		
—	中国证监会要求境内拟上市企业及境内上市公司统一取消监事会的设置，改由董事会审计委员会行使监事会职权，但设置了1年的过渡期，在2026年1月1日前需调整到位	无特别要求
<b>高级管理人员</b>		
—	根据《公司法》设立包括经理、副经理、财务负责人、董事会秘书在内的高级管理人员	要求董事会主席与行政总裁的角色应有区分，并不应由一人同时兼任  要求上市公司必须聘任1名人士作为公司秘书，以协助上市公司及其董事遵守《联交所上市规则》及适用的法律法规。通常中国发行人会向香港联交所申请安排由董事会秘书出任联席公司秘书一职，并同时聘请一名具备有关专业资格人士担任另一名联席公司秘书

## (五) 关于A股不合规事件

如前文所述，A股上市公司适用快速审批时间表，需要满足的条件之一为“在具有法律意见支持的基础上，确认该公司在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规。”因此，如A股上市公司或其管理层在A股上市期间受到证券监管机构的监管措施或行政处罚，则可能影响其适用快速审批的资格。

香港联交所发布的《有关在上市文件内披露不合规事件的指引信》(HKEX-GL63-13)，根据事件严重程度的不同，将不合规事件分为三类，即：

1.重大不合规事件，指个别或合计对新申请人已产生或很有可能产生重大财务或营运影响的不合规事件，譬如招致严厉财务处分或可能导致重要营运设施关闭的不合规事件。重大不合规事件可能会引起就上市合适性及符合上市资格的关注，除了需要在招股说明书中进行披露外，香港联交所在一般情况下会要求申请人在上市前修正所有具重大影响的不合规事件；

2.系统性不合规事件，指并非重大不合规事件，但一再发生反映新申请人或其董事/高级管理人员欠缺以合规方式营运的能力或意欲。香港联交所不要求修正任何系统性不合规事件，修正与否由申请人董事及其保荐人决定；

3.非重要的不合规事件，指既非重大不合规事件，亦非系统性不合规事件的不合规事件。香港联交所不要求披露任何非重要的不合规事件，也不要求修正任何此等不合规事件，修正与否由申请人董事及其保荐人决定。

在项目执行过程中，具体事件属于重大不合规、系统性不合规亦或非重大不合规，通常由保荐人及香港律师根据《联交所上市规则》等规定进行综合判断。

## (六) 关于关连人士/关联方的认定

根据《联交所上市规则》对“关连人士”的定义，相较于沪深两市上市规则对关联方的定义，香港联交所对关联方的界定与境内规则主要存在以下差异：

---

1.持股比例要求。香港规则下，持有上市公司10%或以上的表决权才会被认定为关连人士；境内规则下，持有上市公司股比在5%以上即会被认定为上市公司的关联方；

2.控股股东的董事、监事、高级管理人员。境内规则下，除了上市公司层面的管理层外，“直接或者间接控制上市公司的法人或其他组织的董事、监事和高级管理人员”也属于关联自然人；香港规则无相关要求；

3.从时间角度对关连人士的界定。香港规则下，过去12个月曾任上市公司或其任何附属公司董事的人士构成了拟上市企业的关连人士；境内规则下，关联方包括过去12个月曾经是，或未来12个月可能成为上市公司的关联方的自然人或法人；

4.子公司层面的关联方范围。香港规则下，子公司的主要股东（持股10%及以上）及子公司的董事、监事、高级管理人员都是拟上市企业的关连人士，除外情况是该项规定不适用于“非重大附属公司”；境内规则下，一般根据实质重于形式的原则进行认定。

基于上述，在项目执行过程中，可能会存在按照A股规则不认定为关联方，而根据香港规则构成“关连人士”的情形。笔者建议，在项目启动初期，公司即根据《联交所上市规则》梳理“关连人士”清单、确定“关连交易”范围，并在招股书 中进行适当披露，为上市完成后继续存在的关连交易做好合规准备工作。

## （七）关于锁定期

根据《联交所上市规则》第10.07条规定，在发行人申请上市时刊发的上市文件中被列为发行人控股股东的人士或一组人士，其所持有的发行人的股份自上市之日起6个月内不得进行转让，并在前述期限届满当日起计的6个月内，不得因出售其持有的任何发行人的证券导致其丧失控股股东地位。

基于上述，对于申请H股上市的A股上市公司，除了需要遵守A股本身的锁定期规则外，还需要遵守香港联交所的上述相关要求。

## SECTION 004

## 未来展望

结合目前已公布的A股公司筹划H股上市情况及两地对赴港上市的政策支持，笔者预计，按照通常的上市进度来看，2025年A股上市公司完成H股上市的数量较往年会有显著提升，这些公司或将在2025年形成赴港上市热潮。

必须指出的是，A股企业在借助H股上市实现全球化布局及拓宽融资渠道的同时，也需应对多重考验。香港资本市场以机构投资者为主导，对企业的质量要求较A股更为严格，核心竞争力不足的企业或将面临资本市场的冷遇。此外，“A+H”双重上市机制要求企业同时遵循两地差异化的监管体系，这不仅增加了合规操作复杂度，更会显著推高企业的合规成本。针对这一现实情况，拟赴港上市企业应系统学习香港市场运行规则、构建全流程合规管控机制、持续提升合规管理效能，从而为跨境资本运作筑牢制度根基。

(陈奕霏对本文亦有贡献)



郭克军  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2082  
guokejun@zhonglun.com



魏海涛  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2429  
weihaitao@zhonglun.com



苗郁芊  
非权益合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2224  
miaoyuqian@zhonglun.com



# A转H企业估值 调整及股东补偿方案

by 宋晓明 刘新 张希慧

---

据统计，截至2025年6月30日，2025年上半年共有240家企业递交了港股上市申请，超过2024年度全年申请企业总数，其中不乏原本筹划A股上市的企业转而申报H股，寻求港股上市仍为境内企业进行资本市场布局的重要选择。

因市场结构、投资者构成等方面的差异，港股市场估值水平与A股相比偏低，对于A转H企业（发行人）而言，投资人（特别是基金股东和国资股东）基于收回投资成本、避免因估值差异而计提账面投资损失等方面的考虑，通常希望发行人能以一定方式弥补其因预期估值差异产生的潜在损失，否则将难以支持H股上市计划。在此背景下，与投资人就估值调整与股东补偿事宜进行协商并寻求妥善的解决方案是发行人筹划H股上市前需解决的问题。本文将从实践操作角度出发，为A转H企业解决估值调整及股东补偿问题提供参考思路。

## SECTION 001

### 估值调整的整体逻辑

---

估值调整的相关安排常见于发行人在历次融资过程中与投资人签署的对赌协议中，发行人与投资人通常结合未来A股申报预期确定投资估值并设置相关回购权、反稀释等特殊权利条款。当发行人因无法按期完成A股上市并转而申请H股上市时，投资人可能意向通过回购股权的方式收回投资成本，发行人及/或控股股东、实际控制人等回购义务主体如无能力或者无意愿回购，则需采取一定方式就投资人可能产生的估值损失进行补偿，以寻求投资人支持H股上市计划。

具体而言，发行人与投资人通过一定方式确定发行人于港股上市后的预期估值，以此为基础追溯调整投资人入股时的投资估值，并以现金或股权等方式对投资人追溯调整前后的估值差异部分进行补偿。在确定估值调整方案时，以下几点需与投资人确认并达成一致：

## 1. 是否参照有效的对赌协议

虽然对赌协议通常不会直接约定A转H情形下估值差异的补偿安排，但其中的部分条款可为估值调整及股东补偿提供参考依据，例如反稀释条款即要求企业在发生贬值融资或低价转让等情形时，通过低价转让或低价增发等方式同时调整投资人的认购价格。因此，发行人可先行确认是否存在有效的对赌协议，并与投资人沟通是否参照对赌协议中的类似条款确定估值调整安排。

## 2. 预期估值的确定方式

一般情况下，发行人可与投资人协商确定H股上市后的预期估值；如发行人存在国资股东，该等股东可能基于国资监管规则而要求通过资产评估方式确定预期估值，发行人需与该等股东提前沟通确认具体需求。

## 3. 涉及追溯调整的股东范围

通过协商或资产评估等方式确定发行人预期估值后，原则上如投资人的投资成本低于该估值，则不涉及追溯调整和股东补偿，但实际与股东沟通中可能存在特殊情况，例如：创始人股东或控股股东、实际控制人及其关联方如按照市场公允价值投资的，可能基于维护发行人利益的角度放弃股东补偿；较早轮次投资人因低价增发或资本公积转增导致持股比例被动稀释时，可能基于权益受到损害而主张同样获得补偿等等。

估值调整方案确定后，可进一步测算出投资人追溯调整前后的估值差额，并确定以何种方式对投资人进行补偿。

---

## SECTION 002

### 常规股东补偿方案：上市前的现金或股份补偿

---

上市前以现金或股份补偿是解决股东补偿问题的常见方案，主要包括：直接现金补偿；由控股股东、实际控制人或其他主体低价向投资人转让股权；向投资人低价增发股权；资本公积金转增股本。具体如下：

#### 1. 直接现金补偿

补偿义务人可能为发行人、控股股东、实际控制人或经沟通确定的其他主体。当补偿义务人为发行人时，未在追溯调整范围内的投资人可能认为发行人净资产减少导致其权益受到损害，因而亦主张获得补偿；当补偿义务人为其他主体时，可能存在补偿义务人面临较大的资金压力而导致该方案难以执行的情形。

#### 2. 由控股股东、实际控制人或其他主体低价向投资人转让股权

该方案即由补偿义务人向投资人以零对价或法律允许的最低价格转让股权，以稀释投资人的每股投资成本。

根据联交所上市规则的相关规定，控股股东的认定标准包括在发行人股东大会上行使或控制行使30%（或触发根据《收购守则》须进行强制性公开要约的数额）或以上投票权的能力；同时，发行人至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权应维持不变。据此，在确定控股股东是否可作为该方案的补偿义务主体时，应考虑补偿方案实施是否将导致控股股东持股比例下降至30%以下，尽量避免因发行人控股权发生变更而影响H股申报时间表。

除此之外，虽然补偿义务人无需支付现金，但主管税务部门可能基于股权转让收入明显偏低且无正当理由而要求核定股权转让收入并征税，导致补偿义务人需额外承担税负。

### 3. 向投资人低价增发股权

该方案即通过低价（例如按照注册资本价格）向投资人增发股权以稀释投资人的每股投资成本。在考虑是否采取该方案时，应注意以下事项：

(1) 在已面临投资损失的情况下，投资人额外出资认购增发股权的沟通难度预计较大。因此，为推进方案实施，需考虑是否由创始人股东、控股股东及/或实际控制人承担出资成本。

(2) 如有部分投资人未在补偿范围内，但因发行人向其他投资人增发股权而导致其持股比例被动稀释的情况下，该等投资人可能基于权益受到损害而要求同样给予补偿。同时，因控股股东通常不在补偿范围内，需考虑该方案的实施是否将导致发行人控股权变更，具体规则要求参见上文。

(3) 在发行人存在国有股东的情况下，本方案的实施可能导致国有股东持股数量、持股比例发生变更；如国有股东曾在A股IPO阶段取得过国有股东标识批复，则可能涉及就变更事项重新取得批复。根据港股项目经验，国有股东需在提交A1申请前提交国有股东标识的申请资料，并在发行人取得证监会国际司备案通知书前取得国有股东标识批复。

(4) 部分税务局可能认为以低于公允价值的价格增资的行为视同转让，应依法征税，导致投资人需额外承担税负，因此需提前与主管税务部门进行沟通。

### 4. 资本公积转增股本

相比于上述方案，资本公积转增股本不会增加各方的资金压力，亦不会导致发行人的净资产减少。在考虑是否采取该方案时，应注意以下事项：

(1) 控股股东、未在补偿范围内的其他投资人持股比例被动稀释的问题，具体参见上文。

(2) 基于《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）关于有限公司股东优先认缴出资权利和股份公司“同股同权”的规定，发行人的股东原则

---

上均享有同等的转增权利，如有部分股东未在补偿范围内，为保障其法定权利不受损害，需由该等股东明确自愿放弃参与转增。

(3) 对于居民企业股东而言，将盈余公积、未分配利润以及除股权(票)溢价外的其他资本公积转增股本的行为，从税务角度视同对股东的股息、红利分配，适用居民企业间分配股息、红利免税的规定。

对于合伙企业股东和自然人股东而言，是否应就资本公积转增股本纳税存在不确定性：

①根据《国家税务总局关于股份制企业转增股本和派发红股征免个人所得税的通知》（国税发〔1997〕第198号）、《国家税务总局关于原城市信用社在转制为城市合作银行过程中个人股增值所得应纳个人所得税的批复》（国税函〔1998〕289号文）、《国家税务总局关于进一步加强高收入者个人所得税征收管理的通知》（国税发〔2010〕54号）等相关规定，部分税务局认可股份公司以股票溢价发行收入所形成的资本公积向自然人股东转增注册资本，且不属于股息、红利性质分配的，不征收个人所得税。

其他类型企业中，自然人股东应按照“利息、股息、红利所得”项目适用20%税率纳税；如发行人为非上市及未挂牌的中小高新技术企业并符合财税〔2015〕116号文件有关规定的，自然人股东可在不超过5个公历年度内分期缴纳并报主管税务机关备案。

②目前规则层面尚未明确合伙企业股东就转增行为应当如何缴纳所得税，因此，纳税义务人的范围、代扣代缴义务人、纳税时点及主管税务部门等问题仍存在不确定性，发行人及相关股东需提前与所在地主管税务部门进行沟通。

## SECTION 003

### 常规股东补偿方案涉及的争议问题

---

#### 1. 异议股东的影响

估值调整和股东补偿方案涉及多方利益的平衡，上述方案可能无法满足投

资人的所有诉求，如有部分异议股东无法认可补偿方案并反对发行人H股上市计划，可能涉及的问题及影响如下：

可能的问题点	对H股上市的主要影响
股东补偿方案的实施	就低价转让股权方案而言，如相关协议对补偿义务人（特别是创始人股东、控股股东、实际控制人）对外转让股权存在限制性安排，异议股东不同意的情况下可能无法实施。 就资本公积转增股本方案而言，如异议股东未明确放弃转增权利，则仍需按其持股比例转增股本。
异议股东对H股上市方案及相关议案投反对或弃权票	如异议股东所持表决权比例未达到三分之一以上的决定性影响，则其投反对或弃权票并不影响上市方案相关决议通过。
异议股东不进行全流通授权	发行人无法为其办理全流通手续，证监会备案过程中可能会关注未办理全流通的原因，但预计不会造成H股上市的实质性障碍。
股东穿透核查	异议股东单独或合计持股5%以上时涉及股东穿透核查，如上层股权结构较为复杂，则异议股东不配合的情形下穿透核查可能存在困难。
诉讼风险	如异议股东起诉发行人及/或其控股股东、实际控制人要求回购股权且被法院受理，则需进一步分析诉讼是否导致控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东所持股权存在重大权属纠纷，进而触发《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第八条规定的不得境外发行上市的情形，以及案件本身是否构成重大诉讼。同时，需由申报会计师测算并计提预计负债，评估其对发行上市条件及财务数据的影响。

## 2. A拆H情形下上市公司的审议程序及信息披露

2024年至2025年上半年，共有6家上市公司披露了筹划分拆所属子公司

---

至H股上市的相关公告，其中，歌尔股份和潍柴动力均为终止前次创业板分拆上市后，重新启动分拆子公司至H股上市计划。

相较于非上市公司A转H，A拆H企业在处理估值调整及股东补偿问题时需同时考虑上市公司层面的审议程序及信息披露，上文所述的补偿方式中可能涉及上市公司的审议及信息披露的事项包括：

### **(1) 放弃权利**

上市公司可能根据相关规定或者协议约定对控股子公司的股权变动享有优先权利，例如根据《公司法》享有的有限公司股东优先购买权或优先认购权，基于“同股同权”原则而享有的股份公司股东同等转赠股本权利，在控股子公司章程未特别规定或协议未有特别约定的情况下享有的同比例减资权利等等。为达到估值调整和股东补偿的根本目的，上市公司可能会放弃行使上述权利，因此可能涉及按照“放弃权利”事项适用重大交易标准来履行审议程序并进行信息披露。

在控股子公司确定股东补偿方案前，上市公司可与监管部门预先沟通，了解其关于审议程序及信息披露的建议。

### **(2) 关联交易**

如控股子公司进行股东补偿的范围涉及上市公司的关联方，则上市公司可能涉及按照关联交易标准履行审议程序并进行信息披露。

## SECTION 004

### **其他股东补偿方案展望：利用上市后的权益工具进行补偿**

---

除上文所述的常规补偿方案外，本部分还将介绍几种利用H股上市后的权益工具进行补偿的拓展思路，但该等方案程序更为复杂、股东沟通难度较大且暂缺少同类案例可供借鉴，现阶段难以满足各方关于股东补偿方案的需求，其可行性有待未来实践中进一步考察。具体如下：

补偿方案概述	主要程序	现阶段可行性分析
上市前定向回购投资人股份同时发行可转债，投资人可用于上市后选择赎回或转换为普通股	1.发行人及投资人分别就定向减资及发行可转债履行内部决策程序，国资股东履行相应评估、备案程序(如需)。 2.发行人与投资人签署发行和申购可转债协议，约定向投资人发行减资金额等值的可转债，资金来源即为减资资金，减资资金可暂不退还至投资人以保证其全部用于认购可转债。 3.发行人履行减资相关程序。	1.投资人无需额外付出资金成本且投资成本收回能得到保障，但投资人于减资时点未实际取得退还资金，可能难以通过内部审批流程。 2.减资及发行可转债对发行人净资产影响较大，且减资程序耗时较长，影响H股上市的时间表。 3.近几年暂无在上市后仍保留申报前已发行可转债安排的港股同类案例。
上市前定向回购投资人股份同时发行优先股，投资人可用于上市后选择转换为普通股	主要程序及可行性分析参见上述可转债方案。 相比于可转债方案，本方案并无保证投资人收回全部投资成本的措施。	
上市后向投资人折价增发内资股	1.发行人上市后首个交易日起6个月后方可进行。 2.发行人就定向增发作出决议、提交定向发行说明书等申请文件并经证监会注册。 3.申请增发内资股的全流通并经证监会备案。	1.投资人于上市时点尚无法解决账面投资损失问题，增发需投资人额外出资且折价比例不高，沟通难度较大。 2.近几年暂无完成折价发行的港股同类案例。

## SECTION 005

## 结语

本文从实践角度梳理了A转H企业应对估值调整及股东补偿问题的处理方案。实际操作中，发行人往往面临着多方利益的平衡，技术层面的效果能否实现最终将取决于各方博弈后达成的合意。发行人在与股东沟通解决方案时，需注意把握不构成H股上市实质性障碍的基本目标，同时，明确投资人提出的主张背后的根本目的与诉求，并采取同等的原则和态度对待全体股东，避免产生进一步分歧，从而影响H股上市的整体安排和进程。



宋晓明  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2171  
[songxiaoming@zhonglun.com](mailto:songxiaoming@zhonglun.com)



# 境外上市过程中 VIE架构拆除的 监管关注要点

by 陈原

笔者近期协助某企业完成了在境外上市备案期间的VIE架构拆除，并成功通过中国证监会备案，在香港联交所挂牌上市。本文将结合增值电信业务扩大对外开放的背景，以最新实践经验为基础，通过梳理和分析中国证监会、香港联交所的反馈问题，总结境外上市备案过程中VIE架构拆除的监管关注要点，尤其是为符合香港联交所关于VIE架构“Narrowly-Tailored”（严格限定）审核原则需要拆除VIE架构并在拟于香港联交所上市的企业提供借鉴和参考。

## SECTION 001

### 境外上市企业拆除VIE架构的背景及动因

2023年3月31日，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及配套监管指引（合称为“**《境外上市备案新规》**”）正式实施，标志着境外上市步入“全面备案制”时代。根据《境外上市备案新规》，境外上市分为直接上市和间接上市。直接上市系指境内设立的股份有限公司在境外发行上市；间接上市是指主要经营活动在境内的企业，以在境外注册的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益境外发行上市；其中间接上市又分为直接持股红筹架构和协议控制架构。尤其值得关注的是，《境外上市备案新规》首次将协议控制架构，即可变利益实体（Variable Interest Entity，简称“**VIE**”），纳入备案监管范畴。

从境内备案角度，鉴于《境外上市备案新规》出台时的《证监会有关部门负责人答记者问》中已明确，就VIE架构企业境外发行上市，中国证监会将征求行业主管部门的意见，并以其意见作为完成备案的前提条件之一。因此相较于直接持股红筹架构或境内企业境外直接上市的架构，VIE架构企业境外上市备案需以行业主管部门意见为前提，在备案时长和备案结果确定性层面亦面临更多挑战。

从境外审核角度，香港联交所对于VIE架构的使用采取“Narrowly-Tai-

"lored"审核原则，即上市申请人只能在必要的情况下以VIE架构控制外资受限业务经营实体。

2024年4月8日，工业和信息化部发布《关于开展增值电信业务扩大对外开放试点工作的通告》，在北京市服务业扩大开放综合示范区、上海自由贸易试验区临港新片区及社会主义现代化建设引领区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区率先开展试点。在获批开展试点的地区取消互联网数据中心业务（IDC）、内容分发网络业务（CDN）、互联网接入服务业务（ISP）、在线数据处理与交易处理业务，以及信息服务业务中信息发布平台和递送服务业务（互联网新闻信息、网络出版、网络视听、互联网文化经营除外）、信息保护和处理服务业务的外资股比限制。

2025年2月，工业和信息化部向北京、上海、海南、深圳四地13家外资企业发放增值电信业务经营试点批复。相关企业按照批复内容，可开展互联网接入、信息服务等增值电信业务。

根据涉及VIE架构企业的招股书等公开文件，约半数VIE架构企业不同程度涉及增值电信业务，主要涉及信息服务业务，同时也会涉及诸如在线数据处理与交易处理业务、内容分发网络业务、互联网接入服务业务等在内的其他业务类别。

基于上述，笔者理解，可能有越来越多的拟申请境外上市企业将考虑拆除VIE架构，以加快备案进程或符合香港联交所的“Narrowly Tailored”原则。

## SECTION 002

### 哪些拟境外上市企业VIE架构需/可拆

#### 1.哪些拟境外上市企业VIE需拆

由于外资准入政策发生变化，境外上市企业所从事的业务从外资受限业务变为非外资受限业务的，或需拆除VIE架构。本次试点放开的五类增值电信业

---

务中，不考虑港澳服务提供商、自由贸易区等特殊规定，互联网数据中心业务（IDC）、内容分发网络业务（CDN）、互联网接入服务业务（ISP）原为禁止外资，在线数据处理与交易处理业务（电子商务外）、信息服务业务中信息发布平台和递送服务业务（互联网新闻信息、网络出版、网络视听、互联网文化经营除外）、信息保护和处理服务业务原为外资股比不超过50%，取消外资股比限制后，对于注册在试点地区且从事相关业务的企业而言，继续采用VIE架构失去了必要性，为符合“Narrowly-Tailored”原则，需拆除VIE架构。

需要特别注意的是，部分企业可能存在同时从事多项增值电信业务的情况，而本次试点放开仅涉及其中一项业务，因而需考虑该等业务是否可拆分、是否可以独立作为一项服务，若可，则需将试点开放业务剥离至境外上市企业直接持股条线；若不可，则需向香港联交所论述该等业务的不可拆分性，继续采用VIE架构。

## 2.哪些拟境外上市企业VIE业务可拆

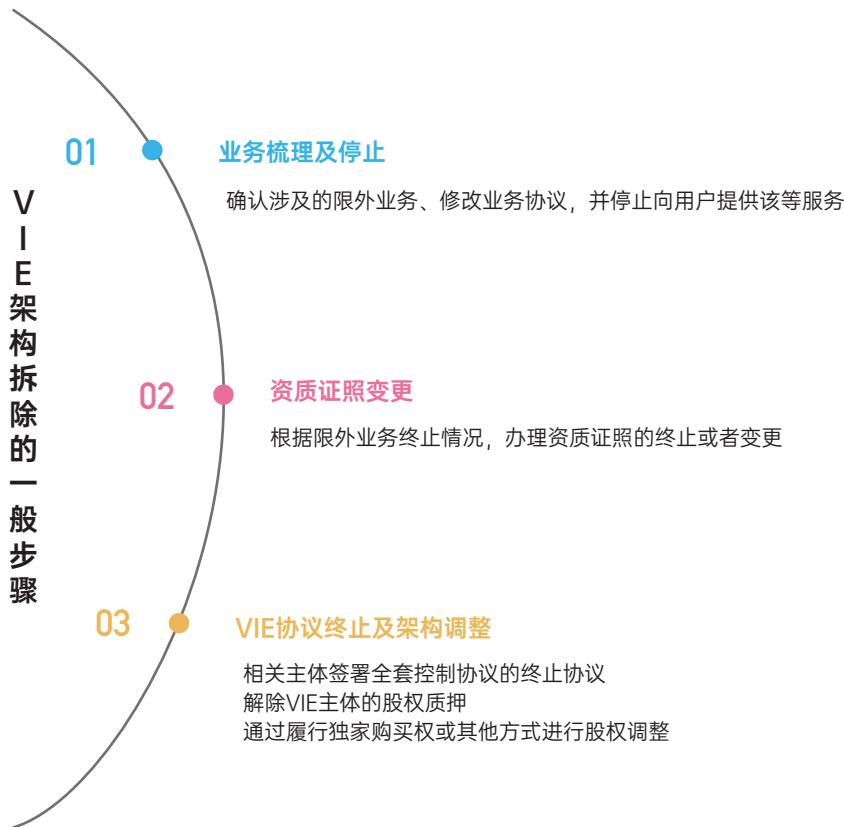
对于限外业务非主营业务的企业，可以通过终止非主营限外业务的方式拆除VIE架构。笔者近期协助某企业进行的VIE架构拆除即属于该等情况，其核心业务不属于外资受限业务，但围绕核心业务，该企业同时向用户提供附加服务，其中涉及经营性互联网信息服务，该等服务所产生的收入占比极小，企业最终在终止该等附加业务后进行了VIE架构的拆除。

### SECTION 003

## 如何拆除VIE架构

---

VIE架构拆除一般包括业务的梳理及停止、资质证照变更、VIE协议终止及架构调整。



注：仅因外资准入政策发生变化而进行的VIE架构拆除无需进行上述步骤01和02。

#### SECTION 004

### 备案过程中VIE架构拆除的监管关注事项有哪些

笔者实践中处理拆除VIE架构项目在境外上市审核/备案期间，观察到中国证监会、香港联交所均对VIE架构拆除给予了高度关注，反馈问题包括但不限于：VIE架构拆除的原因、拆除VIE架构对发行人业务的影响（尤其是是否影响发行人业务开展所需资质证照完备性、VIE架构拆除所涉及的股权变动对应的作价依据及公允性和税务处理合规性、相关股权变动是否符合《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”）的规定等。

基于上述关注要点，我们梳理了以下注意事项：

### 1. 拆除VIE架构对公司业务资质证照完备性及合规性的影响

对于原受限业务不再受限而拆除VIE架构的企业，需关注企业拆除VIE后是否仍然具备开展业务所需的全部资质证照。企业在拆除VIE架构的同时，是否涉及向主管部门申请变更或重新申领相关资质证照。例如，企业可能需要将原VIE实体持有的资质证照变更至境外上市企业直接持股主体名下，或者因原VIE实体股权结构变更向主管部门履行相关变更手续。在此过程中，企业应当充分评估资质证照变更或重新申请的可行性，以及可能面临的审批风险和时间成本，提前制定应对方案，确保业务的连续性和合规性。

### 2. 拆除VIE架构对公司业务的影响

对于终止非核心业务而拆除VIE架构的企业，除关注资质证照的完备性外，需重点评估停止外资受限业务对企业业务的影响。一方面，关注停止的外资受限业务与企业核心业务是否相对独立，开展核心业务是否依赖于外资受限业务的配套。如果两者之间存在紧密的业务关联，停止外资受限业务可能会对核心业务的开展造成实质性障碍。另一方面，关注外资受限业务的收入规模，评估停止该业务后是否会对企业未来收入产生重大不利影响。如果外资受限业务占企业收入的比重较高，那么停止该业务可能会损害企业的持续经营能力和财务表现。因此，企业和中介机构需充分论证外资受限业务与核心业务的独立性，以及停止外资受限业务对企业经营的影响有限，以回应监管关切。

### 3. VIE架构拆除方案所涉及的股权变动安排

如VIE拆除方案涉及的股权变动安排落入10号文适用范围或参照适用范围，则需特别注意相关拆除方案是否涉及审批、评估、价款支付期限等要求，在拆除方案讨论阶段需做好充分准备工作。

## 4.VIE架构拆除方案所涉及的控制权连贯性

VIE架构拆除的目的即为将协议控制调整为股权控制，调整过程应当注意确保拟上市公司对于VIE主体的始终控制。因此，需关注股权转让的生效时间、VIE协议的终止时间，避免中间存在控制力真空期间。

## 5.VIE架构拆除所涉及的税务问题

VIE主体通常由境内自然人作为名义股东持有股权，将VIE架构调整为直接持股红筹架构具体操作体现为WFOE（Wholly Foreign Owned Enterprise，外商独资公司）行使协议控制协议项下的独家购买权，以名义对价取得股权。境内自然人股权转让时的溢价所得，应缴纳20%的个人所得税。如果股权转让收入低于净资产或初始投资成本的，视为股权转让收入明显偏低，可能面临被调整的风险。因此，需关注该等股权转让定价是否合理，是否已完成纳税申报及缴纳程序，是否取得了税务主管部门的合法合规确认。

### SECTION 005

## 结语

尽管本次试点具体落地实施还有待四个试点区域出台具体的实施方案，但从VIE拆除涉及的成本及税负等角度考虑，如涉及境外上市企业VIE架构需拆或可拆，建议企业立足实际情况尽早考虑，并针对监管机构关注要点提前准备应对方案，从而顺利推进项目。

(丁红婷、钮天豪对本文亦有贡献)



陈原  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3578  
chenyuan@zhonglun.com



# H股“全流通” 重点法律关注事项

by 王川 马继伟

H股“全流通”（“全流通”）试点自2018年正式启动，2019年全面推开，全流通纳入中国证监会“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。2023年3月，随着《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（中国证券监督管理委员会公告〔2023〕43号）（“备案管理办法”）的出台，全流通开始实行备案制，执行至今已超过2年。据不完全统计，截至目前，中国证监会已作出超过90份的全流通备案通知。全流通制度在解决境内未上市股份到香港联合交易所（“香港联交所”）上市流通方面起到了重大促进作用。本文拟对全流通实务中的几个法律关注事项进行探讨，以期为相关方理解和执行全流通安排提供参考。

## SECTION 001

### 全流通的决策程序

关于全流通的决策程序，见诸于《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引（2023修订）》第三条规定，分股东层面及H股公司层面。股东层面，“可自主协商确定”全流通方案；H股公司层面，需履行“必要的内部决策和外部批准程序”。

从股东层面而言，全流通与股东所持H股公司的股份减持直接相关，从股东所持H股公司股份为股东自身之民事权益角度理解，股东可自主决策其所持H股公司的股份是否申请全流通，且其是否申请全流通，对其他股东权益并不产生影响，似无必要与其他股东“协商确定”。类似于，公司股东是否转让其所持公司股份，由该股东自主确定，而无需与其他股东协商确定。相关规则未明确，在各股东无法就全流通协商一致的情形下，应如何确定全流通方案。

根据备案管理办法规定，股东申请股份全流通，需委托H股公司向中国证监会备案。从全流通备案程序而言，股东与H股公司之间为委托与被委托关系，即股东委托H股公司向中国证监会申请全流通备案，股东无法直接向中国

---

证监会提出全流通备案申请。这涉及全流通决策程序的第二个层面，即H股公司层面的决策程序。

如前文分析，全流通与股东所持H股公司股份减持直接相关，应由股东自主决策。由H股公司去决策各股东所持股份是否全流通，似与法理不符。相关规则亦未明确，就全流通，H股公司需履行何等内部决策程序。从《监管规则适用指引——境外发行上市类第2号：备案材料内容和格式指引》（“**2号指引**”）的规定来看，H股公司接受股东委托向中国证监会申请全流通备案，所需递交的申请文件中不包括H股公司的内部决策文件，但H股公司需要在全流通备案报告中说明本次全流通涉及的内部决策及外部批准情况。

早在全流通从试点阶段进入全面推行阶段时，中国证监会新闻发言人在答记者问中就已涉及全流通决策问题。记者问到：公司申请全流通是否需要经股东大会或类别股东会表决通过？新闻发言人回复：公司申请全流通，应当依法合规、公平公正，充分保障股东知情权和参与权，并依照《公司法》等法律规定和《公司章程》约定，履行必要的内部决策程序。根据试点经验，三家试点公司均在公司章程中明确了“全流通”事项相关程序，以及不适用于股东大会/类别股东会的表决程序等内容。相关事项同时也应当符合香港联交所上市决策（HKEx-LD56-1）等规则要求<sup>1</sup>。

应该说，上述回复与2号指引相关规定基本一致，同样强调了全流通决策应当依法合规、公平公正，充分保障股东知情权和参与权，并依照《公司法》等法律规定和《公司章程》约定，履行必要的内部决策程序。

我们查看了近期上市的若干H股公司章程，发现相关章程中对全流通决策程序的规定不尽相同，包括：未对全流通决策程序进行规定，仅采用排除法进行规定，或者明确了需经董事会批准等。具体见下表：

---

1.见<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000883/content.shtml>

H股公司	章程中关于全流通决策程序的规定
MXJT	未涉及
TMYLKJ	未涉及
HHZTYY	未涉及
JYJY	未涉及
JKDZGF	未涉及
HLCLKJ	未涉及
BWGF	未涉及
YJCX	明确无须股东大会批准
CSNY	明确无须股东大会批准
GFQN	明确无须股东大会批准
XFYLKJ	明确无须股东大会批准
TYKYY	明确无须股东大会批准
LPHJ	明确无须股东大会批准
STKJ	明确无须股东大会批准
MJY	明确无须股东大会批准
YMYG	明确无须股东大会批准，需经董事会批准

关于H股公司需履行的必要外部批准程序，我们理解主要为股东自身或其主管部门（含国资主管部门、行业主管部门等）的批准。

综上，目前相关规则对全流通决策程序的规定相对比较原则性，若公司章程未作明确规定，实践中容易在外部股东之间、外部股东与管理层股东之间、股东与公司之间产生争议，包括但不限于：如何确定全流通股份比例、全流通股份比例在股东之间如何分配（特别是限制外商投资类企业）、全流通股份占本次发行的公众股比例如何确定、股东选择全流通而H股公司不配合向中国证监会提出备案申请等。当然，全流通决策程序更多属于公司内部治理及自治范畴，未必依赖于外部监管规则的明确指引，H股公司在制定或修订其公司章程时，从避免争议角度，建议对全流通决策程序作出明确约定。考虑到全流通与股东所持H股公司的股份直接相关，在遵守法定及承诺的股份锁定期及相关减持规定的情况下，全流通似应由股东自主决策较为合理，H股公司应更多尊重股东之自主决策，受股东之托履行备案程序。

## SECTION 002

### 限制外商投资类企业的全流通比例问题

鉴于H股IPO为在中国香港公开发售外资股，认购方及二级市场交易主体主要为中国香港及国际投资者，因此上市前股份申请全流通及其减持操作，可能导致H股公司外资股份比例的增加。根据2号指引，申请全流通备案的，相关方需对境内企业（含下属公司）在本次全流通后是否持续符合外商投资准入政策进行专项说明。

无论是境外投资者在境内直接投资，还是外商投资企业在境内投资<sup>2</sup>，均需

2.《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024年版）》说明第三条，外商投资企业在中国境内投资，应符合《外商投资准入负面清单》的有关规定。

符合外商投资准入政策。如相关领域对外资持股比例有限制（如，相关增值电信业务的外资股比不超过50%等），在制定全流通方案时，需确保在上市后持续符合该等限制，考虑因素包括上市前股东中已有外资股比情况（包括外资直接持股及间接持股）、本次H股上市新发H股的数量及比例、上市后的再融资计划等。对上市前股东中已有的直接及间接外资持股，无论其是否申请全流通，均应纳入合计外资股比的计算范围。

我们查看了近期上市的几家涉及限制外商投资类的H股公司全流通及新股发行情况，见下表。该等案例中，全流通股份比例均大幅高于H股新股发行比例，且全流通股份与H股新股之合计占比均未超过相关外商投资准入政策中对外资股比的要求。

H股公司	主营业务	限制外商 投资领域	全流通股份 比例(A)	新股发行 比例(B)	合计比例 (A+B)
TMYLKJ	医药及医疗器械研发和营销	境内子公司 持有ISP证	31.19%	4.00%	35.19%
STKJ	人工智能信息技术解决方案	上市公司及 境内子公司 持有ICP证	24.35%	12.32%	36.67%
BWGF	企业数字化解决方案	上市公司持 有ICP证	36.11%	4.10%	40.21%

注：上表中的股份比例均假设超额配售权未行使。

---

## SECTION 003

### 全流通比例与新股发行比例关系问题

---

根据香港上市规则，发行人上市时市值至少为5亿港元，公众持股比例至少需达25%。当发行人上市时市值超过100亿港元，香港联交所可酌情考虑介乎15%至25%之间的较低公众持股比例<sup>3</sup>。根据香港上市规则对公众股东的定义，公众股东指的是与上市公司、其控股股东、董事、高级管理人员以及其他核心关联方没有任何利益关系或关联的投资者，且不属于持有10%或以上投票权的股东（“非主要股东”）。

如申请全流通的股东为“非主要股东”，其所持H股构成公众股，从满足香港上市规则对最低公众持股比例的要求角度看，H股公司在制定股份发行方案时可统筹考虑非主要股东的全流通股份和本次上市新发股份，全流通股份亦可以在一定程度上减轻H股公司新股发行的压力，使新股发行获得更大商讨空间。

我们查看了近期上市的若干家H股公司全流通及新股发行情况，见下表。该等公司中，鲜有按照不低于25%的比例发行新股的情形，按照不低于15%的比例发行新股的亦不多见，发行新股的平均比例不足10%，而全流通股份平均比例近乎40%。由此可见，近期上市的H股公司中，在全流通与新股发行关系方面，多数公司更多兼顾了股东全流通的诉求，在新股发行方面，在满足最低公众持股比例要求的情况下，并未过多发行。这虽然与H股发行市场表现直接相关，但亦不可忽视全流通对新股发行的影响。

---

3.2024年12月，香港联交所刊发咨询文件，就有关优化首次公开招股市场定价及公开市场的建议征询市场意见，包括建议按发行人的市值对上市时的最低公众持股量作分层规定。其中，建议1) 将市值介于60亿港元和300亿港元的公司最低公众持股降为15%或公众预期市值相当于15亿港元的百分比（两者较高者）；2) 将市值介于300亿港元和700亿港元的公司最低公众持股降为10%或公众预期市值相当于45亿港元的百分比（两者较高者）；3) 市值超过700亿港元公司最低公众持股降为10%或公众预期市值相当于70亿港元的百分比（两者较高者）；4) 市值小于60亿港元的公司保持25%公众持股比例。截至目前，该咨询文件尚未生效。

H股公司	全球发售后的股份数量(股)	全流通股份数量(股)	全流通股份比例(A)	新股发行数量(股)	新股发行比例(B)	H股合计比例(A+B)
MXJT	377,059,900	131,264,258	34.81%	17,059,900	4.52%	39.34%
YJCX	399,190,000	270,423,108	67.74%	39,190,000	9.82%	77.56%
CSNY	86,139,291	35,829,218	41.59%	4,827,920	5.60%	47.20%
GFQN	104,710,560	73,487,717	70.18%	6,000,000	5.73%	75.91%
XFYLKJ	120,878,233	70,261,562	58.13%	7,035,550	5.82%	63.95%
TMYLKJ	560,416,600	174,813,533	31.19%	22,416,600	4.00%	35.19%
TYKYY	370,835,818	144,706,173	39.02%	47,880,000	12.91%	51.93%
HHZTYY	364,588,000	213,003,337	58.42%	14,588,000	4.00%	62.42%
JYJY	245,398,800	70,679,985	28.80%	45,398,800	18.50%	47.30%
JKDZGF	532,106,709	190,083,201	35.72%	33,600,000	6.31%	42.04%
HLCLKJ	579,894,000	40,396,800	6.97%	144,974,000	25.00%	31.97%
LPHJ	162,093,800	69,050,660	42.60%	19,451,300	12.00%	54.60%
STKJ	35,424,890	8,625,913	24.35%	4,365,660	12.32%	36.67%
MJY	273,023,466	14,306,666	5.24%	43,956,800	16.10%	21.34%
YMYG	356,311,832	180,000,000	50.52%	17,816,000	5.00%	55.52%
BWGF	225,906,754	81,580,048	36.11%	9,262,000	4.10%	40.21%
平均值	299,623,666	110,532,011	39.46%	29,863,908	9.48%	48.95%

注：上表中的股份比例均假设超额配售权未行使。

---

## SECTION 004

### 上市前外资股东股份全流通问题

---

H股全流通自2018年正式启动试点，在2019年全面推行，全流通申请纳入中国证监会“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。2023年3月，随着备案管理办法的出台，境内企业发行H股及全流通开始实施备案制。全流通的推出，主要解决了H股公司未上市内资股（包括境外上市前境内股东持有的未上市内资股、境外上市后在境内增发的未上市内资股）到香港联交所上市流通这一历史问题。

在全流通背景下，申请全流通的内资股，涉及办理股份跨境转登记、股份境外存管等手续。中国证券登记结算有限责任公司（“**中国结算**”）将内资股东持有的H股全流通股份存管于中国结算香港子公司，中国结算香港子公司再将该部分股份集中存管于香港中央结算有限公司，以香港中央结算（代理人）有限公司的名义登记于H股公司的股东名册。内资股股东并不会登记在H股公司的股东名册之中<sup>4</sup>。

从规则适用方面，2号指引将“外资股东持有的未上市股份”一并纳入全流通备案范畴，即，上市前外资股东所持H股公司的股份，如拟于上市后在香港联交所上市流通，亦需履行中国证监会的备案程序。从中国结算全流通相关业务指南看，并未排除境外投资者的适用，即外资股申请全流通亦需履行上一段所述内资股全流通所需履行的股份跨境转登记、股份境外存管等手续<sup>5</sup>，且最终仍以香港中央结算（代理人）有限公司的名义登记于H股公司的股东名册。

据我们了解，实践中，基于境外投资者的外资身份及其在香港联交所减持股份并不涉及跨境资金收付等特点，外资股东所持H股公司上市前股份申请全

---

4.见《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司H股“全流通”业务指南》（中国结算深业〔2024〕66号）1.4条、1.5条。

5.《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司H股“全流通”业务指南》（中国结算深业〔2024〕66号）1.3条对“投资者”的定义，并未排除境外投资者。

流通，并非必需按照内资股东的程序在中国结算办理境外存管、委托香港中央结算进行H股股东登记等程序，外资股东可依据相关规则于香港中央结算直接办理股份登记等相关手续。早在全流通试点及配套业务指南推出之前，在H股发行核准制背景下，外资股东所持H股公司上市前股份在香港联交所上市流通即不存在障碍，全流通备案全面实施之后，外资股东所持股份在香港联交所上市流通应更加便利。

当然，根据备案管理办法、全流通指引等相关规则，外资股东所持H股公司上市前股份尚不具有天然的流通权，外资股东亦需委托H股公司向中国证监会申请全流通备案。在中国证监会作出的备案通知中，会明确列明全流通的股东名称及其全流通的股份数量。

## SECTION 005

### 结语

全流通不仅涉及股东的自身权益，还与H股公司新股发行、外资准入政策、香港联交所二级市场减持等系列问题相关，相关参与主体需在遵守公司法、公司章程、备案管理规定、香港上市规则等前提下，公平公正地制定科学、合理、兼顾各方利益的全流通方案，充分利用好这项制度。同时，随着我国资本市场高水平对外开放的不断深化，更好地助力企业用好两个市场、两种资源规范健康发展，我们也期待将来在全流通制度方面能够看到更进一步的改革举措，以吸引更多的国际投资者投资H股公司。



王川  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2186  
wangchuan@zhonglun.com

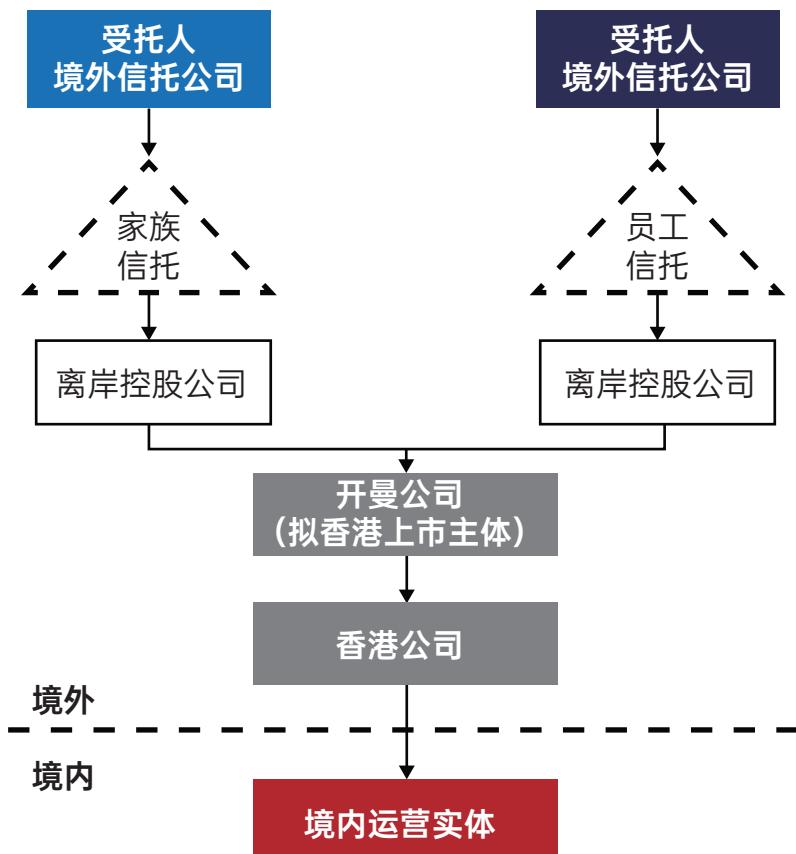


# 如何利用 离岸信托助力公司 赴港上市？

by 倪勇军 高如枫

近几年来，离岸信托被广泛应用于香港上市架构中，逐渐成为内地公司赴港上市的标配架构之一。根据我们的观察，在最近五到十年中，越来越多的香港上市公司在其招股说明书中披露，其创始人团队选择以离岸家族信托的形式持有拟上市公司的股权。另外又有接近半数的香港上市公司采用了员工股权激励信托，作为员工股权激励的管理工具。

结合长期以来在上市公司离岸信托法律服务方面丰富的理论基础和实务经验，在本文中，我们将与大家探讨赴港上市公司应如何全面、恰当地利用离岸信托架构，借助离岸信托的作用帮助公司完成首发上市、创始人财产规划、税务筹划等一系列目标。



## SECTION 001

## 什么是离岸信托？

从本质上说，信托是一种契约关系，是设立人基于对受托人的信任，将信托财产（如拟上市公司股权）委托给受托人，由受托人以自己的名义、为受益人的利益或特定目的而进行管理和处分信托财产的行为。信托法律关系体现了财产所有权与受益权相分离。具体而言，在一个信托结构，最基本的要素包括以下几个方面：

- **设立人**：设立人提供信托财产，指定受托人并有权监督受托人实施信托；
- **受托人**：承担着管理、处分信托财产的责任，必须为受益人的最大利益出发，依照信托契约以及相关法律规定等管理信托财产，并接受监督；
- **信托财产**：是受托人因承诺信托而取得的财产（譬如拟香港上市公司的股权或香港上市公司股票等）。信托财产具有独立性，其独立于设立人未建立信托的财产，也独立于受托人的财产；
- **受益人**：是在信托中享有信托受益权的人，对信托财产享有受益权，但不直接对信托财产享有所有权。

## SECTION 002

## 在上市前设立海外家族信托，创始人最需要关注的四大核心问题

近年来随着港股IPO加速，新经济领域及其下属的互联网、医疗、大消费板块迅速崛起。当创业者们度过了创业的艰难期，在公司开始成长或是平稳发展之后，他们或多或少都会开始考虑家族、企业、个人财产的保护、传承。很多创业者在计划赴港上市的同时，或在联交所敲钟上市后，会着手家族信托的

---

设立，进而启动整个家族财富传承的规划安排。那么在关注、理解财富传承的过程中，我们建议选择赴港上市的创始人们都应该重点关注这四个问题。

### 问题一：为什么选择离岸家族信托来持股？

随着我国高净值人群的逐步壮大，财富传承的需求愈发迫切。高净值个人一方面希望能够给后代一个可靠的生活保障，摆脱“富不过三代”的传统困境，另一方面也希望避免因后代接班或者姻亲问题导致股权控制权分散进而引发不必要的纷争。与此同时，许多高净值个人在进行财富规划传承安排时也有着债务隔离、税务筹划等方面的考虑。

在私人财富规划领域，为了实现财富传承和保护的目的，高净值人群常见的财富规划工具包括了家族信托、私人基金会、财产协议、保险以及遗嘱等，综合灵活运用多种工具可以更好的满足家族财富传承的多重需求。但对于拟上市的公司股份而言，考虑到财产的属性、传承的稳定性以及实践效果，最佳的财富规划工具仍是离岸家族信托。而离岸家族信托在保护资产安全、确保财富传承、重视隐私以及税务筹划等方面的作用最受创业者们关注。

#### ● 保护资产安全，隔离风险

资产保护、风险隔离是高净值人士在进行财富传承安排时最基本的要求。计划赴港上市的企业家们希望确保未来创业经营所带来的负债和风险不会影响家庭财富安全，同时也不愿意看到未来子女婚姻破裂而导致家族财富分流。

由于信托财产在法律上具有独立性，采用离岸家族信托作为财富规划工具将有效保护信托资产不受债务危机困扰，在最大程度上确保财富的传承不受婚姻关系以及家庭关系变化的影响。

#### ● 保证财富传承，个性定制

在许多计划赴港上市的创始人的设想中，财富传承的目的不仅是要对财富进行有效分配，保障子孙后代生活无忧，避免家庭矛盾的产生，他们更希望能

够对后辈做出更长期的安排，激励后代品行正直、有所成就。

离岸家族信托可以根据创始人的要求灵活设置各种条款，有序地进行资产传承分配。创始人还可以通过在信托条款中附加对后代的约束条件，实现对后代的教育和约束，完成物质财富和精神财富的双重传承。

### ● 重视隐私保护

对于一些家业关系复杂的创业者来说，隐私保护本身也是财富传承筹划的一项挑战。

离岸家族信托架构非常重视信托相关内容的隐私保护，比如信托下的分配计划都受到严格保密，这为创始人们带来心理安全感上的保障。

### ● 筹划税务安排

随着新《个人所得税法》的实施，以及金融账户涉税信息自动交换工作的开展，创始人们希望寻求更合理、有效的税务筹划。2024年以来，内地税务机关对于个人海外收入加强了监管，创始人们更需要合适的工具来进行税务规划。

在这一方面，离岸家族信托有机会帮助创始人们实现收入递延纳税、降低财产传承中的潜在税负等作用，具体内容可以参考问题四。

## 问题二：设立离岸家族信托有哪些环节？

相比于境内家族信托，离岸家族信托并非结构单一的金融理财产品，而是一个复杂的架构体系。

对于计划赴港上市的企业家来说，设立离岸家族信托通常需要经历如下阶段：（1）选聘受托人（即信托公司） - （2）拟定信托架构 - （3）完成尽调审查 - （4）草拟、审阅并修改信托文件（包括信托契约、意愿书、转股文件等） - （5）签署上述信托文件 - （6）转让拟香港上市公司股权以完成信托资产注入。

在离岸家族信托设立的全部过程中，创始人需要结合其本人和其家族成员的身份情况、财产情况、婚姻状况、个人意愿和税务安排等因素，选择并设计

---

合适的信托方案，搭建完整的信托架构，制定传承分配方案，并最终完成离岸家族信托的落地。在这个复杂架构的搭建过程中，创始人们需要在多个环节依靠专业机构和专业人士的建议，尤其是在法律和税务领域，以避免未来产生不必要的争议。

### 问题三：如何设计合适的离岸家族信托架构？

设计合适的离岸家族信托架构，以确保拟香港上市公司股权装入信托后，离岸家族信托可以发挥其应有的作用，是每一位计划赴港上市的企业家个人较为关心的话题。需要注意的是，离岸家族信托并不是一个标准化的架构或产品，而需要根据每一个不同的家族情况来定制化处理。

结合我们的经验，在设计整体离岸家族信托架构过程中，我们建议设立人需要关注以下几个方面：

(1) **确定信托类型：**典型的离岸家族信托分为可撤销信托或不可撤销信托，保留投资权力信托或全权委托信托等。设立人需要从财富传承、风险规避、税收优化等多角度综合考量，在达成信托效果的同时结合自身需求作出选择。

(2) **设定关键角色：**在离岸家族信托中，除创始人担任设立人以外，受益人、保护人、投资管理人的角色设定同样重要。在确定受益人范围时，设立人需要结合受益人的税收居民身份分析税收风险并设计信托条款；对于保护人和投资管理人来说，保护人承担了监督受托人的职能，投资人有权就信托财产投资事项提出建议或作出决定，设立人在信托设立过程中需要选定保护人与投资管理人人选，并审慎设计相应的传承机制，以确保设立人的意愿和想法得以最有效地被执行。

(3) **谁来负责拟定法律文件：**信托契约和信托意愿书是离岸家族信托设立中最重要的法律文件，其中载明了对于信托结构的核心安排和设立人的传承

意愿。由于这些是专业的法律文件，并且是全英文书写，因此创始人应当聘请有经验的律师为其审阅、修改信托法律文件。完善的法律文件才是家族信托可以良好运行的重要保障。

**(4) 如何选择信托公司：**主流的信托公司分成银行系信托公司和独立信托公司两类，这两类中又各自分成不同的梯队。创始人应当慎重选择信托公司，综合考虑信托公司的服务水平、语言能力、灵活度、稳定性、收费情况等，避免被误导而选择了口碑和水准都较差的信托公司。

#### 问题四：设立离岸家族信托有什么中国内地税务影响？

对于正在筹备香港上市的公司创业者来说，如何利用离岸家族信托进行有效的税务规划也是他们关心的问题之一。以下我们将介绍离岸家族信托会为香港上市公司的创业者带来怎样的中国内地税务影响。

**在离岸家族信托存续期间**，信托资产在法律上归属于受托人所有，理论上只要没有对受益人进行分配，信托资产的增值（比如公司完成香港上市后，创始人出售股票）与设立人或受益人无关，设立人和受益人原则上都不会产生个人所得税纳税义务。

但由于目前《个人所得税法》中引入了“受控外国企业”的概念，如果设立人对信托有着非常全面的控制，在设立信托时保留了相当多的权力，不排除内地税务机关可能从税法角度认为设立人所保留的权力使得其对信托结构中的离岸公司构成实质控制，导致该离岸公司存在被认定为“受控外国企业”的风险，进而设立人需要就信托资产的增值缴纳20%个人所得税。鉴于此，我们建议创始人在设计离岸家族信托架构时，应当咨询专业意见，采用合适的离岸家族信托架构以避免产生额外的税务风险。

**在信托分配环节**，通常来说，信托分配收益给创始人本人时会被认为是创始人取得的投资所得，从而需要缴纳20%的个人所得税。如果信托分配收益给

---

其他受益人，比如创始人的家族成员，由于现行《个人所得税法》下并未对于信托分配所得有明确的征税依据，因此我们认为目前并无明确规定要求其他受益人就信托分配所得缴纳个人所得税。不过由于分配收益存在一定的税收风险，我们建议创始人或受益人可以考虑通过仔细充分的筹划，采用其他方式从离岸家族信托中获取资金，以避免产生税务负担。

## SECTION 003

### 员工股权激励信托——提供灵活管理与规划的工具

---

不同于创始人的家族信托，员工股权激励信托是香港上市公司或计划赴港上市的公司为了对公司核心员工和高管团队进行股权激励而设立的一种信托。受限于中国外汇管理的相关规定，实务中为参与股权激励计划的境内员工全员办理外汇登记面临着许多技术和实务障碍，因此境外非上市公司为境内员工在上市前集中办理外汇登记的案例极少。在此情况下，为便于公司管理股权激励计划，拟上市公司设立员工股权激励信托可以帮助员工顺利行权以最终获得香港上市公司的股票。目前实务中有相当部分的赴港上市的公司在实施股权激励计划时，均会在境外设立海外员工股权激励信托对股权激励计划进行管理。

考虑到越来越多的公司在搭建赴港上市结构时采纳了员工股权激励信托，我们在下文将从架构设计、税务筹划作用以及其他法律要点等方面对员工股权激励信托做介绍。

#### 员工股权激励信托的架构设计

拟赴港上市的公司通常会搭建红筹架构来满足上市监管要求，在红筹架构下的员工股权激励信托，其主体包括设立人、受托人、受益人和顾问委员会。

- 设立人：香港上市公司或计划赴港上市公司；
- 受托人：专业海外信托公司；

- 
- 受益人：参与股权激励计划的员工；
  - 顾问委员会：设立人通常会成立一个顾问委员会对信托资产进行管理，并下发指令给受托人。

### **员工股权激励信托的税务筹划作用**

根据我国现行的税法规则，中国税收居民个人因任职、受雇而从雇主处取得的现金形式与非现金形式的所得（如股权、股票），均应被认为是员工取得的“工资、薪金所得”，在个人实际取得该所得时，产生个人所得税的纳税义务。也就是说，当员工在股权激励计划下实际取得股份或股票时，应按照“工资、薪金所得”适用3% - 45%的超额累进税率计算个人所得税。同时，该员工在境内的任职单位应履行个人所得税的代扣代缴义务。

结合税总征科发〔2021〕69号文的要求，除履行上述提到的个人所得税扣缴义务外，红筹架构下的境内公司还需要在决定实施股权激励的次月15日内，按照规定向主管税务机关报送《股权激励情况报告表》和相关资料。

考虑到公司上市后的股价普遍较高，实务中我们观察到有部分公司在上市前采用“提前行权+员工股权激励信托”的方式为员工进行税务筹划。在这一方案下，公司同意员工提前行权或加速解禁股份，以在上市前就提前触发员工的纳税义务。随后员工将提前取得的股份装入公司设立的员工股权激励信托中，而员工成为信托的受益人，未来从信托中获得收益。参加股权激励计划的员工通过股权激励机制取得公司股权后，未来再转让该股权时，应就其股权转让所得按照“财产转让所得”计算个人所得税，适用20%的税率。

针对这一方案，有观点认为“提前行权+员工股权激励信托”的模式存在外汇登记瑕疵，可能构成上市阻碍。在这种情况下，我们建议采取其他替代方案，并且建议公司在实施具体方案前应与主管税务机关、上市律师等提前进行沟通，确认相关税务处理以及上市规则，以免影响最终的筹划效果。

离岸信托作为时下热门的话题，涉及众多复杂的法律问题。我们从离岸家

---

族信托和员工股权激励信托两个方面，摘取了一些创始人和赴港上市公司普遍关心的话题，借此与读者分享交流，希望可以帮助大家对离岸信托有一个更为全面、直观的认识，以便在赴港上市的过程中可以正确、有效地使用离岸信托这一工具。



倪勇军  
合伙人  
公司业务部  
上海办公室  
+86 21 6061 3568  
peterni@zhonglun.com



高如枫  
合伙人  
公司业务部  
上海办公室  
+86 21 6061 3747  
markgao@zhonglun.com

# (2)

chapter  
02

Practical Special Issues

实务专项问题

Hong Kong  
Capital Markets  
2.0

A New Paradigm of  
Cross-Border Capital Markets  
Driven by Technological Empowerment  
and  
Institutional Innovation



# 港交所推出 “科企专线”助力 科技公司上市

by 廖小新 蔡嘉仪、容诗轩

---

本文旨在解析香港交易及结算所有限公司（以下简称“港交所”）与证券及期货事务监察委员会（以下简称“证监会”）联合推出的“科企专线”(Technology Enterprises Channel, “TECH”)机制，该机制自2025年5月6日起实施，致力于让特专科技公司、生物科技公司在申请香港上市之前的筹备阶段，就能获得专门的上市指引，并可以选择以保密形式提交香港上市申请，同时通过该渠道申请的采用不同投票权架构的申请人，将被港交所视为已满足《香港联合交易所有限公司主板上市规则》(以下简称“《上市规则》”)第8A章所列的创新产业公司及外界认可规定。这一举措不仅体现了香港资本市场对创新企业的支持，更通过制度创新为拟上市企业提供了更高的灵活性与保密性。

## SECTION 001

### “科企专线”推出的背景

---

“科企专线”在今年2月26日由香港特区政府财政司司长陈茂波首次宣布。彼时，陈茂波介绍，为进一步协助特专科技和生物科企筹融资发展业务，特别是已在内地上市的公司，港交所正积极筹备开通“科企专线”，便利有关企业的上市申请准备工作。证监会亦会配合，令申请过程更顺畅。

2025年5月6日，“科企专线”正式推出，港交所集团行政总裁陈翊庭曾将其形容为“手把手的服务”。这一专线旨在进一步优化生物科技公司及特专科技公司的上市流程。

与其他主板公司不同，生物科技公司、特专科技公司申请香港上市分别遵循香港《上市规则》中的第18A章、18C章。这是港交所为拓宽企业上市通道，于2018年4月、2023年3月先后在《上市规则》中新引入的章节，用于支持尚未盈利或未达主板收入要求的生物科技公司和特专科技公司在香港上市、募资。

---

## SECTION 002

### "科企专线"适用公司类型及其上市标准

---

#### (一) 生物科技公司

生物科技公司在《上市规则》中定义为“主要从事生物科技产品的研发、应用或商业化发展的企业”。“生物科技”指“利用科学与技术制造用于医疗或其他生物领域的商业产品”。如果该类公司未能满足《上市规则》第8.05(1)条的“盈利测试”、第8.05(2)条的“市值/收益/现金流量测试”或第8.05(3)条的“市值/收益测试”，则可依据《上市规则》第18A.03条的规定申请在香港上市。

#### (二) 特专科技公司

《上市规则》第18C章规则将特专科技公司定义为“主要从事（不论直接或透过其附属公司）特专科技行业可接纳领域内的一个或以上的特专科技产品的研发，以及其商业化及/或销售的公司”。“特专科技产品”定义为“（单独或连同其他产品或服务）应用特专科技的产品及/或服务”，而“特专科技”指“应用于特专科技行业可接纳领域内的产品及/或服务的科学及/或技术”。特专科技公司又进一步分为“已商业化公司”（上市时已符合《上市规则》第18C.03(4)条的收益规定的特专科技公司，即2.5亿港元）和“未商业化公司”（上市时未符合《上市规则》第18C.03(4)条的收益规定的特专科技公司），并适用差异化的上市审核标准。

#### (三) 生物科技公司、特专科技公司上市资格要求对比

相较于香港《上市规则》第8.05条所设定的财务要求，包括满足盈利测试、市值/收入测试或市值/收入/现金流量测试，港交所对生物科技公司和特专科技公司的主要上市条件进行了放宽，简要对比如下：

8.05条上市资格要求 生物科技公司18A章		特专科技公司18C章	
财务要求	盈利测试	已商业化	未商业化
	<p><b>盈利测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>最近一年的股东应占盈利不得低于3,500万港元，及其前两年累计的股东应占盈利亦不得低于4,500万港元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市值：至少15亿港元</li> <li>需证明有充足的营运资金（包括计入申请人首次上市的集资所得款项），足可应付集团由上市文件刊发日起计至少12个月所需开支（须主要包括一般、行政及营运开支以及研发开支）的至少125%</li> </ul>	<p>市值至少40亿港元<sup>2</sup>且经审计的最近一个会计年度的收益至少2.5亿港元</p>
	<p><b>市值/收入测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上市时市值至少为40亿港元；及经审计的最近一个会计年度的收益至少为5亿港元</li> </ul>		<p>市值至少80亿港元<sup>2</sup>且保持充足的营运资金，足可应付公司上市后至少12个月所需开支（须主要包括一般、行政及营运开支以及研发开支）至少125%</p>
	<p><b>市值/收入/现金流量测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上市时市值至少为20亿港元；经审计的最近一个会计年度的收益至少为5亿港元；及新申请人或其集团的拟上市的业务于前3个会计年度的现金流入合计至少为1亿港元。</li> </ul>	<p><b>来自资深独立投资者<sup>3</sup>的投资:</b>无论是否商业化，均需获得来自两至五名资深独立投资者的投资(各自于上市申请日期的至少12个月前已向申请人作出投资)，并符合以下条件：</p> <p>(i) 上述领航资深独立投资者： (a) 在上市申请当日及上市申请前12个月期间，一直合计持有相等于申请人已发行股本10%或以上的股份或可换股证券（例如可换股或可交换债券、票据或贷款或可转换优先股）；或(b) 在上市申请日期的至少12个月前已对申请人股份或可换股证券投资合计至少15亿港元(不包括上市申请日期或之前作出的任何后续撤资)；及</p> <p>(ii) 至少两名领航资深独立投资者： (a) 在上市申请当日及上市申请前12个月期间，一直各自持有相等于申请人已发行股本3%或以上的股份或可换股证券；或(b) 在上市申请日期的至少12个月前已对申请人股份或可换股证券投资各自至少4.5亿港元(不包括上市申请日期或之前作出的任何后续撤资)<sup>4</sup></p>	

1.关于资深投资者及相当数额的投资的具体要求详见《新上市公司指南》第2.3章第10段。  
 2.2024年8月23日，证监会与港交所联合发布了针对特专科技公司的短期修改公告，该次短期修改适用于2024年9月1日或之后上市，及2027年8月31日或之前提交上市申请（包括所有重新提交的申请）的特专科技公司。于2027年8月31日前，港交所或会按需要检讨有关规定及进行公众咨询。短期修改详情请见：[https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2024/240823news?sc\\_lang=zh-CN](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2024/240823news?sc_lang=zh-CN)  
 3.关于资深独立投资者的定义详见《新上市公司指南》第2.5章第16段至第24段。  
 4.此外，《新上市公司指南》还对资深独立投资者的投资总额占申请人上市时已发行股本的最低占比设定了比例要求，详见，《新上市公司指南》第2.5章第25段。

		8.05条上市资格要求 生物科技公司18A章	特专科技公司18C章
营业连续性		<ul style="list-style-type: none"> <li>具备不少于3个会计年度的营业记录</li> <li>至少前3个会计年度的管理层维持不变</li> <li>至少经审计的最近1个会计年度的拥有权和控制权维持不变</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备不少于2个会计年度的营业记录</li> <li>上市前已由大致相同的管理层经营现有的业务至少2个会计年度</li> <li>港交所会检视申请日期前12个月内的拥有权变动</li> </ul>
研发期间	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市前已从事核心产品的研发至少12个月</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市前已从事特专科技产品的研究及开发至少3个会计年度</li> </ul>
其他要求	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>能证明其合资格及适合以生物科技公司的身份上市，即           <ul style="list-style-type: none"> <li>(i)至少有一项核心产品已通过概念阶段；</li> <li>(ii)主要专注于研发以开发核心产品，并于上市前十二个月内持续进行有关研发；</li> <li>(iii)上市集资主要用于研发核心产品，以将其推出市场；</li> <li>(iv)拥有与其核心产品有关的专利，包括已注册专利、专利申请及其他知识产权；及</li> <li>(v)在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者为公司提供相当数额的第三方投资(且其至进行首次公开招股时仍未撤回投资)<sup>5</sup></li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>属于特专科技公司行业及可接纳领域<sup>6</sup></li> <li>研发开支占总营运开支的最低占比：           <ul style="list-style-type: none"> <li>(i)(就已商业化公司而言)占总营运开支至少15%；</li> <li>(ii)(就经审计的最近一个会计年度的收益至少达150,000,000港元但少于250,000,000港元的未商业化公司而言)占总营运开支至少30%；及</li> <li>(iii)(就经审计的最近一个会计年度的收益少于150,000,000港元的未商业化公司而言)占总营运开支至少50%；</li> <li>(iv)就适用百分比门槛而言：               <ul style="list-style-type: none"> <li>(a)上市前三个会计年度中有至少两个会计年度的每一年达到适用的百分比门槛；及</li> <li>(b)上市前三个会计年度合并计算达到适用的百分比门槛。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>

5.关于(i)-(v)的具体标准详见《新上市申请人指南》第2.3章第5段至第10段，及《上市规则》18A.01条。

6.注意此名单并非详尽无遗，因为不在此名单内的申请人仍可能被视为“属于特专科技行业可接纳领域”（需符合的特质详见《新上市申请人指南》第2.5章第3段至第6段），而且名单可能不时更新。

## SECTION 003

## “科企专线”新机制的核心内容解析

### (一) “科企专线”的三大功能

港交所此次设立的“科企专线”并非简单的咨询窗口，而是可以视为一个由资深上市审核团队主导的“前置辅导机制”，其核心功能包括：

- **专业团队对接：**由具备相关经验（即审批《上市规则》第18A章及18C章上市申请及为之提供指引）的专业团队领衔，解决企业在上市筹备阶段的规则适用性问题；
- **个性化指引：**就上市资格及合适性提供指引，例如核心产品要求、是否接受其他生物科技产品及 / 或不同药监机构监管的临床试验、资深投资者的资格及独立性、特专科技行业可接纳领域，以及接纳当前范围以外的其他新领域 / 行业为特专科技行业的考虑因素；
- **非正式预沟通：**允许企业就具体规则问题与港交所进行非正式探讨，降低正式申请阶段的合规风险。

有意通过“科企专线”与港交所沟通的潜在申请人，可按照港交所“科企专线”网页上的说明联系上市科，将“科企专线-查询表格”、以及“首次公开招股前查询的补充资料(M119)”，发送到上市科提供的电子邮箱。

關於特專科技公司和生物科技公司上市資格及合適性的現行指引可於此處查閱。

我們鼓勵潛在的特專科技公司和生物科技公司申請人充分善用「科企專線」，請透過以下查詢表格和電郵聯系上市科：

查詢表格：	潛在申請人/專業顧問應提交【科企專線-查詢表格】及透過 (M119) 提交額外資料。
電郵：	IPO_TECH@hkex.com.hk

其他潛在申請人如對闡釋《上市規則》有疑問，潛在申請人或其專業顧問可在此聯絡上市科查詢一些少遇見及具體的事項。

(港交所“科企专线”网页提供的联络信息)

## (二) 保密上市申请机制

在“科企专线”机制推出前，保密递交仅适用于特定符合条件的公司，这些公司有权以保密方式提交其上市申请版本，即无需在港交所的披露易网站上公开其申请版本清单档。具体而言，若新申请人在呈交上市申请时已在认可海外交易所上市不少于五年且拥有大市值，或根据《上市规则》第19C章申请作第二上市，其可按保密形式呈交申请版本。

生物科技公司及特专科技公司一般处于早期发展阶段或产品尚未商业化的阶段。与其他行业相比，过早或长期披露公司的营运策略、专有技术或上市计划，可能会为这些公司带来过高的风险。

为帮助这些公司减轻有关风险，港交所将允许根据《上市规则》第18A章及18C章上市的生物科技公司、特专科技公司在呈交上市申请时可按保密形式呈交申请版本。需注意的是，须根据《上市规则》第12.01C条刊发整体协调人公告的特专科技公司或生物科技公司，应于刊发聆讯后资料集的同一天刊发整体协调人公告。

此外，以保密形式呈交上市申请的申请人，必须在聆讯后资料集登载前对上市申请严格保密。若发生泄密情况，港交所将综合考量相关情况，有可能行使酌情权要求申请人重新遵守登载申请版本及/或整体协调人公告的规定。考量因素包括泄密的原因及程度、泄露信息的重大性、以及上文第6段所述批准以保密形式呈交的条件是否仍然适用。若港交所要求申请人重新遵守有关登载规定，该申请人须登载申请版本及（如适用）整体协调人公告（如保密形式呈交从未被批准）。

## (三) 寻求以不同投票权架构上市的特专科技公司及生物科技公司

不同投票权架构上市的申请人需遵循《上市规则》第8A章及《新上市公司指南》第2.2章的相关规定。在“科企专线”推出之前，所有寻求以不同投票权架构上市的申请人须满足以下主要要求：

(1)证明其为一家创新产业公司，即具备多于一项的下述特点：

(i)能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了(a)新科技；(b)创新理念；及/或(c)新业务模式，亦以此令该公司有别于现有行业竞争者。申请人应阐述其营运模式与业内传统营运模式的不同，从而令其从同业中脱颖而出。若业内其他公司也采用相似科技/业务模式，港交所会将申请人的科技、创新理念及/或业务模式的应用时间与其最贴近的业内公司作比较，判断申请人是否业内的“先行者”；

(ii)研发为公司贡献大部分的预期价值，亦是公司的主要活动及占据大部分开支。申请人应提供其业绩纪录期的研发开支（金额及占总收入/开支的百分比）。此外，申请人应解释研发为申请人已创造的价值。港交所会审查申请人是否将研发开支拨作为无形资产入账，作为评估有关研发活动对申请人所产生价值的指标。若大部分研发开支都没有被拨作无形资产，申请人应解释其原因；

(iii)能证明公司成功营运有赖其独有业务特点或知识产权。申请人应详细解释其知识产权如何帮助其业务取得成功；及/或

(iv)相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值极高。

(2)证明其符合以下特征：

(i)公司业务成功	申请人必须能证明其有高增长业务的纪录，可利用业务活动、用户、客户、单位销售、收益、盈利及/或市场价值（如适用）等营运数据客观计量，及证明高增长轨迹是预期可持续的。
(ii)不同投票权受益人的贡献	公司价值主要来自或依赖无形的人力资源，而且每名不同投票权受益人的技能、知识及/或战略方针均对推动公司业务增长有重大贡献。不同投票权受益人仅作为申请人的董事并不足证明其对公司有重大贡献。
(iii)不同投票权受益人的角色	<ul style="list-style-type: none"><li>每名不同投票权受益人必须为个人，并均积极参与业务营运的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献；及</li><li>申请人上市时，每名不同投票权受益人必须都是其董事。</li></ul>
(iv)外界认可	<ul style="list-style-type: none"><li>申请人必须已曾得到最少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资（不只是象征式投资），且至进行首次公开招股时仍未撤回投资。</li><li>该等投资者于上市时的总投资额最少有50%要保留至首次公开招股后满六个月（在主要投资者符合规定的前提下，个别投资水平微不足道的投资者无需满足此要求）。</li><li>如果申请人是由母公司分拆出来，港交所一般不要求申请人证明其曾得到第三方提供相当数额的投资。</li></ul>

(3)只限以股份类别为基础的不同投票权架构：即任何不同投票权架构的不同投票权必须仅附于发行人的个别股本证券类别，并只就发行人股东大会上的议案赋予受益人更大的投票权。在所有其他方面，具有不同投票权的股本证券类别所附带的权利必须与发行人上市普通股所附带的权利相同。

(4)上市时市值至少为400亿港元；或上市时市值至少为100亿港元及经审计的最近一个会计年度收益至少为10亿港元；

(5)同股同权股东必须持有上市发行人股东大会议案不少于10%的合资格投票权；

(6)新申请人首次上市时，其不同投票权架构受益人实益拥有其已发行股本相关经济利益的占比，合计必须不少于10%；

(7)上市发行人的不同投票权股份类别赋予受益人的投票权，不得超过发行人股东大会上普通股可就任何议案表决的投票权力的10倍；以及

(8)不同投票权受益人必须为申请人上市时的董事会成员。

“科企专线”推出后，符合《上市规则》第18A章生物科技公司以及符合《上市规则》第18C章的特专科技公司，将被视为已满足上文所列(1)项的创新产业公司规定和(2)(iv)项的外界认可规定，即符合有不同投票权架构的公司上市应满足的创新产业公司资格。然而，寻求根据《上市规则》第8A章以不同投票权架构上市的申请人仍须遵守《新上市公司指南》第2.2章和《上市规则》第8A章的所有其他适用规定。

## SECTION 004

### 对拟上市企业的建议

#### (一) 高效利用“科企专线”机制

建议拟上市企业尽早启动与港交所的沟通，通过“科企专线”的专业团队明确行业分类及核心产品合规性等关键问题。针对特专科技领域界定中的模糊地

带，如未列明于可接纳领域名单内的企业可提前准备详细的技术白皮书及商业化路径说明，申请港交所的非正式预评估，以降低后续正式审核阶段的不确定性。此外，建议企业组建由法律顾问、财务顾问及行业专家组成的专项工作组，系统梳理《上市规则》以及《新上市公司指南》要求，确保早期沟通的针对性和有效性。

## （二）保密申请机制

建议拟上市企业及时与港交所就保密操作的具体细节进行预先确认。企业需特别注意，保密机制仅适用于首次递交的申请文件，须根据《上市规则》第12.01C条刊发整体协调人公告的专科技公司或生物科技公司，仍需于刊发聆讯后资料集的同一天刊发整体协调人公告。鉴于港交所对保密递交及后续披露的合规要求较为严格，建议拟上市企业尽早与具备丰富港股上市经验的律师团队接洽，密切跟踪监管动态，审慎规划递交策略。通过专业团队协调保密申请与后续公开披露的衔接，确保在过渡至全面披露阶段时，既能严格遵循《上市规则》要求，又可有效管控商业敏感信息的过早曝光风险，维护企业市场竞争力与上市进程的顺利推进。

## （三）不同投票权架构的合规设计

在“科企专线”机制下，符合《上市规则》第18A章生物科技公司以及符合《上市规则》第18C章的专科技公司在申请不同投票权架构上市时，已自动满足创新产业公司的认定标准及外界认可要求，这显著简化了此类企业的上市流程。尽管如此，申请人仍需严格遵循《上市规则》第8A章及《新上市公司指南》第2.2章的其他全部适用规定，包括但不限于充分证明公司业务成功、不同投票权受益人的贡献以及不同投票权受益人的角色的特征、满足特定的财务指标要求、遵守关于董事会成员身份的要求。

在设计不同投票权架构时，企业需重点审查IPO前融资协议中存在的特殊

条款与该架构的兼容性，并在必要时通过修订股东协议以消除潜在冲突。此外，企业还须确保不同投票权仅附着于特定股份类别，其附带权利除投票权外应与普通股完全一致，以及持有特别表决权股票的表决权数量最高10倍的限制。同时，同股同权股东在股东大会上至少保留10%的合资格投票权，且不同投票权受益人合计持有不少于10%的已发行股本相关经济利益。企业还需注意《上市规则》第8A.17条对不同投票权受益人的持续规定，确保从制度设计到持续合规各环节均符合港交所的监管要求，为成功上市奠定坚实基础。

## SECTION 005

### 总结

从允许同股不同权公司上市到允许未盈利生物科技公司上市；从推出SPAC机制到允许特专科技公司于主板上市，再到如今的“科企专线”，港交所近年的一系列改革都在做着同一件事——巩固香港作为新兴及创新公司首选上市平台的地位。这些变革为具备核心技术的生物科技、人工智能、新能源等领域的成长型企业提供了前所未有的资本对接机会，进一步促进了香港市场的多元化和活力。

(甄小莹对本文亦有贡献)



廖小新  
合伙人  
资本市场部  
香港办公室  
+852 2298 7108  
jaycenliaoj@zhonglun.com



# 数据与科技监管纵深 趋严，企业港股上市数据 合规新挑战与应对策略

by 陈际红 陈诚 陈瑞庭 陆杰

2025年，内地企业赴港上市热度持续攀升，若干A股龙头企业已借助快速通道实现双重上市目标，18C和“科企专线”为科技企业带来巨大吸引力。在企业经营活动普遍与数据深度结合的当下，数据合规已在赴港上市合规“大考”中成为重点科目之一，而恰逢顶层制度与配套规则于今年密集落地，赴港上市企业正面临合规“首秀”。本文系统梳理了港股上市披露与问询的最新实践，结合2025年国内数据合规法律要求与监管新态势进行分析，旨在为赴港上市企业的合规筹备工作提供有益指引。

## SECTION 001

### 2024-2025年港股上市数据合规实践的多维洞察

在首起跨境上市网安审查发生后，数据合规在境外上市企业准备过程中受到重点关注。随着国内网络安全与数据合规法律规范体系逐渐完善并启动实质性监管，港股审核对企业数据合规问题的关切程度呈现上升态势。一方面，在招股书中披露数据处理活动及其合规状况已成为通行实践；另一方面，中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）的境外上市备案审核以及香港证监会、交易所问询也在“重者恒重”的基础上呈现出新的特征与趋势。

#### （一）招股书披露：典型特征与趋势分析

##### 1. 披露比例与行业分布

公开数据显示，2024年1月1日至2025年6月30日期间，约103家内地企业成功赴港上市。基于对披露易网站公示的最终版本招股书的梳理<sup>1</sup>，82%的港股上市企业不同程度地披露了数据合规相关信息，仅有18家企业未涉及数据处理

<sup>1</sup>港股上市审核中，来自香港审核机构的问询不予公开，企业通常在招股书中补充对问询的回应，由此企业最终版本的招股书能够呈现完整和符合相关方预期的披露状态和尺度。

活动相关的披露（主要为建筑工程、农产品及原材料、油气设备、化工金属等与数据处理相关性较低的行业）。

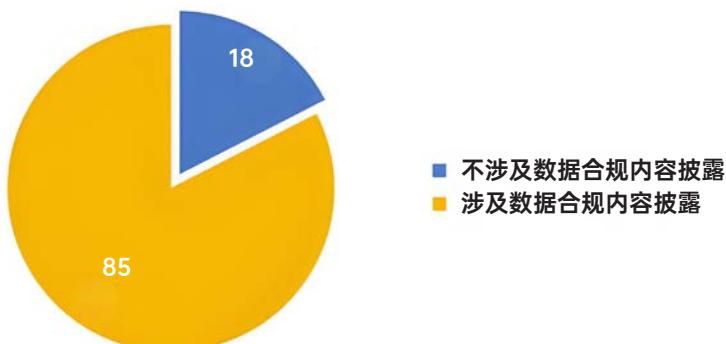


图1

在行业分布及业务类型方面，涉及数据处理活动相关披露的已上市企业广泛分布在生物医药及医疗健康、汽车、消费零售、信息技术及软件服务、餐饮、能源、工业制造、人工智能（AI）、互联网服务、跨境电商等行业，具体分布情况如图2所示。值得注意的是，无论企业的业务模式以面向消费者或终端用户（To C）还是面向企业（To B）为主，均需要披露或回应与数据处理活动有关的合规性关切，在披露数据合规内容的企业中，约57%的企业以To B为主要业务模式，具体如图3所示。

涉及数据合规内容披露企业-行业分布及业务类型

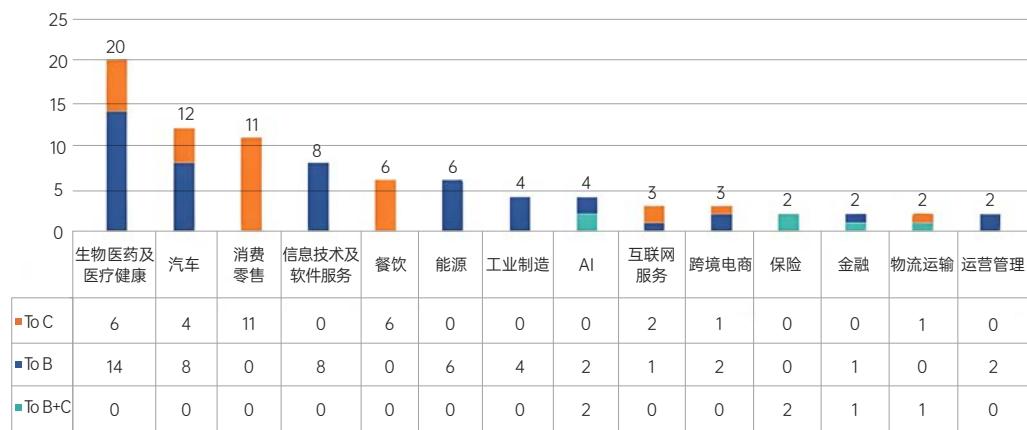


图2

涉及数据合规内容披露企业-业务类型

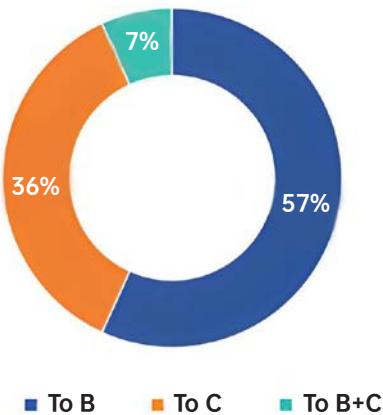


图3

## 2. 披露位置与内容细化

在披露位置方面，现行实践基本保持稳定，数据合规相关内容主要分布在招股书的**概要、风险因素、监管概览（或法规）以及业务章节**，分别围绕适用法律、固有风险及其程度、企业的数据处理活动及合规实践展开。在披露内容方面，85家已上市企业最终版本招股书所披露数据合规事实及合规措施的基本维度及频率如图4所示。

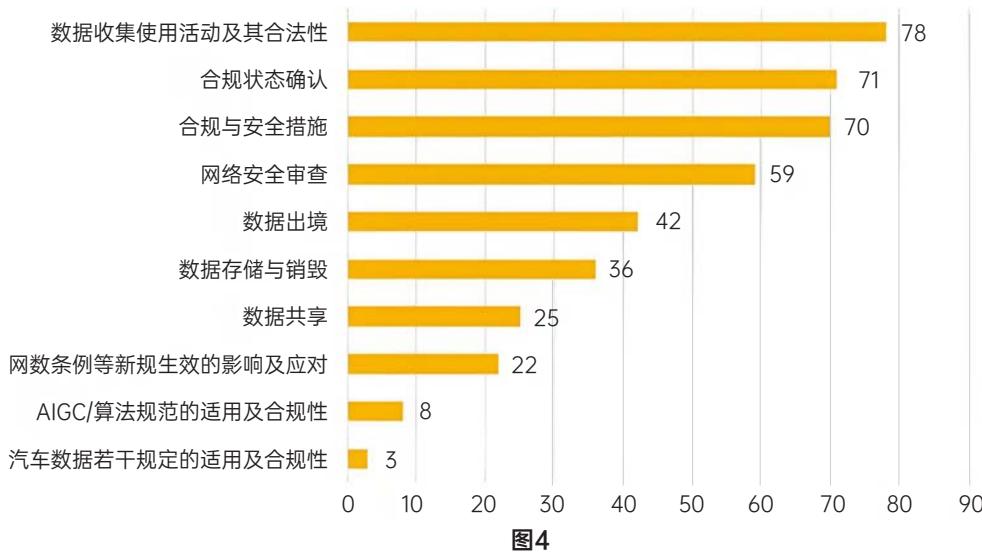


图4

从梳理结果可以看出，一方面，**数据合规相关披露内容在整体维度上已趋于稳定**。在梳理数据处理活动的基础上，企业相应采取的合规与安全措施有哪些，是否已在重大方面符合法律法规要求、是否发生安全事件、合规事件等合规状态确认，以及是否触发网络安全审查、数据出境等高风险、强监管事项，已成为企业数据合规披露的“基础题”。另一方面，**围绕上述基本维度，企业披露内容的颗粒度相较以往更为精细**，越来越多的企业选择从数据处理的全生命周期进行梳理，明确数据收集、使用、存储、销毁、共享等基本情况。同时，针对重点问题，部分企业会结合具体事实进行实质且细分的法律论证，而非仅提供概括性的合规结论。例如，对于《网络数据安全管理条例》（以下简称“**《网数条例》**”）的影响及应对，企业会从所涉数据是否属于核心数据或重要数据、既往合规状态以及未来义务履行准备等多个视角进行论述；某跨境电商企业在招股书中明确分析其数据跨境行为仅构成数据过境，故不触发数据出境监管要求等。

## （二）监管侧问询：核心导向与焦点深化

企业赴港上市需要完成中国证监会的境外上市备案，并通过香港交易所、证监会的审核。整体而言，近期境内外审核机构的问询内容呈现“重者恒重”的核心监管导向，同时也围绕当下的合规焦点对赴港上市企业提出新的要求。

### 1.境内审核机构问询

从中国证监会已公示的境外上市备案补充材料要求可以看出，当前监管关注点有两方面特征：**第一，关注企业是否具备基本的数据合规能力**。了解企业数据收集处理活动、向第三方提供数据和数据出境情况、上市前后的数据安全与个人信息保护措施等。其中，针对网站、APP、小程序等在线产品收集处理个人信息的相关问题及整改要求依然高频率出现。**第二，紧密结合业务事实关注行业监管重点**，例如，对于生物制药企业重点关注科学数据管理、人类遗传资源管理及出境情况等；同时紧跟新规动态，涉人工智能（AI）技术的企业已

被明确问及关于《生成式人工智能服务管理暂行办法》（以下简称“《Gen AI 办法》”）的合规落实情况。

## 基础层面

### 收集使用个 人信息

- **在线产品（高频）**：公司及下属公司开发及运营网站、APP、小程序、公众号等产品情况，是否涉及收集和使用个人信息，如有，请说明收集及储存的用户信息规模、数据收集使用情况

#### 偶发的延伸问题：

- 产品形态还可能包括：软件系统（某人力资源企业）、智能终端（某自动售卖机企业）、测试平台（某自动驾驶企业）
- 是否向公众开放
- APP备案类型的确定依据及备案程序履行情况

- **业务经营：**是否涉及收集和使用个人信息/境内经营/研发中采集、使用、分析及存储的个人信息情况及规模

### 第三方提供

- 是否涉及向第三方提供信息内容，提供信息内容的类型以及信息内容安全保护措施

### 数据出境

- 是否存在向境外传输数据的情形/数据境内外本地化存储情况

### 合规与安 全措 施

- 上市前后个人信息保护和数据安全的安排或措施
- 加强数据收集、传输、存储、提供、委托处理等全生命周期安全保护的具体措施

### 合规状态

- 业务经营是否符合《数据安全法》《个人信息保护法》《数据出境安全评估办法》等规定；是否符合个人信息出境有关法律法规规定等
- 是否符合《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》《APP违法违规收集使用个人信息行为认定方法》

## 行业层面

生物制药	<ul style="list-style-type: none"><li>- 是否符合《科学数据管理办法》的相关规定</li><li>- 掌握、采集和保管人类遗传资源的情况，是否采取相应管控及合规措施，是否存在违反《人类遗传资源管理条例》等有关法律法规规定的情形</li><li>- 是否符合《人类遗传资源管理条例》第七条、第二十一条（外方境内采集及中方境外提供限制）等有关规定</li><li>- 研发、临床试验活动是否存在向境外传输数据或向第三方提供个人信息的情形</li></ul>
医疗	<ul style="list-style-type: none"><li>- 收集使用医疗数据、治疗记录及其他个人信息的情况</li><li>- 是否符合《互联网诊疗管理办法（试行）》《互联网医院管理办法（试行）》《互联网诊疗监管细则（试行）》等相关法律法规的要求</li></ul>
工业	<ul style="list-style-type: none"><li>- 落实《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）》等相关法律法规和政策要求的具体措施</li></ul>
金融	<ul style="list-style-type: none"><li>- 是否符合《证券期货业网络和信息安全管理规定》等规定</li></ul>
汽车与测绘	<ul style="list-style-type: none"><li>- 是否符合《汽车雷达无线电管理暂行规定》等规定</li><li>- 业务经营是否涉及大地测量、地图编制、遥感地质等外商投资限制或禁止领域，是否已取得必要的资质许可（结合发行人开展路口地图数据采集等业务，持有地图构建方法、地图生成系统等专利或软件著作权情况）</li></ul>
AI	<ul style="list-style-type: none"><li>- 涉AI的具体业务情况，是否符合《生成式人工智能服务管理暂行办法》的规定</li></ul>
泛娱乐玩具	<ul style="list-style-type: none"><li>- 落实《儿童个人信息网络保护规定》的具体措施</li></ul>

## 2.香港审核机构问询

对于网络安全与数据合规板块而言，网络安全审查（以下简称“**网安审查**”）是上市企业所需解决的最高风险事项，**港股审核机构对该事项长期以来的重视也让企业在网安审查方面的披露逐渐扎实完整**。近几年，香港审核机构以《网络安全审查办法》《网数条例》两项重点立法为基础，要求企业从适用性、客观条件是否触发、是否涉国家安全，以及整体合规现状与合规能力、未来合规承诺等多个维度进行评估和论证，并引用中国法律顾问意见及保荐人意见作为支撑。

2025年以来，基于《网数条例》已正式出台以及企业在网安审查方面的评估与披露实践趋于成熟，香港审核机构的问询内容逐渐在网安审查和整体性合规结论的基础上进一步扩展和深入：第一，关注新规的适用和合规性，例如《互联网信息服务算法推荐管理规定》《Gen AI办法》及《公共安全视频图像信息系统管理条例》已在部分问询中被提及。第二，关注业务活动中收集处理数据的关键事实，覆盖个人信息、重要数据、测绘数据等多个受监管数据类型和数据处理全生命周期情况，要求详述合规与安全保障措施等；第三，关注公开可查的合规事件，例如国内公开的APP通报、行政处罚等。

从前述披露和问询实践整体来看，赴港上市企业被关注的数据合规要点紧跟国内的数据与科技立法和监管变化，同时在颗粒度上也逐渐深入企业的实质合规事实和状态。今年以来，国内网络安全与数据保护机制已进入加速配套立法和切实落地的崭新阶段，新的规则及监管动作预期将为赴港上市企业带来更多挑战。

## SECTION 002

## 港股IPO数据合规核心挑战：动态化压力与行业难题

### （一）规范范围扩展与合规力度升级

#### 1. 新增立法与治理焦点

从披露与问询的新变化可以看出，港股审核机构密切关注国内新增立法与治理焦点。继《网数条例》和数据出境安全评估后，涉算法和AI技术应用的企业已有较大概率被问及《Gen AI办法》的适用性以及备案等重要合规义务履行情况。与此同时，着眼于国内数据监管环境，随着《网数条例》正式出台，国内网络安全与数据合规的“三法四条例”<sup>2</sup>框架已基本定型，配套规则或标准的研制和出台逐渐提速，需要企业能够及时回应新规要求，快速作出合规部署，并与上市合规审查相对接。具体而言：

**第一，重要机制渐次落地。**在《促进和规范数据跨境流动规定》出台后，数据出境的治理重心转向自贸区便利措施和行业细则。2025年上半年，主管部门陆续发布《促进和规范金融业数据跨境流动合规指南》《汽车数据出境安全指引（2025版）（征求意见稿）》，相关行业的拟上市企业在数据出境方面或需要进行更精细的场景、字段梳理及义务识别工作。除数据出境外，网信部门也开始着力推进实施个人信息保护合规审计（以下简称“个保审计”）。根据2025年5月发布的《个人信息保护合规审计管理办法》，处理超过1000万人个人信息的个人信息处理者，应当每两年至少开展一次个保审计。同时紧跟出台配套标准性指南，内容覆盖审计流程、方式、审计机构和人员要求等。作为一项法定义务和重要的合规能力证明机制，个保审计有较大概率进入上市审核的视野。

<sup>2</sup>“三法”指《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》，“四条例”指《网络数据安全管理条例》《关键信息基础设施安全保护条例》《未成年人网络保护条例》《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》。

**第二，新兴技术治理步伐加快。**一方面，2025年6月实施的《人脸识别技术应用安全管理规定》明确对人脸识别技术应用和人脸信息保护的要求，同时网信部门也迅速启动了关于应用人脸识别技术处理的人脸信息存储数量达到10万人的备案工作，成为一项新的强监管举措。另一方面，生成式人工智能（Gen AI）服务治理也在纵深推进。2025年3月，《人工智能生成合成内容标识办法》及配套强制性国家标准进一步明确Gen AI生成内容标识要求，对外提供Gen AI服务的企业亟须改造产品能力和管理方式，确保履行有关标识义务。

**第三，行业数据治理深入推进。**对于汽车相关企业而言，港股审核机构问及《汽车数据安全管理若干规定（试行）》频率较高，体现了关注行业重点立法的趋势。与此同时，国内的行业数据治理也在持续推进，首先是**行业规范的供给提速**。例如2025年5月《中国人民银行业务领域数据安全管理规定》全面细化了涉及中国人民银行业务领域（如跨境人民币、支付清算等）数据处理活动的全生命周期安全与管理要求。其次是**行业重要数据的识别与认定方面**，在《网数条例》明确重要数据处理者的组织人员管理、定期风险评估等义务后，各行业主管部门有较大概率会实质推进行业内企业重要数据申报及目录制定工作，企业需要在积极配合主管部门要求的同时，妥善回应上市审核机构对于重要数据及有关义务履行情况的关切。

## 2. 深入数据处理事实和实质合规措施

根据实践观察可知，港股上市企业的披露和问询逐渐深入数据处理活动的关键事实，围绕数据收集、存储、共享以及跨境传输等不同环节的合规与安全措施，内容相比以往更为详细。港股审核机构也广泛着眼于企业的内部研发和对外经营环节，结合国内法律法规的具体要求，深入了解企业从个人直接获取数据、从客户间接获取数据、数据采购、数据爬虫、第三方数据共享、数据存储与出境等频繁出现合规与安全风险的数据处理活动。此外，如企业在上市审核期间出现新的产品或服务，港股审核机构也可能持续关注企业的安全和合规状态是否会受到影响。这将为赴港上市企业数据合规工作的颗粒度提出更高要求。

在审核及披露颗粒度细化的同时，国内立法也在持续提供细则支撑。例如《网数条例》正式版本在一定程度上细化了上位法的要求，例如收集和向第三方提供个人信息的情况应当以清单等形式列明、重要数据风险评估的触发条件及评估内容等。此外，在个人信息收集处理的告知与同意、敏感个人信息识别与保护、个人信息权利保障等基本义务方面也出现了一批新的国家标准，以加大落地支撑力度。作为重要的实践尺度参照，国家标准能够对企业的合规实操起到引领作用，提高合规水位，为企业的合规能力带来更多挑战。

### 3. 合规事件风险上升及其应对

实践中，港股审核机构可能会关注公开可查的合规事件，及其对企业合规形象造成的负面影响，典型如APP违法违规收集个人信息或侵犯用户权益的通报。由此需要企业回应合规事件具体情形及处理情况，企业需要说明起因、整改经过和结果，以及后续进一步引发处罚风险的可能性等。

既往数据合规领域的执法活动所涉行业领域、企业类型较为零散，重点执法主要集中在头部互联网平台。而在今年3月，中央网信办联合工信部、公安部、市场监管总局发布关于开展2025年个人信息保护系列专项行动的公告，指出将围绕六大重点问题深入治理常用服务产品和常见生活场景中存在的违法违规收集使用个人信息典型问题（其中包括APP（含小程序、公众号、快应用）违法违规收集使用个人信息、公共场所违法违规收集使用人脸识别信息等）。在公告发布后，APP常态化通报的频率明显提高，通报机构主体、通报对象范围也有显著扩张，例如，2025年上半年国家网络安全通报中心发布了若干批次由国家计算机病毒应急处理中心、公安部计算机信息系统安全产品质量监督检验中心检测的APP个人信息违规问题；除手机应用市场的APP外，部分品牌车机端的APP也被纳入检测和通报范围。可以预见的是，在前述公告背景下可能发生更多常态化、规模化的执法活动。此外，近年来有关个人信息权益纠纷的案件数量明显增多，例如针对数据出境这一受上市审核机构高度关注的合规事项，2024年广州法院已出现个人信息主体针对企业非法个人信息跨境传输行

为的民事纠纷案例，可见社会公众在个人信息保护方面的认知水平和维权意识显著提升，企业合规缺陷可能引发潜在舆情或诉讼风险，对上市产生不利影响。

## （二）科技企业特有合规难题加剧

2024年以来，港股在AI、生物医药、信息技术等科技创新领域呈现上市热潮。数据收集处理活动往往在科技企业的核心产品或业务中发挥重要作用，由此在科技企业上市过程中，除常规和基础问题之外，数据合规相关披露或问询尺度也将更大程度地与产品或业务特点结合。根据我们对部分港股上市科技企业披露或问询实践的观察，有以下方面值得赴港上市的科技企业特别关注：

### 1.逐渐延伸的数据源合法问题

作为《个人信息保护法》的基本要求，企业通常能够关注到个人信息的直接收集并依法取得授权等合规要点，但数据源的实际情况往往更为复杂。**首先，一些企业在实现业务目的时并无收集处理可识别个人相关信息等受监管数据的事实及必要性，此时需要进行法律界定，关注脱敏、隔离等措施的有效性，确保不落入受监管数据范围：**

- 例1：某企业仅面向商业客户提供移动广告服务，在招股书中，该企业明确所获取的移动用户数据仅为用户点击次数、观看次数等广告表现数据等，根据律师意见，该类数据不包含任何可识别特定移动用户的信息，因此不属于个人信息。
- 例2：某企业在招股书中明确，在提供自动驾驶仿真测试相关产品时采购第三方有关车辆通行和相对运动的真实世界数据以构建真实场景，该数据已经过脱敏处理，企业不会获得原始数据，无法对其中的个人信息进行恢复，也无意进行恢复。

**另一方面，数据收集方式的合规性也受到关注，典型如数据爬取活动。**

《网数条例》首次在立法中明确了使用自动化工具/爬虫合规要求，数据处理者应评估其对网络服务带来的影响，不得非法侵入他人网络，不得干扰网络服务

正常运行。已有港股上市企业明确回应爬虫合规事宜：

- 例3：某企业利用交通数据搭建信息服务平台，其中部分数据源来自公开抓取。对此，该企业在招股书中明确数据抓取行为未使用侵入性技术、未涉及不正当竞争，仅涉及公开数据并严格遵守内部有关管理政策，并引用律师意见作为支撑。

## 2. 信息技术服务To B模式下的客户数据接触问题

对于为B端客户提供信息技术服务的企业而言，如未明确对客户数据的接触情况或未采取规范及安全保障措施，易引发系统性的合规风险，有关问题也在港股审核中高频出现。企业需要依据不同产品和服务模式及对应的数据接触事实，厘清自身在数据处理活动中的角色和定位。

- 例1：某IDC服务商在招股书中分别明确，在提供IDC有关服务时没有客户存储数据的存取权限，在提供CDN相关业务时仅涉及边缘节点的短期缓存且不涉及隐私或个人信息；在涉及额外的数据获取目的时，已基于客户的事前授权在有限范围内进行数据处理。
- 例2：某企业在提供云端数字零售软件运营服务时，虽处理终端用户数据，但招股书中披露的律师意见认为，根据与B端客户的协议，该企业仅代表B端客户作为受托方在协议规定的范围内处理，符合《个人信息保护法》的规定，且该企业对客户数据采取了一系列合规与安全保障措施。

## 3. App、小程序等在线产品合规水位持续攀升

对于科技企业而言，APP、小程序可能构成重要的对外经营和服务渠道。APP、小程序等前端触点合规属于境外上市备案中的高频问询事项，受到中国证监会备案审核的高度关注。企业需要在前期做好合规自检和梳理，厘清该等前端触点的对外运营状态、数据收集处理情况以及合规现状。与此同时，如前所述，2025年以来APP的常态化执法力度和深度均有所增强，加之国家标准对合规实践的引导，合规水位可能持续提升。根据既有项目经验，监管侧在审核过程中可能对在线产品开展合规检测并下发整改要求，类似于网信、工信等部门

---

门开展的APP常态化检测和通知整改动作，此等检测会覆盖前端的合规设计及后台技术层面的合规设置，需要企业具备迅速应对和实施整改的能力，以尽可能减少对上市进程的影响。

#### 4. 前沿技术应用的合规边界探索

基于“科企专线”等便利政策，港股对前沿技术相关企业有着较大吸引力。对于这类企业而言，特定前沿技术及其数据利用情况受到何种形式的监管、规则是否明确以及如何证明合规状态，成为数据合规工作的难点所在，港股问询也已出现新技术规则不明引发的问题。

- 例1：某AI企业围绕为B端客户提供基于AI生成技术的解决方案这一业务活动是否适用《Gen AI办法》的问题，在招股书中进行了详细解释和论证。该企业基于律师意见，在对法定适用范围进行解释的基础上，基于自身产品形态和服务流程的拆解、举例及对比，并经监管部门咨询验证，得出暂不适用的结论。但同时该企业考虑到该问题并无官方解释或细则，认为本质上仍不确定是否适用，依然履行了《Gen AI办法》下的基本义务。

- 例2：某数据服务企业在中国证监会备案问询中被要求以通俗易懂的语言说明经营模式和核心竞争力以及相关数据收集方式、与其他平台企业合作模式等。可见拟上市企业在涉及创新技术或业务时，需在业务描述清晰的基础上明确数据处理活动。

此外，以近期炙手可热的低空经济领域为例。一方面，相关企业的数据处理活动可能牵涉工信监管、汽车与测绘监管以及航空器管理等多个领域；另一方面，因飞行器技术企业积极布局公共事业，可能需要满足更高的网络与数据安全要求，但目前适用规则尚未明确，企业需要开展既有规则适配和未来治理前瞻两个维度的合规工作，在满足现阶段上市合规需要的同时，灵活应对未来可能的专项监管要求。

## SECTION 003

## 港股IPO企业数据合规的应对策略

鉴于港股上市披露和问询实践在数据合规方面的持续深化和外部治理环境的快速演变，我们认为，企业赴港上市应当在数据合规内部审查的基础上，积极构建系统化、全局性的应对策略，具体而言：

**第一，以风险为导向开展专项筛查工作，提前把握与上市相关的数据合规风险。**风险导向是企业合规管理的常规方法论，对于赴港上市企业而言，应围绕企业上市计划开展专项合规筛查和风险评估，将风险认知与上市审核和披露尺度相对接，明确是否存在影响核心业务、对上市可能形成实质性障碍的合规风险，以此制定上市期间的合规治理和应对策略。

**第二，优先解决外部高风险合规痛点。**基于港股审核“重者恒重”的特点，企业应从如下三个方面筹备合规评估工作：

1)全方位评估和处理网安审查风险，从主动申报条件（《网络安全审查办法》第五条、第七条）、被动触发条件（因数据处理活动影响国家安全的可能性、自身合规状态）以及监管沟通等多个维度进行妥善准备。

2)将合规资源优先投向数据出境安全评估、Gen AI服务备案、人脸信息备案、APP合规等强监管事项，避免对上市进程造成重大影响。

3)确保既有合规事件处置闭环并提前明确披露口径。

**第三，建设并夯实基础合规能力，强化合规建设留痕与合规证明管理。**建议企业扎实完成数据处理活动梳理、数据分类分级等基础性合规准备工作，在专业人员的帮助下，准确评估所处理的数据性质，判断数据处理角色及对应义务。同时通过组织机构与内控制度两方面的基础能力建设，将风险管理前置化、体系化、常态化，注重合规建设工作的留痕与合规证明的管理。

**第四，持续优化合规能力，预防并及时回应内外动向。**建议企业在既有管理机制的基础上设置上市准备期间的专项资源和协调机制，一方面有助于持续

跟踪内部业务事实，以及外部立法和执法动向、行业水位等，对新的业务事实和合规要求作出迅速的评估、响应和准备，避免被动应对有关问询，例如汽车行业相关企业可依据《汽车数据出境安全指引（2025版）（征求意见稿）》对数据出境情况进行提前梳理和研判；另一方面亦能够及时发现和妥善处理上市期间发生的合规事件，直接面向终端用户、个人消费者的企业应尤为关注个人信息行权渠道畅通并具备有效的内部响应机制，谨慎发现并协调各方资源妥善处理投诉举报等负面舆情及潜在诉讼等。

面对港股审核关切程度与国内监管水位同步抬升的新常态，赴港上市企业在“闯关”数据合规过程中，更加需要全局性策略的统筹、体系化方法的落地和专业性判断的校准。从上市风险识别视角出发，以全面梳理和评估数据合规状态为底座，培养扎实有效的合规实施能力与敏捷灵活的跟踪应对能力，才能化阻力为亮点，赢得监管与市场的双重信任。



陈际红  
合伙人  
知识产权部  
北京办公室  
+86 10 5957 2003  
chenjihong@zhonglun.com



陈琰  
非权益合伙人  
知识产权部  
北京办公室  
+86 10 5087 2940  
chenjianbj@zhonglun.com



# 股权激励与赴港上市 2.0：董事长和高管应当 关注的六大法律问题

by 龚乐凡 陈文珊

股权激励是吸引和留住人才，推动公司增长的重要工具。对于准备赴港上市的企业，应该如何做好股权激励、防止“踩坑”？企业和高管会忽略哪些因素或面临哪些自己并未察觉的问题，有哪些工具可以为企业所用？本文基于笔者服务赴港上市企业进行股权激励设计和安排的经验，总结归纳常见的问题，以飨读者。

在资本市场的语境下，包括股权融资和上市，股权激励都是投资人以及资本评估一家企业的增长潜力、人才以及护城河、抗风险（例如“抗挖角”）能力的一项重要评估指标。本文总结了六个主要方面的问题，包括股权激励工具错配问题，外管37号文登记问题，持股平台与架构设计问题，高昂税负及行权与财报影响问题，招股书披露与联交所关注问题，跨境股权激励与争议解决问题。其中的不少问题都具有时间的敏感性，也就说，越晚发现，面临的风险越大，解决的成本也越高，因此需要企业、创始人、董事会及早关注，采用严谨和专业的方式，结合法律、税务、监管的考量统筹加以筹划和设计。

## SECTION 001

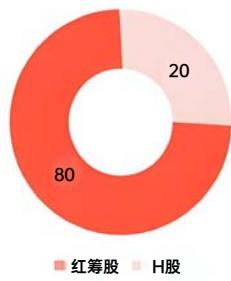
### 中企赴港上市公司股权激励趋势看点

中国企业在A股、港股和美股三大资本市场，股权激励计划普及率持续上升，激励常态化趋势明显。2024年港股共有109家上市公司公告采纳股权激励计划<sup>1</sup>，其中红筹占比82%、H股占比18%，行业分布上，消费行业、医疗保健行业以及资讯科技业位列前三。总体而言，随着外部环境的变化，2024年以来，更多企业将目光放在业务开拓与运营、现金流积攒中，强调降本增效、稳

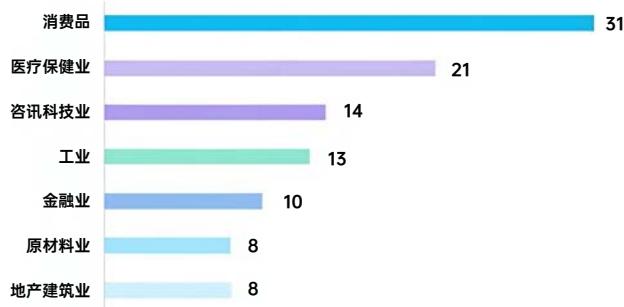
1. <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-01-13/doc-ineeutxc2345862.shtml>

步经营；进一步，基于环境及企业诉求的变化，企业实施激励计划趋于谨慎，在激励发放、激励方案设置等角度更加精细化<sup>2</sup>，更侧重于通过有效激励计划创造更大价值。

上市公司架构分布（单位：例）



上市公司行业分布（单位：例）



图源：中金财富 iFind

然而，在另一方面，结合实操经验及相关统计数据，部分激励对象甚至实施股权激励计划的企业对于股权激励的授予机制、行权/归属流程以及纳税要求都不太清楚。这里有可能暗含一些隐患：一方面，从股权激励的授予到变现，这其中往往需要经历很长的时间，且操作流程复杂度、专业度高，涉及法律文件多。另一方面，股权激励最高45%的个税缴纳比例，也会对最终的激励效果产生很大的影响。

而这个领域，涉及法律、税务、人事、跨境架构、信托等多领域专业叠加，如果是香港上市、美国上市，不仅文本主要是以英文起草，而且还涉及到相关的招股书披露，进一步增加了难度和复杂性。正因为如此，我们在实践中就发现了不少问题，下文中会对一些常见的、重要问题进行探讨。

2.[https://mp.weixin.qq.com/s/9jGhCE\\_uDlhpR0RRjKMQoQ](https://mp.weixin.qq.com/s/9jGhCE_uDlhpR0RRjKMQoQ)

## SECTION 002

## 股权激励的工具错配问题

中国企业赴港上市，通常有两种模式，一种是境内企业在香港发行H股，另一种则是通过搭建跨境架构，以境外公司（例如开曼公司）间接持有境内企业的方式（在资本市场常被称为“红筹模式”<sup>3</sup>）在香港发行。本文主要围绕采用境外公司架构即红筹模式企业的股权激励展开，而针对发行H股的公司因为上市主体通常为境内企业，不少问题因为主体不同而不再适用（例如外管问题、离岸持股架构等），我们将加以区分进行探讨。

**针对红筹模式下的境外公司**，以开曼公司为例，股权激励的所有文件一般都以英文制备，配套适用的是开曼公司的法律，因此不少国内企业对之并不熟悉。不少企业也简单粗暴地把股权激励等同于股票期权（stock options），殊不知股权激励存在不同的工具，除了股票期权之外，还有限制性股票，虚拟股股票，大股东代持等，承载模式也包括员工直接持股，股权激励信托持股（ESOP Trust），合伙平台（ELP）持股等。这些究竟在法律上，财务上，税务上，有什么影响？如果这个问题不能回答清楚，那么不仅可能影响上市的成功，也可能意味着公司以及员工在未来支付高昂的成本，例如在税负方面，代价可能将会以数亿、十数亿来计算。

**针对发行H股的公司**，由于其主体架构仍然是境内法人主体，因此已有的股权激励，往往是在境内公司的架构之上，采用境内持股平台的模式。但是考虑到在港发行H股，实践中也有不少公司在境外搭建员工激励平台，由该平台在香港购买H股流通股的方式给予员工股权激励。这也就需要在境外搭建架构，并结合监管要求进行合法合规的设计。

<sup>3</sup> 红筹模式包括针对国企通过搭建海外架构进行境外股票发行的“大红筹”，以及民企采用海外架构进行境外股票发行的“小红筹”，针对后者，若企业涉及外资准入限制的企业而搭建VIE架构，则被称为“VIE模式”。

---

在税务上，无论是员工基于红筹模式还是H股模式在港发行股份，是获得境内还是境外平台的股权激励，除非存在合法递延或其他合规筹划安排，否则都会面临高达45%的工资薪金所得税的适用，税负成本高昂。

我们之前就曾碰到这样的案例，一家高科技企业的一位创始合伙人，在加盟公司的时候，因为公司和他都不懂得选择合适的激励工具，只是凭感觉选择了股票期权<sup>4</sup>，公司也没有为该创始合伙人进行任何税务筹划，最后当公司快要上市的时候，才意识到这些期权因为行权价格低，股票的价值已经翻了很多倍，一旦行权就会面临数千万的高达45%税率的工资薪金所得税（即使尚未实现套现）。而如果当时在加入公司的时候，采用不同的工具和方式，可以很大程度上避免这样的税负。工具的选择，可谓差之毫厘失之千里。

针对虚拟股票，有些企业可能因为担心高管作为境内人士在海外直接或者间接持有境外公司股份需要进行繁琐的外管37号文登记，或者担心披露的原因，而因此选择“虚拟股票”，但是虚拟股票的二级市场退出所带来的收益，很可能被认为“奖金”性质而在所得税上视为“工资薪金所得”面临45%而不是20%的税负。

另外，有的企业采用大股东代持的方法来持有高管的激励股份，表面上看大股东拥有更多的投票权，同时也有利于掌控这些激励股份。但要在香港进行上市，需要对代持进行清理，大股东在即将上市前将这些股份转给高管或者高管激励平台，由于公司净资产价值的飙升，也很可能会因为该转股而面临较高的税负。

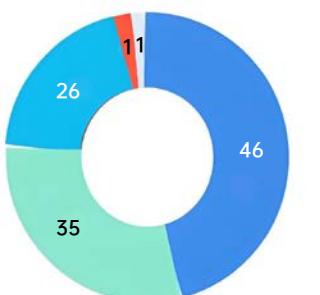
结合2024年港股上市公司已公告激励股份计划的109例中，60%（65例）的公司按激励上限10%、或超过10%的总量进行公告，17%（19例）的公司激励上限不超过已发行股份总数的5%。进一步，在激励工具的选择上，较多公司

---

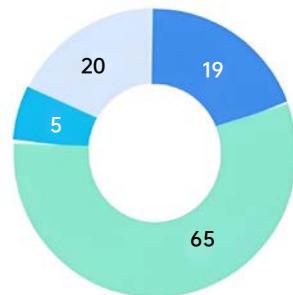
<sup>4</sup>股票期权给予被授予人的一项低价购买股票的权利，而不是直接给与股票。

选择股份奖励计划，占42%（46例）。结合统计数据，除股份奖励计划外，常见的激励工具还包括购股权计划、员工持股平台及其他复合工具。<sup>5</sup>

激励工具分布（单位：例）



激励股份占比分布（单位：例）



图源：中金财富 iFind

从企业人力资源策略角度，究竟选择期权激励还是限制性股票激励，抑或是其他方式的激励，这取决于行业特性以及竞争对手。企业要避免想当然，认为只要是有股票或者期权，高管一定就能够认可“激励”并因此会为企业卖命。对于这部分的内容，请参见笔者的另一篇文章，《股权激励的陷阱：高效业绩背后的法律架构和工具选择》。

### SECTION 003

## 外管37号文登记问题

中国企业赴港或者赴美上市，如果采用跨境的红筹架构，上市主体往往是在离岸地（例如开曼群岛）设立并存续的一家公司，而中国境内居民在海外公

5. <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-01-13/doc-ineeutxc2345862.shtml>

司持有股权，需要符合中国的法律法规的规定，其中包括外管局印发的“37号文”（《外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资或返程投资》（汇发〔2014〕37号））。根据该文第三条的规定，“境内居民以境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资前，应向外汇局申请办理境外投资外汇登记手续。境内居民以境内合法资产或权益出资的，应向注册地外汇局或者境内企业资产或权益所在地外汇局申请办理登记；境内居民以境外合法资产或权益出资的，应向注册地外汇局或者户籍所在地外汇局申请办理登记。”

外管局针对已经完成海外上市的股权激励的员工，则适用《国家外汇管理局关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2017〕7号，简称“**7号文**”），其中第二条规定“参与同一项境外上市公司股权激励计划的个人，应通过所属境内公司集中委托一家境内代理机构（以下简称“**境内代理机构**”）统一办理外汇登记、账户开立及资金划转与汇兑等有关事项，并应由一家境外机构（以下简称“**境外受托机构**”）统一负责办理个人行权、购买与出售对应股票或权益以及相应资金划转等事项。”

通常来说，对于红筹架构的海外上市，中国籍创始人、主要股东都必须进行37号文的外管登记，那么如果获得拟上市公司股票、股票期权的高管以及其他员工呢？如果都需要进行外管登记，那么人数可能从十几人到几十人，乃至上百人。进行如此数量众多的个人的外管登记，不仅操作上繁琐，而且费用不菲。

实践中有的公司认为，持股低于一定比例的员工（例如1%）不必进行外管37号登记，而是等到上市成功以后进行7号文登记，但是这个做法从严格意义上讲，可能违反37号文的规定，所以实践中的确也有公司为相当数量的员工办理了37号文登记。而有的公司则是让员工在上市前仅仅持有股票期权，不直接持股，以免触发37号文外管登记。

也有的做法，则是将高管、其他员工的限制性股票以及股票期权都转移至境外信托或者持股平台（例如一家开曼设立的有限合伙），避免37号文登记，

理由是这些员工并没有持股，而是仅仅作为海外信托或者有限合伙的受益人，与直接持股能够享受股东权利的类型有所区别。

**上述做法在法律上并没有特别明确的规定，公司要结合具体情况进**  
**行具体分析，由负责出具中国法律意见书的发行人律师和券商律师做出判断。**

## SECTION 004

### 税务和财务影响问题

**股权激励产生的税负可能会是一个天文数字。很多公司会在设计股权激励方案时，忽略未来可面临的税务影响。如果员工获得的是股票期权，那么员工选择行权的时刻，就要面临税率最高达45%的个人所得税的缴纳，股价越高，缴税的税基越高，税负就“越痛”，必然会影响员工的积极性，引致股权激励的效果大打折扣。**

虽然持有和出售获益的都是境外公司的股份，只要持有股份的人士为中国税务居民（包括构成境内税务居民的外籍人士），那么将仍然适用中国的个人所得税，没有什么股份是离岸避税地而不需要缴纳中国税负的概念。根据《财政部、国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》第二条的规定，“员工行权时，其从企业取得股票的实际购买价(施权价)低于购买日公平市场价(指该股票当日的收盘价，下同)的差额，是因员工在企业的表现和业绩情况而取得的与任职、受雇有关的所得，应按‘工资、薪金所得’适用的规定计算缴纳个人所得税。”这意味着税率将适用3%至45%的超额累进税率。

需要注意的是，**对于赴港上市的企业，通常无法适用101号文的股权激励税务递延的政策。**财政部、国家税务总局关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知（财税〔2016〕101号）规定了有关股权激励税务递延的政策，但仅限于符合条件的境内居民企业的股权激励计划，赴港上市企业采用红筹架构，拟上市公司通常为离岸的开曼公司，所以无法享受101号文的税务递延

---

政策。如果是H股发行，那么也需要评估是否符合相关条件判断是否能够享受递延政策，采用持股平台模式的股权激励，通常较难获得税务机关的同意。

另外，有的企业的股权激励初期采用的是由大股东代持一部分股份的形式，而代持需要在香港上市之前清理、还原（参见本文第6节——“披露与联交所聆讯审核”），而当大股东将代持股份转让给员工或者员工激励池，即便转让的价格系平价或者低价，则因为公司股份的估值较高，可能面临一笔不菲的转让股份所带来的个税。

股权激励的税务筹划，分为境内企业和境外企业，模式不同，方法不同。而采用的方法，也会根据企业的具体情况，融资的不同时点，创始人以及高管的身份（是否外籍），都有不同的架构设计和筹划空间。通过合法、合理的方式和架构，进行节税。有的情况下，是以时间换空间，有的则是以空间换时间，并且通过期权，限制性股票，持股架构，跨境架构，法律条款设计，融资安排等等组合工具和方法的使用，达到最优的节税效果。有关股权激励的税负问题，请参见笔者的另一篇文章，《股权激励的陷阱：高效业绩背后的法律架构和工具选择》。

对于要准备上市的企业来说，**股权激励除了税务方面，还存在对公司财务方面的影响**。高管和其他员工的股权激励，发生行权和归属的时候，就发生了公司的“股份支付”，需要作为公司的一项财务支出，反映在公司财务报表，而这个金额往往不菲。考虑到上市的财务条件要求，需要提前对“股份支付”进行财务评估，以免影响公司赴港上市。根据《国际财务报告准则第2号——以股份为基础的支付》<sup>6</sup>的规定，“本准则以规范主体进行以股份为基础的支付交易时（“股份支付”）的财务报告为目标。尤其要求主体在其损益和财务状况中反映股份支付（包括授予雇员期权相关的费用）带来的影响。”

---

6.<International Financial Reporting Standard 2 – Share-based Payment>, 可在官网上查询全文, 网址: IFRS - Home; <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ifrs-2-share-based-payment.pdf>

财务影响的又一个问题来自于，在高管行权的时候，如果行权价格就在数千万，再加上个税，若没有足够的现金，就意味着需要贷款方能获得股票，而高管面临锁定期，要等到解禁之后才可以套现退出。这样的话，意味着高管要么自己要自掏大笔现金支付对价，要么需要向公司或者他人贷款，以进行对价支付以及个税的支付。如果公司采用挂账方式暂不收取对价款，或者给与贷款（例如使用promissory notes的方式），这也会影响公司的财务报表，也会被联交所关注（参见本文第6节——“披露与联交所聆讯审核”）。

## SECTION 005

### 应对方案：架构问题-股权激励信托以及持股平台

为何赴港上市，不少公司采取了股权激励信托（ESOP Trust）？股权激励信托究竟起了什么作用？

如前文所言，一方面，诸多高管及员工（哪怕持股比例很低），如果都要一一进行外管37号文的登记，时间和费用成本高昂。另一方面，股权激励的税负较重，很可能一行权即触发45%的个人所得税，之后如果套现，则再额外发生20%的个税。所以如果采用信托的模式，尽早将限制性股票以及股票期权装入股权激励信托，有助于节省税收上的负担。

与此同时，由于信托由受托人管理，公司统一给与指令，所以在行权、归属以及退出的管理上也比较专业和高效，大量节省公司和员工的时间和管理成本。

对于红筹架构的企业来说，由于激励的股份本来就是开曼公司层面、在香港的交易所交易，所以搭建基于香港法律的股权激励信托，较为常见和自然。而对于发行H股的大陆境内主体来说，针对在港交易的流通股设置员工激励，就必须在公司的主体之外，搭建海外持股平台，通过其收购流通股，向员工发放激励。同样，公司采用股权激励信托方案也较为有利于管理，并在一定程度

---

上增加了合规税务优化的空间。

另外，也有的赴港上市公司的股权激励，针对美籍高管，由于美国税法的适用关系，则不采用股权激励信托方式，而是通过设立有限合伙平台的方式，来统一持有和管理美籍高管提前行权所获得的股票。

搭建股权激励信托，是一个较为复杂的流程，需要制备《信托契约》(Trust Deed)、《转让契据》(Deed of Assignment)、《激励规则》(Scheme Rules)等全套法律文件。同时需要判断转入信托的是提前行权的股票，还是股票期权，相应的税务上的认定该如何处理，在税务申报的时候该如何进行操作。这些都需要公司聘请专业律师结合信托与税务筹划，共同帮助企业进行统一的筹划。

## SECTION 006

### 披露与联交所聆讯

---

企业赴港上市，需要专业中介机构对公司进行尽职调查，协助制备A-1表、招股说明书等，再将资料递交港交所，之后再由港交所上市委员会审阅新上市申请，确定申请人是否适合进行首次公开招股。只有公司通过聆讯，方能最终实现上市。

赴港上市过程中，针对本文提到的股权激励的模式、工具和架构、已行权数额以及相关财务数据、激励方案条款设计等问题都需要向联交所进行披露。就披露尺度问题，公司如果对联交所的相关要求和提问难以给出令人满意回答，就可能影响上市时间表，造成赴港上市途中意想不到的阻碍。

举例来说，**如果股权激励采用的是大股东代持的方式，那么需要注意任何代持的安排都需要披露**。如果代持的只是针对员工的股权激励，那么通常的做法是代持的还原，并按照市场的常见做法，设立股权激励的架构（例如股权激励信托或者有限合伙架构）。而如果代持的股权激励安排还涉及非公司员工

的，例如外部顾问，那么保荐人在进行尽调的时候，就会关注是否这样的代持安排、股权支付安排，背后是否存在不当的“利益输送”。

另外，如前文所言，如果员工行权需要支付对价以及产生的税负，因为金额较大无力承担，公司是否能优先为员工提供贷款助其行权？公司给员工贷款是否存在关联交易方面的潜在风险？联交所是否会对公司给与这样的贷款有限制？发行人及其律师该如何与联交所进行沟通？这一系列问题，都需要法律、税务和财务团队进行统筹安排，并与联交所进行沟通以形成最有利于公司的解决方案。

## SECTION 007

### 跨境股权激励与员工争议

公司准备赴港上市，公司的CEO、CFO以及包括券商、律师、审计师在内的外部中介往往有大量的事务需要处理，**股权激励的专业性和复杂性则可能被忽略，延续过往的简单粗暴的法律文本，在专业性上落到了一个“三不管”区域，导致的结果，轻则由于缺乏税筹高管需要支付重税，重则因为法律文本的不专业引发诉讼争议。**那么，为什么股权激励的法律文本不专业、不严谨，非常容易引发亿元级的诉讼争议？

我们从一个公开的案例来分析。<sup>7</sup>孙某在公司创立第二年加入，入职前两年一共获得了55,000股期权，但是未明确约定回购价格。后孙某被公司辞退，要求行权，公司以目前尚未有员工行权过为由一直不处理孙某的期权。2010年9月公司于纽交所挂牌上市，孙某再度要求行权，公司依然没有正面回应，于是孙某将公司告上法庭，要求公司为其办理行权。此案经历一审、二审和再审，

<sup>7</sup> 参见《搜房控股有限公司与被申请人孙宝云合同纠纷再审民事裁定书》，搜房控股有限公司与被申请人孙宝云合同纠纷再审民事裁定书 - 裁判文书 - 中华人民共和国最高人民法院 (court.gov.cn)

包括最高人民法院在内，都判决孙某胜诉，公司应向其支付55,000股股票。公司股价在一审时已涨到了每股19.95美元，孙某最少也能获得高达100多万美元的收益。

## 赴港上市 · 股权激励



公司容易忽略股权激励机制中的条款严谨性。限于篇幅，我们无法将股权激励中常见的所有条款设计问题一一罗列，但的确对于有关激励计划管理的安排、激励的转让与出售、继承和分配等权利安排、绩效要求的条款，退出及回

---

购条款、法律适用及争议解决条款，这些**如果没有专业的股权激励方面的律师给与指导，特别容易在未来产生金额不菲的诉讼争议**，随着股票在上市后的增值，很可能涉案的金额就会达到数千万乃至过亿人民币。

例如在退出及回购条款中，缜密专业的法律文本都会设置所谓无过错离职条款，通常是指死亡或丧失行为能力，由于一定原因不能再工作，被裁员，在创始人的雇佣条件改变后离开等情况，和有过错离职条款，指员工发生欺诈，因行为不当而被解雇，超越权限，被取消董事资格，违反股东协议，违反竞业限制，在自愿离职前未能实现某些目标等约定的情况。通常情况，针对前者，公司会以公平的市场价值来回购他们的股份，而针对后者，公司会以折价的市场价值来回购他们的股份。具体如何计算价格，则在协议中有较为详尽的约定。

## SECTION 008

### 结语

---

股权激励至关重要，但做对谈何容易？激励工具如何防止错配，该采用限制性股票，还是期权，还是采用“组合工具”或者其他工具？激励计划执行的时点有哪些讲究？上市前激励计划和上市后的激励计划有何差别，从香港法、联交所监管角度是否有特殊、限制要求？将触发哪些中国法律监管要求？什么条款最容易在未来爆发冲突和争议？

企业赴港上市，股权激励是公司业绩增长的重要助推器，然而围绕股权激励的争议数量也在逐年增长。我们认为，只有经过科学和专业设计的股权激励，才能真正做到激发公司的潜能、推动业绩和股价的增长，同时避免高昂的税负，又能防止公司和员工发生金额动辄千万、上亿的诉讼争议。从专业上看，做好股权激励，需要的是架构、合同条款、信托文件、税务等的境内外法

律问题的“综合解决方案”。而这些问题很多都具有时间的敏感性，越晚发现，面临的风险越大，解决的成本也越高。



龚乐凡  
合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3666  
[lefangong@zhonglun.com](mailto:lefangong@zhonglun.com)



# 浅谈港股上市项目中特殊 股东权利处理方式 ——从发行人境内律师角度

by 郭克军 苗郁芊

自2024年以来，申报港股上市的境内企业数量显著增多。在申报港股上市的过程中，拟上市企业和投资人股东不得不面对投资人股东所享有的特殊股东权利如何处理这一问题。为了顺利推进企业上市，各方原则上会按照《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（以下简称“《上市规则》”）、《新上市申请人指南》（2024年9月）（以下简称“《联交所指南》”）的要求对相关权利进行终止或作出其他安排。在符合香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）法规及审核要求的背景下，拟上市企业、投资人股东出于各自利益诉求亦存在一定的博弈的空间。

由于属于香港联交所审核范畴，该问题原则上需要以港股上市公司项目中发行人境外律师的意见为准。考虑到在实操中拟上市企业客户或投资机构客户对该类问题频繁咨询，并且与该问题相关的协议亦主要由发行人境内律师处理，笔者基于在项目中遇到的实例，从发行人境内律师的视角出发，对港股上市公司项目中特殊股东权利处理方式的做了一些总结与思考，供各方参考。

## SECTION 001

### 特殊股东权利的范围及处理原则

#### （一）香港联交所层面

根据《联交所指南》第4.2章“首次公开招股前的投资”之“首次公开招股前投资者的特别权利”，“未涵盖所有其他股东或不符合《首次公开招股前投资指引》的特别权利必须于上市前修订或终止。该等权利可于上市前存在并行使，直至申请人成功上市为止。”

基于上述，企业上市后的所有股东原则上均应受平等对待，不延伸至所有其他股东的特别权利在上市后不得继续生效，并且相关股东需要在企业首次递交上市申请前，同意相关特殊股东权利按照《上市规则》《联交所指南》的要

---

求终止，这其中即包括投资人股东对拟上市企业所享有的优先认购权、回购权、优先清算权等常见特殊股东权利。

另根据《联交所指南》第4.2章“首次公开招股前的投资”之“首次公开招股前投资者的特别权利”，“除非另有规定，一名股东授予另一名股东的权利或股东（包括控股股东）之间的协议属于私人安排，一般不受《首次公开招股前投资指引》的规限。”即原则上，受《联交所指南》规制的特殊股东权利仅包括拟上市企业作为义务方的相关权利，而不包括股东之间的特殊权利安排。但需特别指出的是，由拟上市企业控股股东授予上市前投资者的任何可撤回投资的权利，需要在**首次递交上市申请前**予以终止。

从上述规定可见，相较于A股上市项目的审核要求，港股上市项目在审核时会更严格地要求对控股股东或实际控制人作为义务方的相关安排予以终止。在A股上市项目中，根据《监管规则适用指引——发行类第4号》的相关规定，对于拟上市企业控股股东或实际控制人作为义务方的对赌条款在满足特定条件下可以于申报时予以保留。

## （二）中国证监会层面

中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及其配套指引，并未对发行人如何处理其投资人享有的特殊股东权利进行明确规定，仅要求发行人应在备案报告和境内法律意见书部分披露或说明存在特殊股东权利安排或涉及股份的特殊约定的情况。从已公开披露的反馈问题来看，中国证监会对特殊股东权利的问询主要为是否影响控制权稳定性、是否可以保留及应如何终止、是否符合境外监管要求和上市地规则等角度出发。

## SECTION 002

## 特殊股东权利的具体处理方式

### (一) 各类常见特殊权利的处理方式

上市前投资人股东的特殊股东权利的具体处理要求主要见于《联交所指南》“4.2 首次公开招股前的投资”之“首次公开招股前投资者的特别权利”部分。整体来说，投资人股东享有的回购权<sup>1</sup>需要在企业首次递交上市申请前终止，其他特殊股东权利一般需要在拟上市企业完成上市之时终止，企业与股东需要在递交上市申请前就上述安排书面达成一致。

结合笔者的项目实操经验，各类常见特殊权利的处理方式具体如下：

序号	特殊权利类型	处理方式
1	优先认购权	于企业在香港联交所上市时终止。
2	优先购买权、共同出售权、股权转让限制 <sup>2</sup>	此类特别权利作为股东之间的约定，理论上可以延续至上市后，但香港联交所在审核时仍可能会基于平等对待的一般原则进行个案分析。市场实践亦通常会将该等权利与其他特别权利一起做终止安排。此外，如保留相关条款，相关义务方上市后在二级市场减持股份也会受到限制。
3	回购权	由拟上市企业或其控股股东授予投资者的回购权需要在拟上市企业递交上市申请前终止。
4	知情权 <sup>3</sup>	于企业在香港联交所上市时终止。

1.即《联交所指南》规定的“撤资权”，包括申请人或控股股东授予首次公开招股前投资者的认沽期权、赎回或回购权利，又或允许申请人或控股股东回购首次公开招股前投资者股份的权利（如认购期权）。

2.即未经投资人股东同意，创始股东及其控制主体（例如员工持股平台）不得转让其所持拟上市企业股权。

3.仅针对投资人股东享有的超出一般公众股股东所享有的股东知情权范围的、可能造成获知内部信息的知情权。

序号	特殊权利类型	处理方式
5	清算优先权	于企业在香港联交所上市时终止。 创始股东在视为清算交易中支付补偿分配金额的义务，作为股东之间的约定，理论上可以延续至上市后，但香港联交所在审核时仍可能会基于平等对待的一般原则进行个案分析。市场实践亦通常会将该项权利与其他特别权利一起做终止安排。
6	董事、董事会观察员提名权	于在香港联交所上市时终止。投资人股东在上市前已经提名并获委任的董事一般无需辞任，可于上市后继续担任董事一职，但投资人股东无权委任新的董事人选。 对于股东之间就提名及/或投票选举若干董事候选人的任何协议均可保留到上市后；对于要求股东需达到一定持股比例方享有董事提名权的安排可保留到上市后，因为该等权利适用于所有符合此类标准的股东。 此外，一般上市公司不会特设“董事会观察员”，市场实践亦通常会将该项权利与其他特别权利一起做终止安排。
7	高级管理人员提名权	可保留至拟上市企业上市后，前提是所有任命均须受限于董事会的决定。
8	公司治理层面的特殊股东权利 <sup>4</sup>	于企业在香港联交所上市时终止。
9	最惠待遇	于企业在香港联交所上市时终止 <sup>5</sup> 。
10	领售权	于企业在香港联交所上市时终止。
11	反稀释权	如以企业作为补偿义务方，且未将上市发行新股作为触发反稀释补偿的例外情形，则需要在递交上市申请前终止（可以附带效力恢复机制）；如将上市发行新股作为例外情形，则可于企业在香港联交所上市时终止。如以创始股东作为补偿义务方，则可以保留至上市后，但从商业角度不利于创始股东。

4.主要为在董事会、股东会会议召开及决策方面的特殊权利，例如公司重大事项需要经一定比例的投资人股东或其委任董事同意方可实施。

5.根据《联交所指南》，如果相关条款获修改为包含明确的“违反诚信责任”条款，使董事可在遵守该条款会违反其诚信责任时不理会该条款，则该项权利可延续至上市后。截至目前，笔者在实操中尚未遇到加入上述“违反诚信责任”条款的案例。

## (二) 关于回购权的常见问题

上述权利中，回购权为投资人股东享有的核心特殊股东权利。实操中，在遵守香港联交所相关规则的框架下，投资人股东与拟上市企业仍可能会对回购权的具体终止安排进行博弈与拉锯。结合笔者的项目实操经验，其中值得讨论的几个常见问题如下：

### 1.关于权利效力恢复机制

如上文所述，无论是拟上市企业还是控股股东作为回购义务方，投资人股东所享有的回购权都需要在发行人递交上市申请前予以终止（通常在协议中会约定为递交上市申请的“前一日”终止）。

值得注意的是，根据《联交所指南》，“倘撤资权仅可在上市未果时行使，且将于上市时终止，则撤资权可于首次呈交表格当日或之后存在。”其中“上市未果”的例子包括“发生任何事件导致申请人无法遵守上市要求或上市申请被撤回/拒绝/退回/失效”。基于上述，在要求将回购权于递交上市前终止的同时，香港联交所允许对终止的回购权设置效力恢复条款。经笔者梳理，常见的效力恢复触发情况包括：（1）上市申请被驳回、否决或被终止审核；（2）拟上市企业单方面决定终止上市或撤回上市申请；（3）拟上市企业递交的上市申请失效且未及时续期；或（4）于首次向香港联交所递交上市申请后的一定期限内公司仍未能完成本次发行上市。

对于上述第（3）种情形，根据香港联交所相关规则，企业向香港联交所递交的上市申请的有效期为6个月，即递交上市申请届满6个月之时上市申请将失效，需要重新递交（即Refile）。结合当前香港联交所、中国证监会的审核进度，拟上市企业需要重新递交上市申请的情况并不少见。在部分项目中，投资人股东为了促使拟上市企业尽快继续推进上市，可能会考虑要求将拟上市企业未能在一定期限内及时重新递交上市申请作为回购权的效力恢复触发条件。关于该期限的长短，实践中常见的约定为3个月或6个月。

对于上述第（4）种情形，投资人股东将该情形作为回购权效力恢复的情

---

形之一，主要系考虑避免其享有的回购权被无限期终止而设置一个“最终期限”，特别是按照原有约定发行人实现上市的期限已经临近或已经届满的情况下。上述考虑具有一定合理性，拟上市企业一般情况下对将该情形作为回购权效力恢复条款的安排接受程度也相对较高，实践中较常见的期限为12个月或18个月。结合目前审核流程与实践，自首次递交上市申请至完成发行上市往往超过12个月，建议企业结合自身实际情况把握。

另外值得探讨的是，笔者经办的部分项目中，双方可能会对回购权是否仅于发行人“首次”递交上市申请时终止进行争论，从企业角度可能不希望明确为“首次”，即只要递交上市申请回购权即终止，这样即使后续效力恢复，企业重新递交上市申请时亦无需再与投资方重复沟通；从投资人股东角度则一般希望明确为“首次”，即一旦回购权效力恢复，后续企业重新递交上市申请时双方需再就回购权是否终止另行协商，投资方将结合发行人上市进展、审核实践等多重因素进行综合考虑。作为相对折中的一种方式，部分项目中双方会约定，如发生前述恢复特殊权利的情形后，经股东会决议企业再次提交正式上市申请的，则已恢复的特殊权利条款将再次终止。

需要注意的是，如回购权设置效力恢复机制，拟上市企业所聘请会计师会考虑权利恢复的可能性，结合发生概率以负债形式在财务报表上体现回购权的影响<sup>6</sup>。企业需结合自身实际情况权衡条款设置。

## 2.关于回购权不终止的影响

在笔者的项目实操中，拟上市企业会经常询问，如果个别投资人股东始终不配合终止回购权条款，是否影响企业港股上市计划。结合与境外律师及其他中介机构的讨论，如果个别投资人股东的回购权未在发行人递交上市申请前终止，理论上不一定会导致企业无法递交上市申请<sup>7</sup>。

---

6.相似地，如对于终止的优先清算权也设置效力回复机制，部分会计师也可能会对企业财务报表做出同样的处理。

7.实操中，在这种情况下，保荐人可能会要求在申报前将全部投资人股东享有的回购权完成终止，具体取决于保荐人的内核要求。

---

但根据《联交所指南》，“撤资权必须在首次呈交表格前终止。倘申请人未能遵守上述规定，则申请人股份的首个交易日将由首次呈交表格当日仍存在的撤回投资权利被行使或终止之日起计延后120日。”基于上述，拟上市企业股份的上市时间需要自回购权被终止或行使之日起延后120天。

虽然根据当前的审核实践，港股项目整体审核时间大多超过120天（此处计入境外上市备案申请的审核时间），但我们仍建议在拟上市企业递交上市申请前终止回购权，以免对后续补充信息披露造成负担，或因终止时点过于延后而对企业上市进程造成不利影响。

### 3. 对企业股改的影响

H股上市项目中，拟上市企业在提交上市申请前，需要将其组织形式由有限责任公司需要整体变更为股份有限公司（以下简称“股改”）。由于股改系有限责任公司以其截至股改基准日的净资产进行折股，如股改会计师要求，企业通常会在股改阶段即与投资人股东协商对由企业作为义务方的回购条款进行终止，以免在会计处理上对截至股改基准日的净资产金额造成影响。

在H股上市项目中，如拟上市企业尚未完成股改，其对待回购条款的常见操作方式有两种：（1）如所聘股改会计师未强制要求，在未对企业作为义务方的回购条款进行终止的情况下完成股改，即将特殊股东权利终止的工作延后至上市申报阶段。根据笔者的项目经验，在这种操作下，后续在申报上市前对该类条款进行终止后，企业所聘请上市会计师可能会基于香港会计准则对企业股改时的净资产金额进行调整，即使终止协议中已明确回购条款视为自始无效；

（2）如所聘股改会计师强制要求，在股改时即将企业作为义务方的回购条款进行终止，申报上市阶段仅需要与投资人股东协商由控股股东作为义务方的回购条款及其他特殊股东权利条款。

### (三) 投资人股东可能的保障机制

《联交所指南》“4.2首次公开招股前的投资”之“首次公开招股前投资者的特别权利”，“基于对首次公开招股价格或市值的折让而调整买入价的条款（无论是由申请人还是由股东履行），均须在上市时终止”，但“向首次公开招股前的投资者提供固定回报率（实际调低每股股价）及由股东履行的条款，前提是该等条款不是根据：（1）首次公开招股价格的折让；或（2）股份在首次公开招股时市值的折让而定。”基于上述，如投资人股东由于对拟上市企业上市后的股价或市值表现存在疑虑从而寻求一定保障，则在不与拟上市企业发行价格、市值挂钩的情况下，可考虑与企业控股股东就投资人股东认购企业股份的估值调整机制进行协商，例如约定投资人股东有权以增资款为基数取得一定年化收益率的固定投资回报。

此外，《联交所指南》还规定“由申请人支付或与股份的市价或市值挂钩的任何财务补偿须于上市时终止”，同时规定“由股东支付且与股份市价或市值并无挂钩的财务补偿可延续至上市后”，其中“财务补偿”包括“盈利保证及未能实现合资格首次公开招股（即符合与首次公开招股前投资者协议同意的若干条件的首次公开招股）的补偿”。基于上述，类似于上文所述估值调整机制，在不与拟上市企业股价或市值挂钩的情况下，投资人股东可考虑与企业控股股东基于企业业绩表现或是否完成双方原本约定的“合格上市”协商财务补偿安排。

需要说明的是，笔者经办的项目中较少遇到企业与投资人股东达成上述估值调整或财务补偿安排。这在一定程度上是由于，如果企业与某股东达成上述安排，则企业需要对此进行信息披露，从而需要面对来自于其他投资人股东要求给予同等待遇的压力。

## SECTION 003

## 关于项目中的工作机制

港股上市项目中的特殊股东权利终止问题，其本质是基于香港联交所的要求对相关股东权利进行调整，故最终各方达成的安排是否符合香港联交所的上市审核要求属于境外律师判断并发表意见的范畴，其中以发行人境外律师为主。但由于包含相关权利条款的交易文件（常见于拟上市企业的股东协议或公司章程）及后续约定权利调整安排的协议均适用中国境内法律，或者处理该等文件并不在发行人境外律师的工作范畴内，通常也需要境内律师的深度参与，其中以发行人境内律师为主。

基于上述，对于港股上市项目中特殊股东权利的终止工作，通常会由发行人境内外律师共同牵头推进，并在过程中由会计师、保荐人及其境内外律师提供必要的建议。根据笔者的项目实操经验，在具体工作上，一般由发行人境内律师负责起草调整特殊股东权利的相关协议，并由发行人境外律师对协议条款进行审阅，同时亦征求其他中介机构意见；协议条款的协商谈判则多由发行人境内律师负责，发行人境外律师在必要时介入，基于香港联交所规则对相关条款向投资人股东进行阐释。在部分项目中，为了便于企业及各方中介对权利调整安排有系统的掌握，发行人境内外律师会共同牵头准备关于调整特殊股东权利的备忘录。

## SECTION 004

## 结语

港股上市进程中，特殊股东权利的处理是企业治理结构重塑的关键环节。对企业而言，这是满足联交所严格监管要求、建立公众公司透明治理标准的必经之路，也是优化股权结构、吸引更广泛投资者、奠定未来规范运作基础的重

要契机。对投资人股东而言，这意味着一系列优先权利的调整或终止，理性评估得失、积极协商替代性安排是保护自身长期利益、分享企业上市红利的务实选择。妥善处理特殊股东权利，平衡合规要求与核心股东关切，是企业成功登陆港股、开启新篇章的坚实保障。



郭克军  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2082  
[guokejun@zhonglun.com](mailto:guokejun@zhonglun.com)



苗郁芊  
非权益合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2224  
[miaoyuqian@zhonglun.com](mailto:miaoyuqian@zhonglun.com)



# 港股18A上市 中的知识产权风险 与应对策略

by 胜永攀 颜寒

## SECTION 001

## 港股18A上市规则与知识产权的战略关联

2018年4月30日，香港联合交易所（以下称“**联交所**”）公布了重大修订后的《主板上市规则》，首次增设第18A章针对生物科技公司的上市规则（以下称“**港股18A章**”）。该规则允许符合特定条件但尚未盈利的生物科技公司登陆联交所主板，通过创新性豁免传统财务指标要求、重点聚焦研发价值与技术创新能力等举措，显著降低研发型生物科技企业的融资门槛，为生物医药产业注入资本动能。

根据港股18A章的规定，<sup>1</sup>生物科技公司在满足以下特殊条件的情况下，可以在无需通过盈利测试、市值/收益/现金流量测试或市值/收益测试的条件下申请上市：

- (1) 证明其合资格及适合以生物科技公司的身份上市；
- (2) 上市时的市值至少达15亿港元；
- (3) 上市前已由大致相同的管理层经营现有的业务至少两个会计年度；及
- (4) 有充足的营运资金（包括计入新申请人首次上市的所得款项），足可应付集团由上市文件刊发日期起计至少十二个月所需开支的至少125%。该等开支应主要包括：一般、行政及营运开支（包括任何生产成本），研发开支。

其中，关于企业合资格性的认定，还应当满足以下条件<sup>2</sup>：

- (1) 至少有一项核心产品已通过概念阶段；
- (2) 主要专注于研发以开发核心产品，并于上市前十二个月内持续进行有关研发；
- (3) 上市集资主要用于研发核心产品，以将其推出市场；

1.香港联合交易所《主板上市规则》第18A.03条。

2.香港联合交易所《新上市公司指南》第2.3章“生物科技公司”。

---

(4) 拥有与核心产品有关的专利，包括已注册专利、专利申请及其他知识产权；及

(5) 在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者为公司提供相当数额的第三方投资（且至其进行首次公开招股时仍未撤回投资）。

知识产权是评估企业竞争力的关键指标，对于计划通过港股18A章赴港上市的生物科技公司尤为重要。由于该规则放宽了盈利门槛，投资机构会重点考察企业知识产权的质量与布局情况，其中包括核心专利的技术壁垒、专利覆盖对应的研发管线，以及专利保护体系的布局。这些要素不仅直接反映企业的创新实力，更能用于预测其未来通过技术转化实现商业收益的能力，因此成为未盈利生物科技企业估值的重要依据。

## SECTION 002

### 港股18A上市中的主要知识产权风险

---

根据港股18A章的要求，申请上市的生物科技公司必须充分披露可能对其业务运营、财务状况及未来盈利能力产生实质性影响的重大风险因素。鉴于知识产权对企业未来业务预期具有重要影响，在港股18A上市项目中，知识产权相关风险应作为信息披露的重点内容。知识产权相关风险不仅是专业服务机构在企业上市前重点审查的事项，也是投资者在企业上市后持续关注的核心问题，因此，对于计划通过港股18A章上市的发行人及其管理团队而言，应当及早重视并主动应对相关风险。知识产权相关风险通常可分为三类：知识产权权属风险、知识产权无效风险以及知识产权侵权风险。

#### 1. 知识产权权属风险

此类风险指的是拟上市企业名下的知识产权权属是否可能存在争议，即是否存在被认定为归属于其他主体的风险。导致此类风险的情形可能有两种。第

一种情形是，拟上市企业的核心技术团队成员来自其他公司（通常是拟上市企业的竞争对手公司），在从前单位离职跳槽后加入当前的拟上市企业。由于我国《专利法》第六条及《专利法实施细则》第十三条规定，对于员工在离职一年内作出的与原单位本职工作或分配的任务有关的发明创造，其属于原单位的职务发明创造，申请专利的权利属于原单位。此种情形容易导致知识产权权属存在不确定性，可能有被原单位起诉请求确权的风险。第二种情形是，拟上市企业的关键研发成果是与其他单位合作开发形成，此种情况下知识产权属于合作研发的双方所共有。此种情形常见于企业与高校合作研发、进行科研成果转化等项目。对于共有的知识产权，可能产生权利处置受限的问题，进而影响企业所享有知识产权评估的价值。

## 2.知识产权无效风险

知识产权无效风险主要指企业已获得的专利权等重要知识产权可能被第三方（尤其是竞争对手）申请宣告无效的法律风险。根据我国《专利法》第四十五条规定，任何单位或个人在专利授权公告后，如果认为该专利不符合授权条件，都可以向专利复审机构提出无效宣告请求。对于计划通过港股18A章上市的生物科技企业来说，核心专利往往代表着企业的技术壁垒和竞争优势，如果这些关键专利被竞争对手成功宣告无效，不仅会削弱企业的技术实力，还可能直接影响投资者对企业价值的判断。除此之外，拟上市企业还需留意因管理疏忽导致的风险，比如未及时缴纳专利年费致使权利自动终止，这类低级失误同样会给企业带来不必要的损失。

## 3.知识产权侵权风险

知识产权侵权风险是企业在经营过程中最常见的法律风险之一。简单来说，就是企业生产销售的产品可能不慎使用了他人已经申请专利的技术。比如某款药物的制备工艺或医疗器械的核心部件，若与现有专利保护的技术方案重

合，专利权人就有权向法院起诉。一旦法院判定侵权成立，企业不仅需要支付高额赔偿金，还可能被禁止继续使用相关技术，导致产品被迫下架甚至生产线停摆。对于计划通过港股18A章上市、依赖核心技术竞争力的生物科技企业来说，此类法律纠纷不仅会直接造成巨额经济损失，更会动摇投资者对企业原创技术研发的信心，进而影响上市进程和估值水平。

## SECTION 003

### 港股18A上市知识产权问题应对策略：从合规到主动防御

#### 1. 上市前的尽职调查与风险排查

对于计划通过港股18A章上市的生物科技企业而言，提前开展知识产权风险评估尤为关键。相关准备工作应当自上市前的尽职调查与风险排查阶段启动，重点包括核心专利的有效性分析、技术自由实施（Freedom to Operate, FTO）分析以及潜在侵权风险评估，并同步全面审查合作协议中的知识产权归属与使用条款。同时还可审查研发人员是否有自行申请专利或者在从原单位跳槽一年之内申请专利的情况。

通过系统性的风险排查，企业能够精准识别自身技术资产中的潜在短板。例如，专利稳定性评估可以揭示存在被无效风险的薄弱专利；FTO分析报告则有助于预判产品上市后的侵权隐患，企业能够以此提前对存在风险的技术方案进行调整和优化。

此外，拟上市企业还应在与高校等合作方的早期阶段，明确成果归属与使用安排，确保知识产权权属清晰，以便在上市过程中更有力地向投资者展示研发能力。

#### 2. 专利布局与诉讼应对

拟上市企业在进行专利申请时，应有针对性地围绕核心关键技术进行系统

化的专利布局。具体而言，企业可从以下几个层面制定布局策略：一方面，应围绕核心产品或技术形成一套专利布局体系，不仅保护关键技术点本身，还延伸至其相关应用场景、工艺流程、改进方案及上下游环节，形成多层次的技术保护屏障；另一方面，应注重地域性布局，尤其是在主要市场国家和潜在竞争对手所在地区同步推进专利申请。

通过上述专利布局，企业不仅能够稳固自身的技术壁垒，还能在核心技术周边构建“包围式”专利保护圈，从而覆盖产品从研发到生产各阶段的技术路径，有效防止他人轻易绕开其专利范围。此外，企业还可以通过关注竞争对手的技术动态，开展针对性的防御性专利布局，例如在对手可能扩展的技术方向预先进行申请，以提高对手研发成本，限制其市场进入空间。

针对潜在的专利侵权诉讼风险，企业应提前制定完备的防御与应对机制，包括分析竞争对手关键专利的稳定性并评估无效宣告的可行性、提前做好自身与对方专利技术的比对、设立谈判与和解预案，必要时可以设计技术替代方案以规避侵权。此类系统化的防御性部署，能够帮助企业在面对专利无效请求或侵权诉讼等“专利狙击”时，快速反应、有效抗辩，从而最大限度地降低“专利狙击”对上市进程及企业估值所造成不利影响。

### 3.信息披露

根据联交所《新上市申请人指南》中关于生物科技公司的规定<sup>3</sup>，拟通过港股18A章上市的企业，不仅需要在招股书中披露知识产权的基本资料，还应就相关的法律风险作出完整披露。这两部分内容既是监管关注的重点，也直接影响投资者对企业技术壁垒和发展前景的判断。

在基础信息披露方面，企业应清晰表明其核心知识产权的来源，例如是自主研发、合作开发还是受让取得，同时说明专利或其他知识产权的当前权属状

<sup>3</sup>香港联合交易所《新上市申请人指南》第2.3章“生物科技公司”。

态、发明人信息及其与企业的关系，确保技术成果归属明确，不存在争议隐患。

而在风险披露层面，企业需要在前期已完成的知识产权尽调和应对策略的基础上，进一步将相关信息在招股文件中清晰呈现。除了如实说明是否存在与核心技术相关的法律纠纷外，还应披露企业知识产权是否曾被第三方侵权、核心专利是否即将到期，或是否存在被提起无效请求的风险。对于前期已开展的FTO分析，企业在招股书中说明分析结论，并结合结果披露其产品或技术是否存在侵犯他人在先知识产权的可能，确认未构成侵权的，需作出明确、正面的声明。知识产权风险方面的信息披露，不仅是合规的要求，也有助于向监管机构和投资者展示企业对技术合规性的重视及其管理团队在风险防范方面的成熟度。

#### SECTION 004

### 港股18A上市企业的知识产权分析案例

自2022年首次施行以来，港股18A章已成为生物科技公司实现资本化的重要路径。截至目前，基于该规则在港交所上市的企业已达70家，涵盖了医药或医疗器械领域及不同发展阶段的创新企业。为更具象地呈现企业在上市过程中如何应对知识产权合规要求、构建技术壁垒与管理外部风险，本章选取具有一定代表性的港股18A章上市企业作为案例进行分析。

科伦博泰（6990.HK）于2023年7月在港交所主板成功上市，专注于抗体药物偶联物（ADC）等新型生物治疗药物的研发与产业化。<sup>4</sup>其招股书对知识产权的披露较为全面，体现了其在全球范围内的专利布局能力以及对研发核心资产保护的高度重视。在技术资产方面，科伦博泰与国际制药巨头默沙东建立了战略投资与合作伙伴关系，并签署了涉及多达九项ADC资产的全球独占许可及

4.四川科伦博泰生物技术股份有限公司招股说明书，  
[https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0629/2023062900044\\_c.pdf](https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0629/2023062900044_c.pdf)

合作协议，成为中国创新药企在生物制药领域对外授权规模较大的代表性交易之一，也显示其技术的商业化潜力与完善的知识产权管理体系。

在上市筹备过程中，科伦博泰委托专业知识产权法律团队为其提供全流程专项法律服务，包括FTO调查、潜在侵权风险评估、知识产权尽职调查以及专项法律意见书。相关服务的核心内容包括围绕企业核心产品与其已申请或已授权的专利之间的技术对应关系进行详尽梳理，确保权属清晰、保护范围明确。其中，重点分析了抗体序列、制备方法、偶联技术及相关工艺流程等关键技术特征在专利及专利申请文件中的对应情况。科伦博泰还就其核心产品的关键技术路线开展了FTO分析，从抗体序列、结构特征、剂型组合等维度入手，进行全方位的文献与专利检索，对筛选出的潜在风险专利进一步开展稳定性评估，判断其被挑战或被无效的可能性。通过上述风险排查与尽职调查，科伦博泰能够有效强化对核心技术的知识产权防护，同时也为任何潜在的“专利狙击”预设应对路径。

近期，笔者亦作为知识产权专项法律顾问，为另一家计划通过港股18A章上市的生物科技企业提供相关法律服务。该企业的核心产品已完成概念验证并进入临床阶段，依赖一项具有关键专利保护的核心工艺技术作为技术壁垒。在上市筹备过程中，笔者围绕该核心技术开展了专利侵权风险排查工作，重点识别其是否存在落入在先专利申请保护范围的可能性，并据此进行FTO分析及潜在无效路径的准备。

除对潜在侵权风险进行技术比对外，笔者还协助企业核查相关技术的来源，全面审阅与高校或其他技术合作方签署的研发协议，明确技术成果的归属及使用权安排。通过上述工作，帮助企业在上市前阶段对可能影响权属清晰性与合法性的隐患进行系统梳理与排查，提升其知识产权体系的合规性，为后续招股书的信息披露及上市审查打下了良好基础。

## SECTION 005

## 结语：知识产权护航科技企业资本化之路

随着资本市场对科技创新企业价值的日益重视，知识产权正逐步从单纯的技术性资产演变为衡量企业长期竞争力与商业化潜力的核心指标。对于拟通过港股18A章上市的生物科技企业而言，知识产权不仅关乎能否成功上市，更关乎其上市之后能否持续获得投资者信任与市场增长空间。

因此，从战略层面来看，拟上市企业应当及早重视知识产权的管理，在上市准备初期即着手开展知识产权尽调、权属梳理和风险排查，同时应围绕核心技术展开专利布局、制定潜在侵权应诉策略，构建完善的应对机制。在招股阶段，确保知识产权信息披露的真实性、完整性，以建立市场信任、展现研发实力与创收潜力。



胜永攀  
合伙人  
知识产权部  
深圳办公室  
+0755 3325 6809  
shengyongpan@zhonglun.com



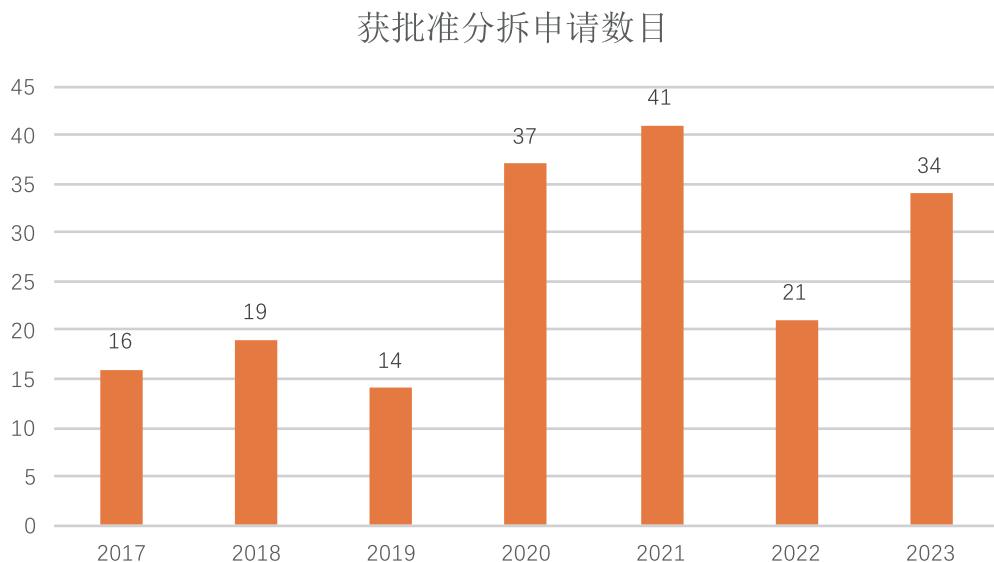
# 香港上市公司 分拆上市简析 及关注重点

by 许颉 陈小小

## SECTION 001

## 近年联交所分拆活动概览

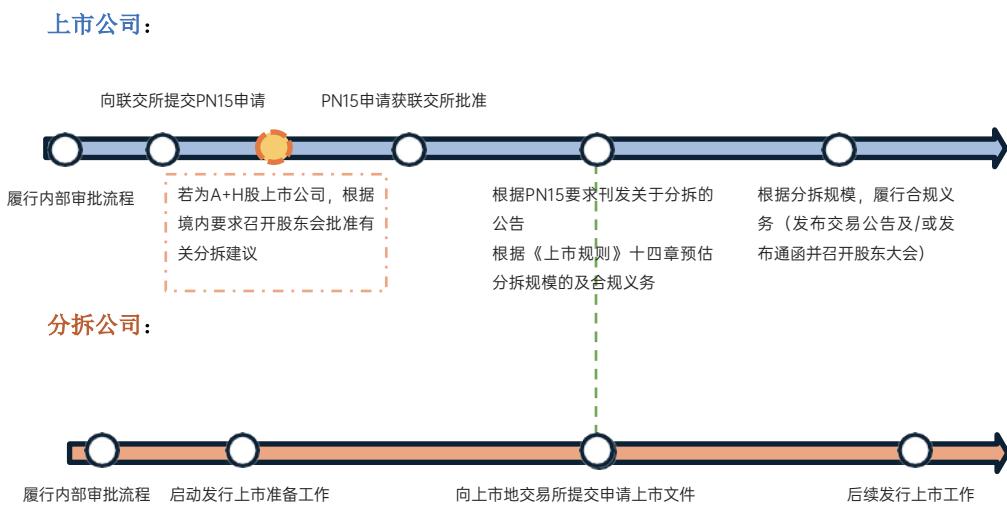
2019年中国证监会正式推出科创板，为香港上市公司分拆子公司回归境内资本市场上市提供了更高的便捷性，香港资本市场因此于2020年迎来了第一次分拆交易的浪潮。根据联交所发布的数据统计，2020年、2021年分别共有37家、41家香港上市公司的分拆申请获联交所批准，此数目较2019年及此前年份获批准分拆申请的数目有着大幅度的增长。2022年在国际资本市场波动的影响下，获批准分拆申请的数目出现明显下跌，但在2023年后疫情时期回暖到34家，仅略低于前几年的高位。



图表1：2017至2023年香港上市公司获批准分拆申请的数目

1.图表的数据来源于联交所2024年5月刊发的《上市发行人监管通讯（第十期）》

对于香港联合交易所有限公司（“**联交所**”）主板上市公司来说，分拆上市（spin-offs）指的是联交所主板上市的母公司（“**上市公司**”）将其上市范围内的部分资产或业务进行分拆（“**分拆公司**”），并将分拆公司在联交所或其他证券交易所（例如上海证券交易所、深圳证券交易所、纽约交易所、纳斯达克交易所等）作独立上市的行为。香港上市公司若要进行分拆，需要向联交所提交分拆申请（又称**PN15申请**），获得联交所的批准并履行内部及其他监管机构批准程序（如需）。具体而言，香港上市公司分拆将涉及上市公司和分拆公司两个主体，大致流程如下：



联交所审核PN15申请的时长主要受交易复杂程度、上市公司对联交所问询的反馈速度等方面的影响而有所不同；分拆公司最终成功上市的时间长短则主要取决于所寻求的上市地的监管规则和政策。

以下表格简要展示了近年寻求分拆上市的香港上市公司，在分拆申请获联交所核准、于上市地交易所上市的时间：

序号	上市公司	首次公告进行分拆日期	获联交所批准进行分拆日期	分拆公司拟上市地	分拆公司上市日期
1	微创医疗 (HK.853)分拆微创心律	2023年5月18日	2023年5月18日	联交所	尚未上市
2	江西铜业 (HK.358)分拆江铜铜箔	2022年2月23日	2022年7月28日	深交所创业板	终止分拆上市
3	绿叶制药 (HK.2186)分拆博安生物	2021年7月2日	2022年1月24日	联交所	2022年12月30日
4	京东集团 (HK.9618)分拆京东物流	2021年2月16日	未公布	联交所	2021年5月28日
5	中国恒大 (HK.3333)分拆恒大物业	2020年7月31日	2020年9月25日	联交所	2020年12月2日
6	李氏大药厂 (HK.950)分拆兆科眼科	2020年7月9日	2020年11月20日	联交所	2021年4月29日
7	上海电气 (HK.2727)分拆电气风电	2020年1月6日	2020年5月18日	上交所科创板	2021年5月19日
8	中国铁建 (HK.1186)分拆铁建重工	2019年12月18日	2020年2月17日	上交所科创板	2021年6月22日

---

## SECTION 002

# 香港上市公司分拆上市的主要关注点

---

## 1. 提交分拆上市书面申请（“PN15申请”）

香港上市公司想要将其上市集团内的部分资产或业务剥离出来作独立上市，都必须按照《上市规则》《第15项应用指引》（“**PN15**”）的规定向联交所提交分拆上市的书面申请，并获得联交所的批准。

按照PN15规定的原则和要求，上市公司在准备PN15申请时，应确保至少包含以下内容：分拆背景、保留业务满足联交所上市的要求、分拆公司满足联交所上市的要求（如果分拆公司拟于联交所上市）、独立性问题、明确商业利益及对保证配额的具体安排等。

### 1.1 分拆背景

上市公司在PN15申请中，需要介绍本次分拆上市建议的基本背景，主要内容包括：上市公司及分拆公司的业务、股权简要介绍（包括分拆上市前后的变化）、本次分拆上市的详情（包括分拆公司拟上市的交易所、完成建议分拆上市所需要取得的审批、分拆公司拟发行股数及拟募集资金总额、分拆预计的规模测试结果及可能需要履行的《上市规则》项下的合规义务等）。

### 1.2 保留集团及分拆公司满足联交所上市要求

排除分拆公司后的上市公司（“**保留集团**”），将单独作为上市公司在联交所上市，因此，保留集团余下的资产和业务运作（“**保留业务**”）应该满足联交所主板上市的要求。

如果分拆公司也拟在联交所上市，则PN15中还需论述分拆公司也满足联交所的上市要求。若分拆公司拟在其他交易所上市，则无需论述此部分要求。

#### A. 符合最低盈利规定

保留集团在最近三个会计年度内，最近一年的股东应占盈利（仅指主营业务）不得低于3,500万港元，及其前两年累计的股东应占盈利不得低于4,500万港元。

如果保留集团无法满足最低盈利的要求，则联交所极有可能驳回上市公司的PN15申请。联交所主板某上市公司曾发布公告称：联交所认为，在计算其保留集团股东应占利润时应剔除该公司合并财务报表中“其他收入”下的若干收入及开支，而其保留集团未能符合最低盈利要求，因此驳回该公司的PN15申请。

#### B.符合最低市值规定

PN15规定，保留集团的市值至少为5亿港元。通常，在PN15申请中，保留集团的市值时 = 提交PN15书面申请之日上市公司的市值-分拆公司的预期市值（根据拟募集资金预估）。

关于计算保留集团市值的问题，2020年4月联交所发布了相关上市决策，为上市公司判断保留集团能否达到最低市值提供参考。联交所认为在计算保留集团市值时不应将非营运资产计算在内；同时，上市公司不能仅仅依赖保留集团相关资产的独立估值报告而论证保留集团的市值符合要求。

#### C.符合联交所主板上市的其他规定

保留集团符合最低盈利水平及市值要求，是PN15申请中较为简单明确的数据要求。除此之外，保留集团还须满足《上市规则》有关上市的其他要求，即保留集团的管理层、所有权和控制权维持不变。

保留集团需要论述保留集团（包括上市公司及其主要运营子公司）至少在业绩记录期间在实质上由同一管理层经营，以及在建议分拆上市完成后保留集团的管理层将会维持不变。在PN15申请中一般会列出上市公司在过去三个会计年度内管理层的组成情况以论述管理层维持不变的要求，包括执行董事和高级管理人员。

此外，上市公司还要论证在最近一个审计会计年度内，保留集团能够满足上市公司拥有权和控制权维持不变的要求。因此，保留集团在PN15申请中，需要证明至少在提交PN15前的最近一个财政年度直至提交PN15时，其控股股东<sup>2</sup>

2.根据《上市规则》的定义，“控股股东”指（1）任何有权在发行人的股东大会上行使或控制行使30%或30%以上投票权的人士或一组人士；或（2）有能力控制组成发行人董事会的大部分成员的人士或一组人士。

---

没有变动。

### 1.3香港上市公司上市后三年内不得进行分拆

鉴于香港上市公司最初上市的审批是基于上市公司在上市时的业务组成及运营情况，而投资者当时会期望上市公司继续发展该等业务，因此，如果香港上市公司上市不足三年，联交所一般不会考虑批准其分拆上市的申请。

### 1.4保留集团和分拆公司的独立性问题

保留集团和分拆公司的独立性问题是联交所对PN15申请的重点关注问题，也是上市公司论述的难点问题：

#### A.业务是否分割清楚

根据PN15的要求，上市公司需论证保留集团的保留业务和分拆公司的分拆业务能够予以清楚划分。在建议分拆及上市完成后，保留集团将主要从事保留业务，而分拆公司则主要从事分拆业务，分拆业务与保留业务各有不同、相互独立而并不互相依赖。保留业务和分拆业务必须在当前时刻和未来均有明确区分。

一般在PN15申请中，上市公司将以列表的形式展示保留集团和分拆公司现在各自从事的业务，并从各自主营业务内容、主要客户、供应商均有不同等层面展开论述，以证明保留集团与分拆公司当前从事的业务之间有明确区分。

此外，上市公司还应阐明保留集团和分拆公司的未来业务也有明确区分，不存在同业竞争关系。现实案例中，很多上市公司可以通过向分拆公司出具不竞争承诺的形式，来显示保留集团和分拆公司未来将要发展的业务并进行明确区分。值得注意的是，出具不竞争承诺不代表上市公司无需论证当前保留业务和分拆业务的区分，且上市公司亦须考虑为何作出有关承诺会符合上市公司及其股东的利益。

以下表格简要列举了近年分拆上市申请中，对于保留业务和分拆业务的区分：

序号	公司名称	保留业务	分拆业务
1	上海电气 (HK.2727) 分拆电气风电	主营业务主要涉及三大板块：能源装备板块、工业装备板块以及集成服务板块。电气风电的主营业务为风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务。	主营业务为风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务。
2	中国信达 (HK.1359) 分拆信达证券	主要经营 (i) 不良资产经营业务 (ii) 金融投资和资产管理业务以及 (iii) 金融服务业务（包括银行，信托，租赁，基金管理人等金融服务业，但不包括证券和期货业务）。	主要从事证券经纪、证券承销与保荐、证券自营业务。
3	丽珠医药 (HK.1513) 分拆丽珠试剂	业务涵盖制剂产品、原料药及中间体和诊断试剂及设备等业务。	主要业务为诊断试剂及设备的研发、生产及销售。
4	中国中铁 (HK.0390) 分拆中铁高铁电气装备	主营业务包括基建建设、勘察设计与咨询、工程设备和零部件制造以及房地产等业务板块。	专注于电气化铁路接触网产品、城市轨道交通供电设备的研发、设计、制造和销售。

### B. 分拆公司是否具备独立运营的能力

PN15要求分拆公司的职能独立于保留集团，即分拆公司在业务、运营、管理团队及行政管理等方面均应具备独立性。上市公司应当在PN15申请中从以下方面着重论述分拆公司的独立性：

## 运营的独立性

分拆完成后，除一定的持股关系外，分拆公司将与保留集团分离并独立进行运营管理。运营的独立性主要体现在分拆公司的运营部门和工作人员将与保留集团分离，且分拆公司的所有必要职能及业务可以独立完成而不依赖保留集团的部门、人员或资源。

## 董事、管理层的独立性

分拆公司董事、管理层的独立性主要表现为分拆公司的董事会、管理层将能够独立行事，不受保留集团的影响和控制。为论证分拆公司具备此独立性，上市公司可以在PN15申请中以列表的形式展示保留集团及分拆公司董事会及高级关连人员的组成。

如果保留集团及分拆公司董事会成员或高级管理人员存在重叠，原则上重叠的董事、管理层并不会必然造成利益的冲突，从而对联交所批准PN15申请造成障碍。在有重叠董事或者高级管理人员的情况下，上市公司需要解释该重叠董事或高管人员分别在保留集团和分拆公司的具体职位和职责的区分，例如保留集团的非执行董事在分拆公司中担任执行董事及有关职责区分。同时，上市公司还应明确：

(1) 保留集团与分拆公司已经制定了企业管治的相关措施，对建议分拆和上市后潜在的董事、管理层利益冲突问题进行管理；

(2) 保留集团及分拆公司各自的公司章程包含针对利益冲突管理的惯常规定，包括董事若在某些议案中存在重大利益，有关董事应回避表决；及

(3) 分拆公司的董事、管理层将接收拟上市地交易所的职务培训，特别是董事通常将负有诚信义务，在诚信义务下，其应为分拆公司的最大利益行事。

## 分拆公司具备独立的行政管理能力

独立的行政管理能力，即分拆公司无需保留集团的支持，也可进行必要的行政管理职能。上市公司可以从分拆公司将具备独立的办公地点、办公区域，拥有独立负责行政管理职责的管理团队和职能机构（例如办公处所、会计、公

司管理和人力资源部门) 等角度进行论述。

### 分拆公司具备独立的财务能力

上市公司应当在PN15书面申请中说明，保留集团和分拆公司将各自拥有独立的财务政策和程序，配备专职财务人员，分拆公司将开立和持有独立于保留集团的银行账户；此外，分拆公司的融资来源及融资活动将不会依赖于保留集团，保留集团也可以独立于分拆公司进行融资。

### 分拆公司与保留集团之间的交易

PN15申请中需要列明分拆公司与保留集团之间正在进行的及未来将进行的交易详情。该等交易原来属于上市公司内部交易，但是，在分拆公司获分拆上市后，该等内部交易可能构成保留集团及/或分拆公司在《上市规则》项下的关联交易。上市公司需要使联交所相信，尽管存在该等关联交易，但保留集团将不会依赖与分拆公司进行有关业务活动，反之亦然。

#### C.保留集团和分拆公司均可享有明确商业利益的原则

分拆上市是上市公司优化资源配置、进行资产重组的有效形式，将为保留集团和分拆公司带来诸多的积极影响。上市公司需要在PN15中论述分拆上市的商业利益，例如（1）分拆上市能够使保留集团和分拆公司在全球不同的资本市场拥有独立的融资平台，提高两个实体的融资灵活性；（2）使上市公司和分拆公司受到不同地区证券监管机构的监管，增强公司的透明度，提高上市公司治理的水平，使投资人能更准确的判断分拆公司的价值，从而使分拆公司获得更高估值；（3）上市公司可以从分拆公司上市中得到部分募集资金，助力其进一步发展核心主营业务；及（4）上市公司还可以通过持股的方式继续在分拆公司中享有权益，参与分拆公司的持续成长，享受分拆公司和分拆业务未来发展和增长的利益，从而进一步提升上市公司的核心竞争力等。

### 1.5保证配额的要求

PN15要求上市公司适当顾及其现有股东的利益，保证上市公司现有股东能获得分拆公司股份的权利，解决路径包括：（1）向现有股东分派分拆公司的现

---

有股份，或（2）让现有股东在分拆公司现有股份或新股份的任何发售中享有优先申请该等股份的权利。

在实务操作中，如果分拆公司拟在中国境内上市，则向股东提供保证配额在现行中国法律法规体系下存在无法实施的障碍，例如，根据中国现行相关法律法规，外国自然人、法人和机构（除非是合格境外投资者）不得在中国开设A股证券账户，因此，这类现有上市公司的股东无法认购分拆公司拟在境内交易所公开发行的股份。

针对该种特殊情况，联交所就保证配额的规定授出了一般豁免：对于拟将分拆公司在境内上海证券交易所、深圳证券交易所及全国中小企业股份转让系统上市的公司，豁免有关上市公司遵守PN15项下关于保证配额的规定。豁免的前提条件是有关香港上市公司须在其分拆上市的公告中披露豁免的详情，包括提供保证配额权利的法律限制。

## 2. 分拆可能涉及的《上市规则》其他合规要求

### 2.1 《上市规则》第十四章须予公布的交易

上市公司除了向联交所呈交PN15申请外，基于分拆公司的规模，上市公司可能需要发布交易公告或召开股东大会以寻求股东对于分拆上市建议的批准。因为上市公司分拆部分业务及资产并将其独立上市，实质上是上市公司稀释了其在分拆公司中的股权，将有关股权进行公开招股，此种类型的交易在《上市规则》项下为“视作出售”的交易。分拆上市作为上市公司的一项交易，除了满足PN15的要求外，还需要根据《上市规则》第十四章须予公布交易的要求，单独履行合规程序。

若根据分拆所适用的规模测试的结果，其中任何一个百分比率均不超过5%，那么上市公司就无需履行《上市规则》第十四章项下的合规披露义务。如果任何一个百分比率超过5%但低于25%，则有关分拆的交易将会构成上市公司一项须予披露的交易，上市公司需要刊发须予披露的交易公告。

---

如果任何一个百分比率超过25%但低于75%，则有关分拆的交易将会构成上市公司的主要交易，上市公司需要遵守申报、公告和股东大会批准的规定。根据PN15的要求，就召开股东大会批准分拆上市的建议，上市公司需要成立独立董事委员会、委任独立财务顾问，以及如果控股股东及其联系人在建议分拆的议案中有重大利益，则需要放弃表决。

## 2.2 关于内幕消息披露的要求

建议分拆上市，除了可能涉及《上市规则》第十四章的要求履行公告及/或股东大会批准的披露义务，还可能涉及《上市规则》及《证券与期货条例》关于内幕消息披露的合规责任要求。

PN15规定，上市公司必须在其分拆公司呈交A1表格<sup>3</sup>（或同等上市申请效力的文件）时或之前发布公告，公布其分拆上市建议的申请。并且，在发布公告之前，上市公司应当按照内幕消息的要求对该等分拆上市建议的申请进行严格保密，一旦消息外泄或上市公司股价出现异常波动，上市公司则须遵守内幕消息披露的要求，提前发布公告。

## 3. 分拆上市涉及的信息披露时点

以香港一地上市公司分拆子公司回境内A股上市为例，以下表格简要总结了该建议分拆上市的申请可能涉及的《上市规则》项下的信息披露时点：

---

<sup>3</sup>根据《上市规则》，A1表格为上市申请人向联交所提交的上市申请表格，代表申请人正式开始香港上市流程。

序号	发生事件	信息披露
1	上市公司召开董事会审议建议分拆及上市	《上市规则》项下无强制性信息披露义务，若构成内幕消息则需要刊发内幕消息公告（预估分拆公司发行规模以便安排后续合规工作）
2	取得联交所对建议分拆及上市的批复	《上市规则》项下无强制性信息披露义务，可以考虑向市场刊发分拆进展的自愿性公告
3	分拆公司向中国证监会申报上市文件	如果该项即表示分拆公司正式进行A股IPO申请，则上市公司需要发布PN15要求的分拆公告
4	分拆公司取得中国证监会核准上市的批文，启动发行工作并确定最终发行方案	按照确定的发行方案进行分拆交易的规模测试，若规模测试的结果超过5%，上市公司发布交易公告，若超过25%，发布交易公告、通函并召开股东大会批准分拆上市
5	分拆公司A股发行及上市完成	上市公司考虑发布进展公告，宣布分拆上市完成

## SECTION 003

## 结语

香港上市公司分拆业务或资产回归境内资本市场或于境外交易所上市，将同时受到香港及拟上市地的证券法律法规的监管。上市公司在筹划业务剥离重组时，应当关注所适用的证券法律法规、上市交易所规则对于财务指标、业务

和人员等的要求，以保障分拆申请顺利获得联交所的批准，及后续分拆公司独立上市的申请能够顺利进行。



许颉  
高级顾问  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5087 2909  
arthurxu@zhonglun.com



陈小小  
非权益合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5796 5226  
shellchen@zhonglun.com

# (3)

chapter  
03

Hot Industries

热点行业

Hong Kong  
Capital Markets  
2.0

A New Paradigm of  
Cross-Border Capital Markets  
Driven by Technological Empowerment  
and  
Institutional Innovation



# 硬科技行业 赴港上市重点 关注法律问题

by 沈进 胜永攀 于治国 陈碱

## SECTION 001

## 引言

### （一）硬科技行业发展现状与趋势

#### 1.硬科技行业概览

硬科技是指基于科学发现和技术发明之上，需要长期研发投入、持续积累形成的，具有较高技术门槛和明确应用场景，难以被复制和模仿，对经济社会发展具有重大支撑作用的关键核心技术。<sup>1</sup>其核心特征在于“硬”，这不仅体现在技术本身的复杂性和原创性，更体现在其需要“硬”精神——即长期主义的科研工匠精神，以及敢于挑战世界科技高峰的“硬”志气。<sup>2</sup>硬科技是一个动态发展的概念，所涵盖领域随着科技进步和产业需求而不断演变。这些领域相互交叉、融合，共同推动着全球科技革命和产业变革的浪潮。

#### 2.中国硬科技企业的突飞猛进

近年来，中国硬科技产业展现出强劲的增长势头，产业规模持续扩大，成为推动经济高质量发展的重要引擎。从2015年至2024年，中国硬科技板块的总营业收入从0.84万亿元人民币增长至5.46万亿元人民币，实现了跨越式增长。这一增长不仅体现在总量的扩张，更体现在产业结构的优化和质量的提升。<sup>3</sup>中国硬科技企业的发展依托持续高强度研发投入，2024年科创板公司研发投入达1681亿元，累计发明专利超12万项，<sup>4</sup>哈佛大学发布的报告指出科技已经成为中美竞争的“主战场”，中国从“模仿者”转变为“创新者”，在部分前沿技术领域已与美国并驾齐驱甚至超越。<sup>5</sup>政策环境与资本市场的双重驱动，推动中

1.国家发展战略和规划：“十四五”规划《纲要》名词解释之36|硬科技，2021年12月24日，[https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fzzlgh/g-jfzgh/202112/t20211224\\_1309286.html](https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fzzlgh/g-jfzgh/202112/t20211224_1309286.html)。

2.米磊：“坚守”硬科技“坚持练内功”，新华访谈，<http://www.bj.xinhuanet.com/2018ft/rwft/milei/index.htm>。

3.陈见南，透过数据看“十四五”答卷：资本赋能，硬科技加速成长，证券时报网，2025年6月26日，<https://www.stcn.com/article/detail/2264671.html>。

4.刘慧、刘羽佳，科创板“硬科技”迎来“井喷期”，新华网，2025年7月22日，<https://www.news.cn/20250722/a848a668f05b4b30a660c3f290eabfd1/c.html>。

5.Graham Allison, Kevin Klyman, Karina Barbesino, et al., The Great Tech Rivalry: China vs. the U.S., December 2021, <https://www.hks.harvard.edu/publications/great-tech-rivalry-china-vs-us>。

国硬科技企业从“跟跑”向“领跑”跨越，在全球产业链重构中占据战略制高点。

## （二）香港资本市场对硬科技企业的吸引力

香港作为全球领先的国际金融中心，长期以来一直是内地企业走向国际市场的重要桥梁。对于正处于快速发展阶段、资金需求量大且渴望获得国际认可的硬科技企业而言，香港的吸引力尤为突出。这种吸引力不仅源于香港固有的国际地位与成熟机制，更得益于香港联交所在近年来针对新经济及硬科技企业推出的一系列前瞻性改革和持续支持措施，以实际行动表达对硬科技企业的重视。

2018年推出的《上市规则》第18A章，允许尚未盈利的生物科技公司在满足一定条件下上市，为研发投入大、周期长的企业打开了资本通道。2023年实施的《上市规则》第18C章进一步扩展至新一代信息技术、先进硬件与软件、先进材料、新能源环保及新食品农业技术等“专科技”领域，设定了分层市值要求、研发投入比例和市场化验证机制，并区分已商业化企业与未商业化企业，从而为不同发展阶段的硬科技企业提供了更具包容性的上市路径。

## SECTION 002

### 硬科技企业在架构和治理层面的主要法律关注事项

#### （一）股权架构

硬科技企业因其高研发投入、长周期、高风险特性，在赴港上市时，其股权架构的选择不仅关乎融资效率，更直接影响上市合规性、后续资本运作及业务发展空间。红筹架构与H股架构是当前主流选择，但各有其核心法律关注点。

##### 1. 红筹架构

红筹架构，即创始人及股东在境外设立特殊目的公司（SPV）作为上市主体，由境外SPV直接持股或协议控制境内运营实体的架构。长期以来，红筹架

构是中国企业赴境外上市的主流选择，其具有架构灵活、资本运作便利等优势，便于硬科技企业进行多轮次境外融资与全球业务开展。<sup>6</sup>

在《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（证监会公告〔2023〕43号，“境外上市备案新规”）实施后，由SPV直接持股境内实体的一般红筹架构依然是硬科技企业赴港上市的可行路径。但由于红筹架构相比H股模式，需要更多地考虑红筹架构搭建的合规性以及外商投资禁入等诸多事宜，因此在赴港上市的过程中可能会需要更长的时间以取得中国证监会备案。特别地，如果企业所从事的业务属于中国《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》所列的禁止或限制外商投资的领域，则其还可能不得不选择VIE（Variable Interest Entity，可变利益实体）架构。在此情况下，其必须正视VIE架构下固有的法律与监管风险，充分说明采用VIE架构的必要性、合规性，同时，中国证监会在备案过程中需要“征求有关主管部门意见”，为上市带来更大的不确定性。

## 2.H股

近年来，随着监管政策的演变，H股架构的吸引力正逐步回升，尤其对于已在A股上市或计划未来回归A股的硬科技企业而言，其便于两地上市的优势日益凸显。一个长期困扰H股架构企业的问题是内资股的流动性，这一障碍已随着H股“全流通”政策的全面实施而得到根本性解决。该政策允许H股上市公司的内资股转换为可在香港联交所上市流通的H股，极大地提升了H股架构的吸引力。需要注意的是，对于有外资持股比例限制的硬科技行业企业在规划上市，申请股东全流通时，需充分考虑外资持股比例要求，严格计算全流通后外资持股比例。为此，在企业融资和H股上市筹备阶段，企业即应评估未来全流通需求及潜在外资比例限制，合理设计上市时的股权结构，在关注外资股东的同时严格穿透核查内资股股东的最终控制人/出资人背景，准确识别外资成分。

<sup>6</sup>孙昊天、李楠、肖斌，境外上市新规影响分析与路径选择，《中国外汇》2023年第14期，<http://www.chinaforex.com.cn/index-.php/cms/item-view-id-52504.shtml>。

## （二）18C对于领航资深独立投资者的额外要求

如果企业选择按照香港联交所18C章的标准上市，则其需要特别关注18C章对于领航资深独立投资者的要求。相较于传统上市板块，18C章针对特专科技公司“高研发投入、长周期、高风险”的特点，引入“领航资深独立投资者”制度，通过资深独立投资者的专业背书与监督，平衡发行人信息披露不足与投资者保护需求。<sup>7</sup>18C章通过资深独立投资者的深度参与，实现对发行人从技术到商业的全方位验证。

香港联交所对资深独立投资者的界定包含“资深”（Sophisticated）和“独立”（Independent）两个维度。拟上市公司引入的投资者必须同时满足这两个标准，并通过保荐人向香港联交所提供充分的证明材料。该规则也保留了一定的弹性，例如，仅因持有发行人大量股份而被动成为其“主要股东”（Substantial Shareholder），从而被界定为核心关连人士的投资者，在特定情况下仍可能被视为独立。

除了对投资者的“身份”进行界定，18C章还对其投资的“量”与“形式”提出了明确要求，构建了一个从上市前到上市发行环节的完整投资者验证链条。《上市规则》第18C.05条明确规定，申请人必须已获得来自资深独立投资者的“有意义的投资”（Meaningful Investment）。在实践中，“有意义”的核心在于投资金额具“相当数额”（of a substantial amount），足以证明投资者是经过审慎尽职调查后，将大量资本置于风险之中。这笔投资的数额和条款，将成为香港联交所评估发行人估值合理性的重要依据。

## （三）投资人优先权的处理

香港联交所的上市规则要求上市公司的股权结构清晰、稳定，“未涵盖所有其他股东或不符合《首次公开招股前投资指引》的特别权利必须于上市前修订

7.王小青，港交所将修订上市规则支持无收益科技企业在港IPO，财新，2022年10月20日，<https://finance.caixin.com/2022-10-20/101953639.html>。

或终止。该等权利可于上市前存在并行使，直至申请人成功上市为止。<sup>8</sup>一般情况下，投资人享有的回购权需在首次递交上市申请前终止，其他特殊股东权利一般需要在拟上市公司完成上市前终止。实务中，相关特殊权利处理的常见问题，可参见文章《浅谈港股上市项目中特殊股东权利处理方式——从发行人境内律师角度》。

对于选择H股架构上市的硬科技企业，处理投资人优先权时还需额外考虑中国会计准则或国际财务报告准则的影响。在某些情况下，投资人享有的优先权利如果被认定为衍生金融工具，则可能对企业的财务报表产生重大影响。对于这些被认定为衍生金融工具的优先权利，在H股公司股改时和递交上市申请时以及此后的每个财务报告节点均需要重点考虑。

#### （四）公司治理要求

香港联交所对上市公司的公司治理有着严格而细致的规定，对于硬科技企业而言，创始人团队往往技术背景深厚，但可能缺乏公司治理方面的经验。因此，在上市准备阶段，系统性地梳理并搭建符合香港上市规则的公司治理架构，是必不可少的工作。

##### 1. 董事会

董事会是公司治理的核心，香港联交所对上市公司的董事会构成提出了多项具体要求，旨在确保其独立性、专业性和多元化。首先，在独立董事方面，香港联交所要求上市公司董事会中必须至少有3名独立非执行董事，并且独立非执行董事的人数必须占董事会成员总数的至少三分之一。<sup>9</sup>这一规定旨在防止控股股东或管理层滥用权力，确保董事会决策的客观公正。其次，在专业背景方面，香港联交所要求董事会中至少有一名独立非执行董事必须具备适当的会计或相关财务管理专长。<sup>10</sup>对于财务数据复杂、研发投入巨大的硬科技企业而

8. 《新上市申请人指南》第4.2条。

9. 《上市规则》第3.10条、第3.10A条。

10. 《上市规则》第3.10（2）条。

---

言，拥有一位具备深厚财务背景的独立董事，不仅能满足监管要求，更能为公司的财务管理与资本运作提供专业指导。

再次，在地域要求方面，香港联交所要求至少有一名独立非执行董事通常居住于香港。<sup>11</sup>最后，在性别多元化方面，香港联交所要求上市公司的董事会中至少有一名女性董事。<sup>12</sup>对此，企业应提前规划，在物色董事人选时充分考虑地域、性别多元化的要求。

## 2. 董事会专门委员会

为了提升公司治理的专业性和有效性，香港《上市规则》要求上市公司必须设立董事会专门委员会<sup>13</sup>，其中最为重要的是审计委员会。审计委员会的主要职责是监督公司的财务报告程序、内部控制和风险管理，并与外部审计师进行沟通。根据规定，审计委员会的成员必须全部由非执行董事组成，且其中大多数必须是独立非执行董事，并必须由一名具备适当专业资格的独立非执行董事担任主席。<sup>14</sup>这一安排确保了审计委员会能够独立、客观地履行其监督职能。

除了审计委员会，企业通常还会设立提名委员会和薪酬委员会。提名委员会负责制定董事和高管的提名政策，确保董事会成员具备适当的技能、经验和多元化背景。薪酬委员会则负责制定公司董事和高管的薪酬政策，确保薪酬水平与公司业绩和个人表现挂钩，并能吸引和留住优秀人才。

## 3. 公司秘书

根据香港《上市规则》，每家上市公司都必须委任至少一名公司秘书。其职责包括处理公司与监管机构的沟通、组织董事会和股东大会、保管公司法定记录、确保公司遵守相关法律法规和《上市规则》等。

公司秘书可以不必是香港居民，但必须满足以下任一条件：(1) 是香港公

---

11. 《上市规则》第19A.18 (1) 条。

12. 《上市规则》第13.92条。

13. 《上市规则》第3.21条。

14. 《上市规则》第3.10 (2) 条、第3.21条。

司秘书公会的会员；（2）是《执行律师条例》所界定的律师或大律师；（3）是《专业会计师条例》所界定的注册会计师；（4）联交所认为其在学术或专业资格或有关经验方面，足以履行该职务的人士。<sup>15</sup>对于A+H股两地上市的公司，由于通常已设有董事会秘书，可以向香港联交所申请，由董事会秘书兼任联席公司秘书，同时聘请一名符合资格的专业人士（如香港律师或公司秘书）担任另一名联席公司秘书，以满足监管要求。这种安排既能利用现有人员，又能确保合规，是一种常见的操作模式。

## SECTION 003

### 硬科技企业在公司业务层面的主要共性法律事项

#### （一）知识产权

对于硬科技企业而言，知识产权是其最核心、最具价值的资产，是其技术壁垒和市场竞争力的直接体现。然而，知识产权的创造、保护和运用过程也伴随着一系列复杂的法律风险，这些风险处理不当，可能直接动摇企业的根基，甚至导致上市进程受阻。

##### 1. 知识产权权属风险

技术团队成员，特别是核心技术人员的流动，是硬科技企业发展的常态，但也极易引发与前雇主之间的知识产权纠纷。这类诉讼的法律依据明确，即员工在离职后一年内作出的，与其在原单位承担的本职工作或分配的任务有关的发明创造，属于原单位的职务发明。<sup>16</sup>这类知产纠纷不仅涉及专利权属问题，还可能延伸至商业秘密侵权，对拟上市企业的技术根基构成直接威胁。

为防范核心技术人员流动带来的权属风险，企业可建立“入职背调—书面承

15. 《上市规则》第3.28条。

16. 《专利法实施细则》第十三条第一款第三项

---

诺—技术隔离—定期审查”四步机制：（1）入职前由HR与法务核查候选人原职位、项目、专利及保密/竞业情况，对于可能存在风险的人员进行更深入的技术隔离评估；（2）入职时签署不侵权承诺并在合同/保密协议中明确职务发明归属；（3）对离职一年内入职者设独立研发项目，避免其直接参与与原单位技术高度相关的研发工作，或者推迟其作为发明人申请专利的时间；（4）上市准备期定期自查新增专利的发明人背景，及时排除隐患。

另一个常见的权属风险源于合作研发。硬科技企业为了加速技术创新，常常与高校、科研院所或其他企业进行合作研发。如果在合作协议中对研发成果的知识产权归属、使用权、收益分配等关键条款约定不明确，极易在合作结束后产生纠纷。对此，企业应通过签订详尽的合作研发协议规避知识产权风险，协议需明确：（1）各方带入合作的背景知识产权，并约定各方授予对方为实施本项目而免费使用其背景知识产权的普通许可；（2）合作产生的前景知识产权（专利、技术秘密等）的归属（优先约定由企业独占或关键领域独占，若共有则细化权利行使规则）；（3）专利申请维护责任及费用承担；（4）各方对合作中获悉的对方商业秘密和未公开技术信息的保密责任。此类协议可有效厘清权属、降低纠纷风险，并为IPO提供技术独立性支撑。

## 2.知识产权侵权风险

硬科技企业常面临知识产权无意侵权风险，包括专利、商标、著作权及商业秘密侵权。实务中，由于企业内部管理漏洞与知识产权意识薄弱，无意侵权的风险往往存在于立项、研发、产品上市等各环节中。

为防控风险，企业需建立全链条知识产权合规机制，具体表现为：立项前开展FTO分析以规避专利壁垒，研发中持续监控专利动态并设计规避方案，产品上市前审查名称、商标及宣传材料的合规性。同时，通过定期培训提升全员知识产权意识，完善内部举报机制，并对开源软件使用严格遵循许可协议。针对复杂问题，及时引入专业法律支持，确保从研发到商业化的全流程风险可控，降低侵权纠纷对企业发展的冲击。

特别强调，FTO分析的本质是对潜在的专利侵权风险进行系统性排查和评估，它通过对全球范围内的专利文献进行检索，识别出与企业核心技术或产品相关的、可能构成侵权风险的第三方有效专利，并对侵权可能性进行专业判断。<sup>17</sup>对于硬科技企业而言，知识产权侵权风险是香港联交所关注的重点。特别地，如果拟通过18C章寻求上市，香港《上市规则》明确要求申请人在上市文件中披露是否有侵犯第三方知识产权的正面声明，并就侵犯第三方知识产权的情况（如有）及其对业务的影响作出说明。<sup>18</sup>为此，对于硬科技企业，在IPO过程中，通常不可避免的需要聘请专门的知识产权律师进行FTO分析。

### 3.知识产权保护风险

与侵权风险相对应，硬科技企业还必须面对自身知识产权被他人侵犯的风险。如果不能有效保护自己的核心技术和品牌，企业的创新成果将被他人无偿使用，市场竞争力将被严重削弱，最终影响其长期发展和投资价值。企业应制定综合知识产权保护策略，构建多层次保护体系，形成专利、商标、著作权与商业秘密协同的立体化防护网络。同时，企业应建立常态化的侵权监测机制，及时发现和识别侵权行为。一旦发现侵权行为，企业必须果断采取法律手段予以制止，以维护自身合法权益。通过建立“布局-监测-维权”三位一体的知识产权保护体系，硬科技企业才能有效抵御被侵权的风险，确保其核心资产的安全，为成功IPO和长远发展奠定坚实基础。

### 4.知识产权诉讼风险

知识产权诉讼的发起方及其动机多种多样，但核心目的往往与商业竞争和利益获取紧密相关。在IPO这一特殊窗口期，诉讼的战略价值被放大，成为各方博弈的重要筹码。与此同时，知识产权恶意诉讼已成为企业面临的重要风险

17.宋新月、高莉、张素素，注册制下创新型企业IPO知识产权风险防范，2023年10月8日，<https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/ip-related-risks-prevention-for-innovative-enterprises-during-ipo-process-under-registration-system.html>。

18.《新上市申请人指南》第2.5章（特专科技公司）H.披露第55条知识产权（iv）：在「概要」及「风险因素」章节中概述任何知识产权侵权的风险，并披露由董事（由保荐人的尽职调查作佐证）就申请人是否有侵犯第三方知识产权的正面声明；若是，则披露相关细节以及其对申请人经营的潜在影响。

挑战，尤其在竞争激烈的科技领域，恶意诉讼不仅会直接造成经济损失，更会对企业上市进程和市场形象带来深远影响。区别于其他侵权民事诉讼，知识产权恶意诉讼被特别列为单独案由进行规制，主要源于知识产权的特殊性。首先，部分知识产权授权程序通常仅进行形式审查（如商标、外观设计专利），易导致恶意抢注、囤积等行为，进而通过批量诉讼扰乱市场秩序。其次，知识产权诉讼中的保全措施（如行为保全）可能对企业生产经营造成重大影响，在侵权未定情况下即可冻结被告财产或禁止其商业活动。加之知识产权作为无形财产，易被用作打击对手的突破口，成为用于狙击阻挠竞争对手的上市进程的“商战”工具。因此，建立专门规制机制，既需遏制权利滥用，也需平衡保护创新与公平竞争，以维护知识产权制度的正当性。<sup>19</sup>

## （二）网络安全与数据合规

随着数字经济的深入发展，数据已成为驱动硬科技创新的关键生产要素。然而，数据的收集、存储、使用和传输也伴随着日益严峻的法律风险。硬科技行业中，多个领域都深度依赖于数据的处理和应用，因此成为网络安全与数据合规监管的重点。其中，人工智能（AI）、智能网联汽车、生物医药等领域属于监管高度关注行业。这些行业处理的数据类型丰富且敏感，在人工智能（AI）领域，AI模型的训练和优化需要海量的数据，还可能涉及大量人脸识别、图像分析等敏感个人信息的处理。智能网联汽车在行驶过程中会收集大量的环境数据、车辆运行数据和用户个人信息，其中可能包含涉及国家安全的测绘数据。生物医药企业在研发过程中会处理大量涉及人类遗传资源和个人健康医疗数据，这些数据不仅受到《个人信息保护法》的严格保护，还受到《人类遗传资源管理条例》等特殊法规的规制。

19.胜永攀、颜寒，夜阑卧听风吹雨——知识产权恶意诉讼问题探析（一）：“恶意”从何来？中伦视界，2025年1月13日，<https://www.zhonglun.com/research/articles/54063.html>。

在港股IPO数据合规监管中，中国证监会、香港证监会及香港联交所基于各自法定职能形成差异化分工，均可能对发行人提出数据合规相关问询。对于计划赴港上市的中国内地硬科技企业而言，一个常见的疑问是赴港上市是否触发网络安全审查。首先，在通常情况下，企业赴港上市不直接触发《网络安全审查办法》中的主动申报要求。<sup>20</sup>若数据处理活动影响或可能影响国家安全，企业仍可能触发网络安全审查要求。<sup>21</sup>考虑到“影响国家安全”的界定标准并未完全明确，高度依赖数据处理与应用的硬科技企业上市申报时仍然存在一定程度的不确定性。依据境外上市备案新规等法规，中国证监会可能对境外上市备案中处理个人信息的情况、数据出境情况及网络安全审查等事项进行重点核查，并通过补充材料要求及律师法律意见核实合规性。

香港联交所也在《上市规则》及《ESG报告指引》中，对发行人业务运作中涉及的数据隐私及安全的合规性、风险管理以及信息披露提出了明确要求。近年监管问询已呈现颗粒度更细、结合行业特性更强的趋势，从原则性判断延伸至数据全生命周期穿透式审查，并针对不同行业及业务场景提出有针对性的合规要求。同时，即便是招股书中零散分布的涉数据处理业务描述，也成为两地监管机构的重要切入口，监管部门会通过“业务披露—合规映射”机制，将潜在相关的业务信息转化为定向问询，例如临床研究数据收集、跨境研发等均可能触发深入追问。若A1阶段未充分披露数据合规事项，则可能导致问询轮次增加、答复周期延长、法律意见修订频繁，显著提高整改与沟通成本，并影响整体上市进度。<sup>22</sup>

20. 《网络安全审查办法》第2条仅针对“关键信息基础设施运营者采购产品/服务”及“网络平台运营者赴国外上市”，香港上市不属于“国外上市”范畴。国家网信办《网络安全审查办法》答记者问（2021年）：明确“赴香港上市不影响国家安全的不适用审查”。参见：[http://www.legaldai-ly.com.cn/index/content/2022-02/15/content\\_8673928.htm](http://www.legaldai-ly.com.cn/index/content/2022-02/15/content_8673928.htm)。

21. 《网络数据安全管理条例（征求意见稿）》第十三条曾规定数据处理者赴香港上市，影响或者可能影响国家安全的，应当按照国家有关规定申报网络安全审查。但2024年9月正式发布的《网络数据安全管理条例》删除了该规定，与《网络安全审查办法》的规定相衔接。参见：李瑞、贾申、李梦涵，《宽严相济，张弛有道：〈网络数据安全管理条例〉主要亮点与合规参考》，中伦视界，2024年10月10日，<https://www.zhonglun.com/research/articles/53628.html>。

22. 蔡鹏、苏阳阳、唐静思，2024-2025年度IPO数据合规观察报告，中伦视界，2025年4月22日，<https://www.zhonglun.com/research/articles/54443.html>。

### (三) 出口管制与制裁

在全球技术竞争和地缘政治格局日益复杂的今天，美国利用其出口管制与经济制裁体系，对特定国家和领域的科技发展施加影响，已成为常态。这些管制措施不仅影响企业的供应链安全和市场准入，更直接关系到其在资本市场的估值、投资者信心乃至上市的成败，构成了中国硬科技企业在全球市场运营和寻求国际资本（如赴港上市）时，一道必须审慎跨越的“隐形红线”。

近年来，美国商务部工业与安全局（BIS）频繁更新管制清单，其规则的复杂性、管辖的广泛性以及执法的严厉性都在不断升级。例如，2024年3月更新的半导体出口管制规则，以及2025年针对AI模型权重和先进计算集群的新规，都精准地指向了硬科技产业的核心环节。<sup>23</sup>

#### 1.问题的由来

美国出口管制体系的宏观架构并非单一法规，而是一个由多个政府机构、多部法律和多层次清单构成的复杂网络，主要由**两个机构负责**，各自依据不同的法律授权，管辖不同类型的物项和活动。

商务部工业与安全局（Bureau of Industry and Security, BIS）	国务院国防贸易管制局（Directorate of Defense Trade Controls, DDTC）
依据《出口管制改革法案》（ECRA）和《出口管理条例》（EAR），主要负责管制具有商业和军事双重用途的物项。	依据《武器出口管制法》（AECA）及其配套的《国际武器贸易条例》（ITAR），主要管制纯军事用途的国防物品和国防服务。

<sup>23</sup> Robert Slack, Melissa Duffy, et al., U.S. Imposes New Export Controls on Advanced Artificial Intelligence Technologies and Chips, 2025 February 5, <https://www.fenwick.com/insights/publications/u-s-imposes-new-export-controls-on-advanced-artificial-intelligence-technologies-and-chips>.

美国出口管制体系的核心是《出口管理条例》（Export Administration Regulations, EAR） 、《国际武器贸易条例》（International Traffic in Arms Regulations, ITAR） 。EAR的管制逻辑可以概括为四个维度，企业需要从所有这些维度进行评估，以确定是否需要申请出口许可证。

物项管制（Item-based controls）	基于物项本身的技术参数和特性进行控制。EAR的核心是《商业管制清单》（CCL），它将受管制的物项按照技术特性分类，并赋予唯一的“出口管制分类编码”（ECCN）。
实体管制（Entity-based controls）	基于交易对手方的身份进行控制。BIS维护着多个限制性实体清单，其中最重要的是“实体清单”（Entity List）。与清单上的实体进行交易，通常会受到严格的许可证要求。
最终用途/用户管制（End-use/end-user controls）	即便物项本身不受CCL管制（如EAR99物项），但如果交易涉及受限制的最终用途或最终用户，也可能需要许可证。
地域管辖的延伸（Jurisdictional reach）	EAR的管辖权不仅限于美国境内。通过“外国直接产品规则”（FDPR），美国可以管辖在外国生产的、但使用了特定美国技术、软件或设备的产品。此外，通过“视同出口”（Deemed Export）规则，向在美国境内的外国公民发布受控技术，也可能被视为出口，同样受到管制。

在上述框架下，美国政府针对特定高风险领域设立了管制清单和限制措施。EAR项下由工业与安全局（BIS）维护的四大清单包括：实体清单（Entity List）、被拒绝人员清单（Denied Persons List）、未经核实清单（Unverified List）和军事最终用户清单（Military End-User List），用于限制特定物项出口

与特定对象交易。2022年BIS多次修订EAR规则，新增管制了高性能计算芯片、超级计算机以及先进半导体制造设备等物项，通信与导航等具军民两用属性的高科技领域也长期在美国出口管制范围内。

硬科技企业因其技术的前沿性、军民两用性及对国家战略的重要性，极易成为美国出口管制与制裁的重点关注对象。赴港上市过程中的信息披露（尤其是技术细节、供应链、客户名单）可能无意间为美国监管机构提供审查线索，或成为竞争对手/政治势力施压的依据，进而触发调查、列入实体清单、禁止采购关键美国技术/部件、冻结资产等严重后果，直接冲击企业核心业务、供应链稳定性和持续经营能力。

## 2.问题的判断

对于计划赴港上市的企业，必须首先判断自身业务是否涉及美国出口管制或制裁风险，可从以下几方面进行识别和评估：

### （1）受控物项识别

首先，识别物项是否受控的属性。详细梳理所有采购的关键原材料、零部件、设备、软件、技术数据，不仅关注最终产品，更要关注其包含的美国原产成分以及是否涉及美国技术。

然后，确定ECCN或USML分类。查询BIS发布的《商业管制清单》(CCL)，根据物项的技术参数、性能指标、功能描述确定其ECCN。若无法确定或物项未在CCL上列出，则属于“EAR99”（通常管制较松，但仍需遵守禁运国规定和最终用途/用户限制）。查询DDTC发布的《美国军需物品清单》(USML)，判断物项是否明确列入USML或其功能、性能达到USML描述的阈值。

最后，分析管制原因与国家/地区组别。确定ECCN后，查看其对应的管制原因和国家图表。根据目标客户/最终用户所在国家/地区，判断是否需要向BIS申请出口许可证。

### （2）交易方限制核查

核查公司的客户、分销商、供应商、最终用户乃至银行、货运代理等所有交易相关方，评估是否包含美国政府制裁或限制的对象。重点关注是否与美国

商务部的实体清单、军事最终用户清单或未经核实清单（Unverified List）所列对象有业务往来——若公司客户在实体清单上，向其出口受美国管制的物项需要事先许可。这可能切断公司获取美国关键技术或产品的渠道。<sup>24</sup>

### （3）受限国别业务

审查公司业务地域分布，识别公司业务是否直接或间接涉及OFAC实施全面制裁的国家或行业制裁。如果公司曾向这些国家出口产品、提供服务，或从这些国家进口原材料，抑或在当地有投资项目，则有可能构成重大合规风险。公司需评估交易是否涉及美国连结点，这可能导致交易受OFAC管辖。即便企业不在美国注册或运营，只要交易涉及美国连结点，就可能触发美国管制规定的适用。因此，企业应全面梳理自身供应链和客户所在地，确保未直接或间接涉足美国禁运的国家或地区。

## 3.问题的解决

面对出口管制与制裁风险，拟上市公司应当制定周密的合规对策，以降低对日常运营和资本运作的影响。主要的应对措施包括：

### （1）寻求出口管制律师的法律意见

针对具体业务场景，及时咨询精通出口管制/制裁法规的律师，获取专业的合规指导和书面法律意见。美国出口管制和制裁法规复杂多变，专业律师能够基于公司的产品技术属性、交易构架和参与各方，判断相关业务是否违反美国法律或需要特别许可。同时，公司应要求法律顾问对如何持续合规提出建议，从而构建起长期合规运营的基础。

### （2）评估对公司业务的影响

公司应当认真评估出口管制或制裁措施对公司日常运营和融资活动的实质性影响程度从以下角度对公司业务进行量化分析：

- 供应链风险：识别关键受管制物项（尤其是美国依赖度高、替代性差

<sup>24</sup>其他清单，如BIS的“未经核实清单”(UVL)、OFAC的“行业制裁识别清单”(SSIList)、“非SDN菜单式制裁清单”(NS-MBSList)等，也需根据业务情况进行筛查。

的），评估无法获得受管制物对研发、生产、交付的冲击程度，制定供应链韧性计划。

- 客户与市场风险：评估限制清单客户或受制裁国家/地区业务占比、收入贡献、战略重要性。分析失去这些客户或市场的财务影响和长期战略调整需求。
- 技术与研发风险：评估核心技术的管制属性，判断研发活动是否可能触发“视同出口”（Deemed Export）或“视同再出口”（Deemed Reexport）管制（EAR § 734.2(b)(3)），需要为外国国民获取受控技术申请许可证。

### **(3)采取替代措施**

为降低出口管制敏感度，公司可主动采取供应链替代或市场多元化措施。从供应链角度，应尽量减少对美国受控技术或零部件的依赖程度，探索能够使用非美国来源技术的替代方案。从市场客户角度，公司可以审慎调整客户结构，减少对被列入实体清单或制裁名单客户的销售依赖，开拓其他合规市场。通过优化供应链和客户组合，企业能够在一定程度上降敏处理，即降低业务对美国敏感要素的依赖度，从源头上缓释出口管制所带来的风险。此外，公司还应建立健全内部出口管制合规机制，设立专门的合规管理团队，定期对员工开展合规培训，从组织上保证上述措施的落实。<sup>25</sup>

### **4.问题的披露**

出口管制与制裁风险是香港上市信息披露和管控的关键事项。在上市过程中，公司必须准确、审慎地披露自身所面临的出口管制与制裁相关风险。无论是香港联交所2019年发布的《关于制裁风险的指引》（HKEX-GL101-19）还是历次更新的《新上市申请人指南》都强调：对于涉及重大制裁风险的申请人，必须在招股书的显著位置披露相关风险因素，包括受限活动的详情、外部法律顾问的分析意见、可能产生的法律责任及公司内部已采取的管控措施等。<sup>26</sup>因

25.顾萍、崔晓霞、许雨晴，从美国出口管制条例的最新修订看中国企业如何应对，中伦视界，2023年1月19日，<https://www.zhonglun.com/research/articles/9435.htm>。

26.最新见《新上市申请人指南》（2025年8月版）第4.4章制裁风险。

此，如涉及出口管制与制裁风险，则公司需高度重视，如实披露相关风险并采取力所能及的管控措施。

### 5.问题的延伸

与本文以上所谈及的其他法律问题不同，出口管制与制裁风险除需做到符合上市要求外，同时还需要重视因信息披露可能导致的出口管制与制裁的现实风险。上市过程中，公司需要对其业务模式进行详尽的描述，如有不当，极易招致美国相关监管机构的注意。因此，在可能存在出口管制与制裁风险的情况下，公司在招股书撰写和讨论时尤应对此高度敏感、充分重视，避免因上市信息披露导致公司业务招致现实的出口管制与制裁。

## SECTION 004

### 小结

硬科技企业赴港上市是一个系统性的工作。对于企业而言，如有赴港上市的预期，建议提前预判、提早布局，以便把握香港资本市场的窗口期机遇，在利用香港资本市场做大做强的同时，树立企业在香港甚至国际资本市场的品牌和声誉，赢得市场的尊重并带来更大的发展。



**沈进**  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3631  
[shenjin@zhonglun.com](mailto:shenjin@zhonglun.com)



**陈璵**  
非权益合伙人  
知识产权部  
北京办公室  
+86 10 5087 2940  
[chenjianbj@zhonglun.com](mailto:chenjianbj@zhonglun.com)



**胜永攀**  
合伙人  
知识产权部  
深圳办公室  
+0755 3325 6809  
[shengyongpan@zhonglun.com](mailto:shengyongpan@zhonglun.com)



**于治国**  
合伙人  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5796 5075  
[yuzhiguo@zhonglun.com](mailto:yuzhiguo@zhonglun.com)



# 生物医药企业 香港上市涉及的 数据合规问题

by 丁文昊 马佳镕 李海梦

---

生物医药企业在研发、注册和商业化的各环节都会收集和处理临床试验数据、受试者/患者个人信息、医学影像与实验记录，且常与医院、研究机构、CRO/SMO等多方协作，相关数据均属于高度敏感信息。鉴于境内外在生物医药及数据安全领域日益从严的监管趋势，发行人在赴港上市前应当结合产品管线、试验设计与数据流向，建立端到端的数据合规体系，避免因数据合规问题给香港上市造成实质障碍。

本文拟结合现行规则与实务经验，系统总结与分析生物医药企业香港上市涉及的数据合规问题，以供探讨与学习。

## SECTION 001

### 网络安全

---

#### (一) 适用范围

根据《网络安全审查办法》第二条的规定，网络安全审查的适用主体有两类，即“关键信息基础设施运营者”和“网络平台运营者”。同时，该法第十六条规定，“网络安全审查工作机制成员单位认为影响或者可能影响国家安全的网络产品和服务以及数据处理活动，由网络安全审查办公室按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后，依照本办法的规定进行审查。”《网络数据安全管理条例》第十三条规定：“网络数据处理者开展网络数据处理活动，影响或者可能影响国家安全的，应当按照国家有关规定进行国家安全审查。”

因此，我们理解，网络安全审查的触发机制存在以下两类情形：

1. 企业主动申报网络安全审查：（1）关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，且预判该产品和服务投入使用后可能带来国家安全风险；（2）掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup>经电话咨询中国网络安全审查认证和市场监管大数据中心，赴香港上市不属于“掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市”中所述的“赴国外上市”情形。

2. 监管部门依职权启动审查：网络安全审查工作机制成员单位认为影响或者可能影响国家安全的网络产品和服务以及数据处理活动，由网络安全审查办公室按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后，启动网络安全审查。

**通过对2025年1月1日至今港股首发上市的15家生物医药行业公司的公告进行检索，未见需主动申报网络安全审查的案例。**其中，脑动极光、讯飞医疗科技、维昇药业、派格生物医药、泰德医药、大众口腔等均论证并披露了公司不需要申报网络安全审查的理由，并承诺持续评估与沟通。

序号	证券代码	证券简称	首发公告日期	所属港交所行业(二级)
1	02591	银诺医药-B	2025-08-14	药品及生物科技
2	02627	中慧生物-B	2025-08-08	药品及生物科技
3	09887	维立志博-B	2025-08-07	药品及生物科技
4	02651	大众口腔	2025-08-04	医疗保健设备和服务
5	02592	拨康视云-B	2025-07-02	药品及生物科技
6	03880	泰德医药	2025-06-27	药品及生物科技
7	02609	佰泽医疗	2025-06-20	医疗保健设备和服务
8	02617	药捷安康-B	2025-06-20	药品及生物科技
9	01276	恒瑞医药	2025-06-19	药品及生物科技
10	02565	派格生物医药-B	2025-05-26	药品及生物科技
11	02629	MIRXES-B	2025-05-22	药品及生物科技
12	09606	映恩生物-B	2025-05-06	药品及生物科技
13	02561	维昇药业-B	2025-04-17	药品及生物科技
14	02506	讯飞医疗科技	2025-01-22	医疗保健设备和服务
15	06681	脑动极光-B	2025-01-07	医疗保健设备和服务

## (二) 网络安全内部管理

根据《网络安全法》第二十一条第一款：“国家实行网络安全等级保护制度。”根据等级保护对象在国家安全、经济建设、社会生活中的重要程度，以及一旦遭到破坏、丧失功能或者数据被篡改、泄露、丢失、损毁后，对国家安全、社会秩序、公共利益以及公民、法人和其他组织的合法权益的侵害程度等因素，等级保护对象的安全保护等级分五级，具体定级方式见下表：

业务信息安全/系统服务安全 被破坏时所侵害的客体	对相应客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第二级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

**实务中，建议发行人考虑在上市前完成定级备案并在招股书中披露备案情况。**相关案例参见：讯飞医疗科技披露其所有主要业务系统已取得信息系统安全等级保护备案证明，其中一项核心系统还获得了通信网络安全防护定级备案证明；大众口腔披露其已获得网络安全等级保护三级认证。

网络运营者应当按照网络安全等级保护制度的要求，履行安全保护义务，保障网络免受干扰、破坏或者未经授权的访问，防止网络数据泄露或者被窃取、篡改。具体合规要点整理见下表：

分类	合规要点	法规依据
网络安全运行安全管理体系机制	<p>网络安全内部管理机制:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.制定内部安全管理规章制度和操作规程;</li><li>2.确定网络安全负责人;</li><li>3.网络服务提供者不履行法律、行政法规规定的信息网络安全管理义务，经监管部门责令采取改正措施的，不得拒不改正。</li></ol> <p>网络安全必要的技术措施:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.采取防范计算机病毒和网络攻击、网络侵入等危害网络安全行为的技术措施;</li><li>2.采取监测、记录网络运行状态、网络安全事件的技术措施，并按照规定留存相关的网络日志不少于六个月;</li><li>3.采取数据分类分级管理:<ol style="list-style-type: none"><li>(1) 分类管理：参考国家有关部门发布的数据分类分级标准（例如《数据分类分级规则》《敏感个人信息处理要求》），结合业务/职能板块、数据来源和用途、管理便捷性等因素，对数据分类管理；</li><li>(2) 分级管理：综合考虑影响对象（指数据一旦遭到泄露、篡改、损毁或者非法获取、非法使用、非法共享后受到危害影响的对象，包括国家安全、经济运行、社会秩序、公共利益、组织权益、个人权益）和影响程度（即指数据一旦遭到泄露、篡改、损毁或者非法获取、非法使用、非法共享，可能造成的影响程度，对数据分级管理。）</li></ol></li><li>4.采取网络安全漏洞、恶意程序及安全缺陷的防范措施;</li><li>5.为网络产品、服务持续提供安全维护;</li><li>6.真实身份验证：为用户提供信息发布、即时通讯等服务，在与用户签订协议或者确认提供服务时，应当要求用户提供真实身份信息;</li><li>7.不得从事非法侵入他人网络、侵入计算机信息系统、干扰他人网络正常功能、破坏计算机信息系统、窃取网络数据等危害网络安全的活动；不得提供专门用于从事侵入网络、干扰网络正常功能及防护措施、窃取网络数据等危害网络安全活动的程序、工具；明知他人从事危害网络安全的活动的，不得为其提供技术支持、广告推广、支付结算帮助，或为其他网络犯罪活动提供帮助；</li><li>8.不得存在关于网络及计算机信息系统的违法犯罪行为；</li><li>9.不得存在违反治安管理的行为。</li></ol>	《网络安全法》第21条，《刑法》第286条之一。

分类	合规要点	法规依据
	<p>网络安全事件应对:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 网络运营者应当制定网络安全事件应急预案；</li> <li>2. 网络运营者及时处置系统漏洞、计算机病毒、网络攻击、网络侵入等安全风险；在发生危害网络安全的事件时，立即启动应急预案，采取相应的补救措施，并按照规定向有关主管部门报告。</li> </ol>	《网络安全法》第10、25、26条。
	<p>网络关键设备和网络安全专用产品认证:</p> <p>网络关键设备和网络安全专用产品应当按照相关国家标准的强制性要求，由具备资格的机构安全认证合格或者安全检测符合要求后，方可销售或者提供。</p>	《网络安全法》第23条。

## SECTION 002

### 数据安全

#### (一) 基于目标业务而存在数据出境活动

根据《个人信息保护法》第三章及《数据出境安全评估办法》，对于个人信息的跨境提供，除了满足个人信息保护基本法定义务外，还需满足法定的个人信息出境前置条件、接收方信息告知与获取单独同意、个人信息保护影响评估、数据出境安全评估与申报、与境外接收方订立约定有数据安全保护责任义务的法律文件等具体合规要求。

实践中，公司需要结合自身是否属于关键信息基础设施运营者、是否涉及重要数据出境、出境个人信息的数量等信息进行综合判断：

1. 关键信息基础设施运营者向境外提供任何个人信息或重要数据的，均需申报数据出境安全评估。
2. 除关键信息基础设施运营者以外的数据处理者向境外提供重要数据的，应当申报数据出境安全评估。根据《数据安全技术 数据分类分级规则》附

录G -重要数据识别指南，反映国家或地区群体健康生理状况，关系疾病传播与防治，关系食品药品安全，如涉及健康医疗资源、批量人口诊疗与健康管理、疾控防疫、健康救援保障、特定药品实验、食品安全溯源的数据可被识别为重要数据。

3. 自当年1月1日起累计向境外提供100万人以上个人信息（不含敏感个人信息）或者1万人以上敏感个人信息的一般数据处理者，应当申报数据出境安全评估；自当年1月1日起累计向境外提供10万人以上、不满100万个人信息（不含敏感个人信息）或者不满1万人敏感个人信息的一般数据处理者，应当依法与境外接收方订立个人信息出境标准合同或者通过个人信息保护认证。

**对于生物医药企业，需要特别注意涉及人口健康信息、健康医疗大数据、人类遗传资源及其他重要个人信息的出境备案管理和安全评估问题。合规要求的核心是境内存储为原则、跨境存储或传输需接受严格审核。**《人口健康信息管理办法（试行）》第十条第二款：“不得将人口健康信息在境外的服务器中存储，不得托管、租赁在境外的服务器。”《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》第三十条：“健康医疗大数据应当存储在境内安全可信的服务器上，因业务需要确需向境外提供的，应当按照相关法律法规及有关要求进行安全评估审核。”《中华人民共和国人类遗传资源管理条例（2024修订）》第二十八条第二款：“将人类遗传资源信息向外国组织、个人及其设立或者实际控制的机构提供或者开放使用的，应当向国务院卫生健康主管部门备案并提交信息备份。”

**根据证监会发布的境外发行上市备案补充材料要求，在生物医药行业，监管重点关注数据跨境传输以及人类遗传资源的掌握、采集和保管。**以长风药业股份有限公司为例，监管要求说明其在美国、欧洲等境外市场推进候选产品开发时，是否存在向境外传输数据或向第三方提供个人信息的情形。对于北京华昊中天生物医药股份有限公司，监管则要求披露公司及控股子公司掌握、采集、保管人类遗传资源的具体情况及已实施的管控与合规措施；同时，说明本

---

次发行后是否会出现外资控股从而掌握、采集、保管人类遗传资源的情形，以及是否存在违反《人类遗传资源管理条例》等法规的风险与应对。

## （二）基于上市而存在数据出境活动

企业赴境外发行证券并上市（含香港上市），如涉及数据出境的，需要遵守中国境内关于数据出境的相关规定。根据《数据安全法》第三十六条“非经中华人民共和国主管机关批准，境内的组织、个人不得向外国司法或者执法机构提供存储于中华人民共和国境内的数据。”

此外，根据《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》（〔2023〕44号），境内企业在境外发行证券和上市活动中应当遵守国家保密和档案管理的相关规定和要求，具体来说，境内企业在向境外机构或个人（包括证券公司、证券服务机构、境外监管机构等）提供或披露涉及国家秘密或国家机关工作秘密的资料、涉及国家安全的资料、会计档案及其复印件、中介机构工作底稿等重要资料前，应当严格按照国家有关规定履行相应程序。

根据证监会发布的境外发行上市备案补充材料要求，监管关注点集中于上市前后信息数据保护的安排和措施。以InSilico Medicine Cayman Top Co（英矽智能）为例，证监会要求公司说明主要境内运营实体对医疗数据、治疗记录及其他个人信息的收集使用情况，以及上市前后数据安全保障措施的安排；又如长风药业股份有限公司、Axbio International Limited（安序源）、上海宝济药业股份有限公司，均被要求明确上市前后信息数据保护的安排或措施。

分类	合规要点	法规依据
数据跨境	<p><b>关键信息基础设施相关义务：</b></p> <p>1.境内存储：关键信息基础设施的运营者在中华人民共和国境内运营中收集和产生的个人信息和重要数据应当在境内存储。</p> <p>2.安全评估：因业务需要，确需向境外提供的，应当按照国家网信部门会同国务院有关部门制定的办法进行安全评估。</p> <p><b>1.人口健康信息存储</b> 不得将人口健康信息在境外的服务器中存储，不得托管、租赁在境外的服务器。</p> <p><b>2.健康医疗大数据跨境义务</b> 健康医疗大数据应当存储在境内安全可信的服务器上，因业务需要确需向境外提供的，应当按照相关法律法规及有关要求进行安全评估审核。</p> <p><b>3.人类遗传资源</b></p> <p>(1) 利用我国人类遗传资源开展国际合作研究应当符合下列条件，并由合作双方共同提出申请，经国务院卫生健康主管部门批准：(一) 对我国公众健康、国家安全和社会公共利益没有危害；(二) 合作双方为具有法人资格的中方单位、外方单位，并具有开展相关工作的基础和能力；(三) 合作研究目的和内容明确、合法，期限合理；(四) 合作研究方案合理；(五) 拟使用的人类遗传资源来源合法，种类、数量与研究内容相符；(六) 通过合作双方各自所在国(地区)的伦理审查；</p> <p>(2) 将人类遗传资源信息向外国组织、个人及其设立或者实际控制的机构提供或者开放使用可能影响我国公众健康、国家安全和社会公共利益的，应当通过国务院卫生健康主管部门组织的安全审查。将我国人类遗传资源信息向境外组织、个人及其设立或者实际控制的机构提供或者开放使用的，应当向国务院科学技术主管部门事先报告并提交信息备份。利用我国人类遗传资源开展国际合作科学的研究产生的人类遗传资源信息，合作双方可以使用。</p> <p>(3) 境外组织、个人及其设立或者实际控制的机构不得在我国境内采集、保藏我国人类遗传资源，不得向境外提供我国人类遗传资源。</p> <p><b>4.个人信息</b></p> <p>(1) 因业务等需要，确需向中华人民共和国境外提供个人信息的，应当具备下列条件之一：1) 通过国家网信部门组织的安全评估；2) 按照国家网信部门的规定经专业机构进行个人信息保护认证；3) 按照国家网信部门制定的标准合同与境外接收方订立合同，约定双方的权利和义务；</p> <p>(2) 中华人民共和国缔结或者参加的国际条约、协定对向中华人民共和国境外提供个人信息的条件等有规定的，可以按照其规定执行。</p>	《个人信息保护法》第40条，《网络安全法》第37条。

### (三) 数据安全管理制度

根据《数据安全法》第二十七条，“开展数据处理活动的主体，应当建立健全全流程数据安全管理制度，组织开展数据安全教育培训，采取相应的技术措施和其他必要措施，保障数据安全……重要数据的处理者应当明确数据安全负责人和管理机构，落实数据安全保护责任。”具体合规要点总结如下：

分类	合规要点	法规依据
数据安全管理制度机制	<p>数据安全内部管理机制：</p> <p>1.开展数据处理活动的，应当依照法律、法规的规定建立健全全流程数据安全管理制度；</p> <p>2.组织开展数据安全教育培训。</p>	《数据安全法》第27条。
	<p>数据安全必要的技术措施：</p> <p>1.采取相应的技术措施和其他必要措施，保障数据安全；</p> <p>2.收集数据的方式合法、正当，不存在窃取或以其他非法方式获取数据。</p>	《数据安全法》第27、32条。
	<p>数据安全事件的应对：</p> <p>1.开展数据处理活动应当加强风险监测；</p> <p>2.发现数据安全缺陷、漏洞等风险时，应当立即采取补救措施，且不得存在如下构成违反治安管理行为：违反国家规定，对计算机信息系统中存储、处理、传输的数据和应用程序进行删除、修改、增加；</p> <p>3.发生数据安全事件时，应当立即采取处置措施，按照规定及时告知用户并向有关主管部门报告。</p>	《数据安全法》第29条，《治安管理处罚法》第29条。
	<p>关于数据交易中介的规定：</p> <p>从事数据交易中介服务的机构提供服务，应当要求数据提供方说明数据来源，审核交易双方的身份，并留存审核、交易记录。</p>	《数据安全法》第33条。
	<p>国家机关委托情况下的特别规定：</p> <p>国家机关委托他人建设、维护电子政务系统，存储、加工政务数据，应当经过严格的批准程序，并应当监督受托方履行相应的数据安全保护义务。受托方应当依照法律、法规的规定和合同约定履行数据安全保护义务，不得擅自留存、使用、泄露或者向他人提供政务数据。</p>	《数据安全法》第40条。
	<p>重要数据特别规定：</p> <p>1.开展重要数据识别工作，如有则采取重要数据备份和加密等措施；</p> <p>2.重要数据的处理者应当明确数据安全负责人和管理机构，落实数据安全保护责任；并按照规定对其数据处理活动定期开展风险评估，并向有关主管部门报送风险评估报告。</p> <p>风险评估报告应当包括处理的重要数据的种类、数量，开展数据处理活动的情况，面临的数据安全风险及其应对措施等。</p>	《网络安全法》第21条，《数据安全法》第27、30条。

## SECTION 003

## 个人信息保护

### (一) 原则性要求

根据《数据安全法》第三十二条，公司收集数据，应当采取合法、正当的方式，不得窃取或者以其他非法方式获取数据。法律、行政法规对收集、使用数据的目的、范围有规定的，应当在法律、行政法规规定的目的和范围内收集、使用数据。

根据《个人信息保护法》第五、六、七、十条，公司处理个人信息应当遵循合法、正当、必要、诚信的原则处理个人信息，不得通过误导、欺诈、胁迫等方式处理个人信息；遵循最小必要原则，处理个人信息应当具有明确、合理的目的，并应当与处理目的直接相关，采取对个人权益影响最小的方式，收集个人信息，应当限于实现处理目的的最小范围，不得过度收集个人信息；遵循公开、透明原则，公开个人信息处理规则，明示处理的目的、方式和范围；不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息；不得从事危害国家安全、公共利益的个人信息处理活动。

### (二) 个人信息全生命周期

#### 1、个人信息收集与使用（“告知-同意”）

根据《网络安全法》，网络产品和服务在收集个人信息时，应当遵循合法、正当、必要的原则，公开收集、使用规则，明示收集、使用信息的目的、方式和范围，并经被收集者同意。《个人信息保护法》规定，个人信息处理者在处理个人信息前，应当以显著方式、清晰易懂的语言真实、准确、完整地向个人告知下列事项：（一）个人信息处理者的名称或者姓名和联系方式；（二）个人信息的处理目的、处理方式，处理的个人信息种类、保存期限；（三）个人行使本法规定权利的方式和程序；（四）法律、行政法规规定应当告知的其他事项。

**生物医药行业涉及大量敏感个人信息<sup>2</sup>**，根据《个人信息保护法》第二十九条：“处理敏感个人信息应当取得个人的单独同意；法律、行政法规规定处理敏感个人信息应当取得书面同意的，从其规定。”特别地，在临床研究场景中，《药物临床试验质量管理规范》第二十三条的规定，研究者实施知情同意，应当遵守赫尔辛基宣言的伦理原则，同时遵循该规范的相关要求，例如使用经伦理委员会批准的最新版知情同意文件，在出现影响受试者决定的新信息时及时告知受试者或者其监护人，对未成年人、紧急情形或缺乏阅读能力的受试者应按规范获取监护人的书面知情同意。

实践中，证监会重点关注生物医药企业是否涉及开发及运营APP、小程序、公众号等产品情况，是否涉及收集和适用个人信息，以及上市前后治理的持续有效性<sup>3</sup>。建议发行人在招股书中明确产品类型、数据收集和处理规则、SDK和权限管理、同意与撤回机制、未成年人保护措施、用户规模及留存策略，回应监管核心关切。

## 2、共同处理、委托处理和对外提供

### (1) 共同处理

《个人信息保护法》第二十条：“两个以上的个人信息处理者共同决定个人信息的处理目的和处理方式的，应当约定各自的权利和义务。但是，该约定不影响个人向其中任何一个个人信息处理者要求行使本法规定的权利。”

**在共同处理模式下，各方均属于个人信息处理者。**各方应通过书面协议明确权利义务、个人权利受理与响应机制、责任分担与争议解决，但该约定不影响个人用户就其权利向任一方主张。**如发生侵权，原则上各方应承担连带责任。**

### (2) 委托处理

《个人信息保护法》第二十一条：“个人信息处理者委托处理个人信息的，

2.《个人信息保护法》第二十八条第一款：“敏感个人信息是一旦泄露或者非法使用，容易导致自然人的人格尊严受到侵害或者人身、财产安全受到危害的个人信息，包括生物识别、宗教信仰、特定身份、医疗健康、金融账户、行踪轨迹等信息，以及不满十四周岁未成年人的个人信息。”

3.案例参见：证监会在Axbio International Limited（安序源科技有限公司）、西安大医集团股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司等项目中的境外上市备案问询。

应当与受托人约定委托处理的目的、期限、处理方式、个人信息的种类、保护措施以及双方的权利和义务等，并对受托人的个人信息处理活动进行监督。”

**在委托处理模式下，受托人不属于个人信息处理者。**受托人的主要义务是按照约定处理个人信息，不得超出约定的处理目的、处理方式等处理个人信息，并在终止委托关系后，返还、删除个人信息。**而委托人则作为个人信息处理者履行《个人信息保护法》规定的关于个人信息处理者的义务。**

### (3) 对外提供

《个人信息保护法》第二十三条：“个人信息处理者向其他个人信息处理者提供其处理的个人信息的，应当向个人告知接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式和个人信息的种类，并取得个人的单独同意。接收方应当在上述处理目的、处理方式和个人信息的种类等范围内处理个人信息。接收方变更原先的处理目的、处理方式的，应当依照本法规定重新取得个人同意。”

**在生物医药领域，常见的对外提供包括向合作研发方、联合研究牵头方或药物警戒合作网络共享去标识化<sup>4</sup>数据集；即使已去标识化，仍应评估再识别风险并以合同约束接收方不得尝试还原。**

## 3、利用个人信息进行自动化决策

根据《个人信息保护法》，个人信息处理者利用个人信息进行自动化决策，应当保证决策的透明度和结果公平、公正，不得对个人在交易价格等交易条件上实行不合理的差别待遇。通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销，应当同时提供不针对其个人特征的选项，或者向个人提供便捷的拒绝方式。通过自动化决策方式作出对个人权益有重大影响的决定，个人有权要求个人信息处理者予以说明，并有权拒绝个人信息处理者仅通过自动化决策的方式作出决定。

## 4、个人信息存储

### (1) 存储地点

4. 《个人信息保护法》第七十三条，去标识化是指个人信息经过处理，使其在不借助额外信息的情况下无法识别特定自然人的过程。

---

存储地点应当符合前文“二、数据安全”之“数据出境”部分的相关法律法规。人口健康信息、健康医疗大数据、人类遗传资源及其他重要个人信息，原则上应当于境内安全可信的服务器存储，确因业务需要向境外提供或被境外主体远程访问的，需接受严格审核。

### (2) 存储时间

对于生物医药企业，临床试验源文件<sup>5</sup>中记载的源数据<sup>6</sup>由公司委托的研究机构根据《药物临床试验质量管理规范》的规定进行保存。必备文件<sup>7</sup>的保存期限、费用由公司和研究机构在相关合同中进行约定，并遵守《药物临床试验质量管理规范》对最低保存期限的规定。

针对存储期届满的个人信息删除详见下文“个人信息删除”部分。

## 5、个人信息转移

《个人信息保护法》规定，个人信息处理者因合并、分立、解散、被宣告破产等原因需要转移个人信息的，应当向个人告知接收方的名称或者姓名和联系方式。

## 6、信息公开披露

根据《个人信息保护法》，个人信息处理者不得公开其处理的个人信息，取得个人单独同意的除外；个人信息处理者公开个人信息的，应当事前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。

## 7、个人信息删除

根据《个人信息保护法》，有下列情形之一的，个人信息处理者应当主动删除个人信息；个人信息处理者未删除的，个人有权请求删除：（一）处理目的已实现、无法实现或者为实现处理目的不再必要；（二）个人信息处理者停止提供产品或者服务，或者保存期限已届满；（三）个人撤回同意；（四）个

---

5. 临床试验中产生的原始记录、文件和数据，如医院病历、医学图像、实验室记录、备忘录、受试者日记或者评估表、发药记录、仪器自动记录的数据、缩微胶片、照相底片、磁介质、X光片、受试者文件，药房、实验室和医技部门保存的临床试验相关的文件和记录，包括核证副本等。源文件包括了源数据，可以以纸质或者电子等形式的载体存在。

6. 临床试验中的原始记录或者核证副本上记载的所有信息，包括临床发现、观测结果以及用于重建和评价临床试验所需要的其他相关活动记录。

7. 能够单独或者汇集后用于评价临床试验的实施过程和试验数据质量的文件。

人信息处理者违反法律、行政法规或者违反约定处理个人信息；（五）法律、行政法规规定的其他情形。法律、行政法规规定的保存期限未届满，或者删除个人信息从技术上难以实现的，个人信息处理者应当停止除存储和采取必要的安全保护措施之外的处理。

## 8、个人信息主体权益保护合规义务

《个人信息保护法》第四章明确了“个人在个人信息处理活动中的权利”，包括查阅、更正、补充、删除个人信息，撤回授权，转移个人信息/获取个人信息副本、保障逝者近亲属权益及可携带权等权利。

生物医药企业应响应个人信息主体的请求，应当建立便捷的个人行使权利的申请受理和处理机制。拒绝个人行使权利的请求的，应当说明理由。

### （三）个人信息保护合规要点总结

分类	合规要点	法规依据
告知 1.一般告知义务	<p>(1) 收集个人信息前是否通过显著方式、清晰易懂的语言真实、准确、完整地向个人告知下列事项：1) 个人信息处理者的名称、联系方式；2) 个人信息的处理目的、处理方式、处理的个人信息种类、保存期限；3) 个人行使法律规定权利的方式和程序，包括但不限于查阅、复制、转移、更正、补充、删除其个人信息的方式和途径以及个人信息保护负责人的联系方式。</p> <p>(2) 前述事项变更时应告知个人。</p> <p>(3) 通过制定个人信息处理规则的方式告知前述事项的，处理规则应当公开，并且便于查阅和保存。</p> <p>(4) 研究者实施知情同意，应当遵守赫尔辛基宣言的伦理原则，并符合以下要求：1) 研究者应当使用经伦理委员会同意的最新版的知情同意书和其他提供给受试者的信息。如有必要，临床试验过程中的受试者应当再次签署知情同意书。2) 研究者获得可能影响受试者继续参加试验的新信息时，应当及时告知受试者或者其监护人，并作相应记录。3) 研究人员不得采用强迫、利诱等不正当的方式影响受试者参加或者继续临床试验。4) 研究者或者指定研究人员应当充分告知受试者有</p>	《刑法》第253条之一，《个人信息保护法》第7、17、18、22、23、30、44、57条，《数据安全法》第29条，《网络安全法》第22、42条，《药物临床试验质量管理规范》第23条。

分类	合规要点	法规依据
	关临床试验的所有相关事宜，包括书面信息和伦理委员会的同意意见。5) 知情同意书等提供给受试者的口头和书面资料均应当采用通俗易懂的语言和表达方式，使受试者或者其监护人、见证人易于理解。6) 签署知情同意书之前，研究者或者指定研究人员应当给予受试者或者其监护人充分的时间和机会了解临床试验的详细情况，并详尽回答受试者或者其监护人提出的与临床试验相关的问题。	
2.敏感个人信息处理的告知义务	处理敏感个人信息的，除了满足“一般告知义务的要求”外，还应当以显著方式向个人告知处理敏感个人信息的必要性以及对个人权益的影响。	
3.间接收集场景下的告知义务	(1) 个人信息处理者向其他个人信息处理者提供其处理的个人信息的，应当向个人告知接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式和个人信息的种类。 (2) 因合并、分立、解散、被宣告破产等原因需要转移个人信息的，应向个人告知接收方的名称或姓名和联系方式。	
4.数据跨境的告知义务	个人信息处理者向中华人民共和国境外提供个人信息的，应当向个人告知境外接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式、个人信息的种类以及个人向境外接收方行使本法规定权利的方式和程序等事项。	
5.提供个人信息的告知义务	个人信息处理者向其他个人信息处理者提供其处理的个人信息的，应当向个人告知接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式和个人信息的种类。	
6.告知的例外情形	(1) 法律、行政法规规定应当保密或者不需要告知的情形； (2) 紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全无法及时向个人告知的，个人信息处理者应当在紧急情况消除后及时告知。	

分类		合规要点	法规依据
同意	1. 一般同意	<p>(1) 一般的授权同意要求：取得个人的同意情况下，个人信息处理者方可处理个人信息，经个人同意的，应在个人充分知情的前提下自愿、明确作出。</p> <p>(2) 同意的例外情形：处理个人信息需经个人信息主体授权同意，存在以下情形的无需征得个人信息主体同意：为订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需，为履行法定职责或者法定义务所必需，例如基于反洗钱和反恐怖融资要求；为应对突发公共卫生事件，或者紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全所必需等。</p> <p>(3) 受试者的同意：1) 受试者或者其监护人，以及执行知情同意的研究者应当在知情同意书上分别签名并注明日期，如非受试者本人签署，应当注明关系。2) 若受试者或者其监护人缺乏阅读能力，应当有一位公正的见证人见证整个知情同意过程。研究者应当向受试者或者其监护人、见证人详细说明知情同意书和其他文字资料的内容。如受试者或者其监护人口头同意参加试验，在有能力情况下应当尽量签署知情同意书，见证人还应当在知情同意书上签字并注明日期，以证明受试者或者其监护人就知情同意书和其他文字资料得到了研究者准确的解释，并理解了相关内容，同意参加临床试验。3) 受试者或者其监护人应当得到已签署姓名和日期的知情同意书原件或者副本和其他提供给受试者的书面资料，包括更新版知情同意书原件或者副本，和其他提供给受试者的书面资料的修订文本。4) 受试者为无民事行为能力的，应当取得其监护人的书面知情同意；受试者为限制民事行为能力的人的，应当取得本人及其监护人的书面知情同意。当监护人代表受试者知情同意时，应当在受试者可理解的范围内告知受试者临床试验的相关信息，并尽量让受试者亲自签署知情同意书和注明日期。5) 紧急情况下，参加临床试验前不能获得受试者的知情同意时，其监护人可以代表受试者知情同意，若其监护人也不在场时，受试者的入选方式应当在试验方案以及其他文件中清楚表述，并获得伦理委员会的书面同意；同时应当尽快得到受试者或者其监护人可以继续参加临床试验的知情同意。6) 当受试者参加非治疗性临床试验，应当由受试者本人在知情同意书上签字同意和注明日期。7) 病史记录中应当记录受试者知情同意的具体时间和人员。8) 儿童作为受试者，应当征得其监护人的知情同意并签署知情同意书。</p>	《刑法》第253条之一，《民法典》第1036条、《个人信息保护法》第13、14、15、17、18、21、22、23、25、26、27、29、31、44、55条，《网络安全法》第21、41、42条，《药物临床试验质量管理规范》第23条，《中华人民共和国未成年人保护法》第72条，《全国人民代表大会常务委员会关于加强网络信息保护的决定》第二条。

分类	合规要点	法规依据
2.单 独同 意	<p>发生以下情况应当取得个人单独同意：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 向其他个人信息处理者提供个人信息的；</li> <li>(2) 个人信息处理者要公开其处理的个人信息的；</li> <li>(3) 在公共场所安装图像采集、个人身份识别设备，应当为维护公共安全所必需并设置显著的提示标识，所采集的个人图像、身份识别信息只能用于维护公共安全目的，除非取得个人单独同意；</li> <li>(4) 向中华人民共和国境外提供个人信息。</li> </ul>	
3.重 新取 得同 意	<p>(1) 发生处理目的、处理方式和种类发生变更的情况，个人信息处理者应当重新取得个人同意；</p> <p>(2) 对外提供个人信息的，接收方应当在上述处理目的、处理方式和个人信息的种类等范围内处理个人信息；接收方变更原先的处理目的、处理方式的，应当依照本法规定重新取得个人同意；</p> <p>(3) 因合并、分立、解散、被宣告破产等原因需要转移个人信息的，接收方变更原先的处理目的、处理方式的，应当重新取得个人同意。</p> <p>上述（2）（3）情形中，公司应在合作协议等文本中，与相关接收方约定重新取得个人信息主体同意的情形和责任承担方式。</p>	
4.敏 感个 人信 息特 别要 求	<p>(1) 处理敏感个人信息应当取得个人的单独同意；</p> <p>(2) 个人信息处理者处理不满十四周岁未成年人个人信息的，应当取得未成年人的父母或者其他监护人的同意，并制定专门的个人信息处理规则；</p> <p>(3) 处理敏感个人信息，个人信息处理者应当事前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。</p>	

分类	合规要点	法规依据
存储	<p>存储期限要求：</p> <p>1.个人信息存储应为实现处理目的所必需的最短时间。</p> <p>2.临床试验所有记录应当至少保存至临床试验结束后5年。</p> <p>3.门（急）诊电子病历由医疗机构保管的，保存时间自患者最后一次就诊之日起不少于15年；住院电子病历保存时间自患者最后一次出院之日起不少于30年。</p> <p>4.影像资料保存10年以上，至少3年在线，可供快速调阅、浏览和诊断使用。按照卫生计生行政部门有关要求及时上传影像资料数据信息。</p> <p>5.日志记录：网络日志不少于六个月。</p>	《个人信息保护法》第19条，《网络安全法》第21条，《药物临床试验质量管理规范》第15条，《电子病历应用管理规范（试行）》第19条，《医学影像诊断中心管理规范（试行）》三、（十一）。
	<p>存储的技术安全性要求：采取必要措施保障所处理的个人信息的安全；不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息。</p>	《个人信息保护法》第九条、第十条。
	<p>传输&amp;存储管理要求：</p> <p>1.健康医疗大数据存储：(1) 委托有关机构存储、运营健康医疗大数据，委托单位与受托单位共同承担健康医疗大数据的管理和安全责任。(2) 受托单位的存储工作要求：严格按照相关法律法规和委托协议做好健康医疗大数据的存储、管理与运营工作。(3) 应当建立可靠的数据容灾备份工作机制，定期进行备份和恢复检测，确保数据能够及时、完整、准确恢复，实现长期保存和历史数据的归档管理。</p> <p>2.人类遗传资源保藏：保藏我国人类遗传资源、为科学的研究提供基础平台的，应当符合下列条件，并经国务院科学技术行政部门批准：(一) 具有法人资格；(二) 保藏目的明确、合法；(三) 保藏方案合理；(四) 拟保藏的人类遗传资源来源合法；(五) 通过伦理审查；(六) 具有负责人类遗传资源管理的部门和保藏管理制度；(七) 具有符合国家人类遗传资源保藏技术规范和要求的场所、设施、设备和人员。</p>	《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》第18、32条，《生物安全法》第56条，《人类遗传资源管理条例》第14条。

分类	合规要点	法规依据
使用	<p><b>委托处理：</b></p> <p>1.个人信息处理者应当与受托人约定委托处理的目的、期限、处理方式、个人信息的种类、保护措施以及双方的权利和义务等，并对受托人的个人信息处理活动进行监督；</p> <p>2.个人信息处理者委托处理个人信息的，应事先进行个人信息保护影响评估；</p> <p>3.申办者委托给合同研究组织的工作应当签订合同，但申办者仍然是临床试验数据质量和可靠性的最终责任人，应当监督合同研究组织承担的各项工作。</p>	《个人信息保护法》第21、55条，《药物临床试验质量管理规范》第33条。
	<p><b>受托处理：</b></p> <p>1.按约处理个人信息：受托人应当按照约定处理个人信息，不得超出约定的处理目的、处理方式等处理个人信息；委托合同不生效、无效、被撤销或者终止的，受托人应当将个人信息返还个人信息处理者或者予以删除，不得保留；</p> <p>2.一般不得转委托：未经个人信息处理者同意，受托人不得转委托他人处理个人信息；</p> <p>3.协助义务：接受委托处理个人信息的受托人，应当采取必要措施保障所处理的个人信息的安全，并协助个人信息处理者履行《个人信息保护法》规定的义务。</p>	《个人信息保护法》第21、59条。
	<p><b>共同处理：</b>两个以上的个人信息处理者共同决定个人信息的处理目的和处理方式的，应当约定各自的权利和义务。但是，该约定不影响个人向其中任何一个个人信息处理者要求行使本法规定的权利。</p>	《个人信息保护法》第20条。
	<p><b>自动化决策：</b></p> <p>1.个人信息处理者利用个人信息进行自动化决策的一般要求：（1）应当保证决策的透明度和结果公平、公正； (2)不得对个人在交易价格等交易条件上实行不合理的差别待遇；</p> <p>2.通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销，应当同时提供不针对其个人特征的选项，或者向个人提供便捷的拒绝方式；</p> <p>3.通过自动化决策方式作出对个人权益有重大影响的决定，个人有权要求个人信息处理者予以说明，并有权拒绝个人信息处理者仅通过自动化决策的方式作出决定；</p> <p>4.利用个人信息进行自动化决策的，个人信息处理者应当事前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录；</p> <p>5.在中华人民共和国境内应用算法推荐技术提供互联网信息服务（以下简称算法推荐服务）的，需履行《互联网信</p>	《个人信息保护法》第24、44、55条，《互联网信息服务算法推荐管理规定》。

分类	合规要点	法规依据
	息服务算法推荐管理规定》所规定的义务，除上述4项要点外重点还包括：（1）对用户模型和用户标签进行审查，不引入违法和不良信息关键词；（2）以显著方式告知用户其提供算法推荐服务的情况，并以适当方式公示算法推荐服务的基本原理、目的意图和主要运行机制等；（3）算法推荐服务提供者应当设置便捷有效的用户申诉和公众投诉、举报入口，明确处理流程和反馈时限，及时受理、处理并反馈处理结果。	
提供	向第三方提供的要求： 1.个人信息处理者向其他个人信息处理者提供其处理的个人信息的，应当向个人告知接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式和个人信息的种类，并取得个人的单独同意； 2.向其他个人信息处理者提供个人信息的，个人信息处理者应当时前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。	《刑法》第253条之一，《个人信息保护法》第23、55条，《网络安全法》第42条。
公开	一般不得公开个人信息： 1.个人信息处理者不得公开其处理的个人信息，取得个人单独同意的除外； 2.公开个人信息前，个人信息处理者应当时前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。	《个人信息保护法》第25、55条。
删除	需删除个人信息的情形： 1.个人信息处理者主动删除个人信息的一般情况：发生以下情形的，个人信息处理者应该主动删除个人信息： （1）处理目的已实现、无法实现或者为实现处理目的不再必要；（2）个人信息处理者停止提供产品或者服务，或者保存期限已届满；（3）个人撤回同意；（4）个人信息处理者违反法律、行政法规或者违反约定处理个人信息； 2.响应个人请求的删除：（1）个人发现网络运营者违反法律、行政法规的规定或者双方的约定收集、使用其个人信息的，有权要求网络运营者删除其个人信息；（2）个人发现网络运营者收集、存储的其个人信息有错误的，有权要求网络运营者予以更正。网络运营者应当采取措施予以删除或者更正； 3.委托处理个人信息情况下的删除：个人信息处理者委托处理个人信息的，委托合同不生效、无效、被撤销或者终止的，受托人应当将个人信息返还个人信息处理者或者予以删除，不得保留。	《个人信息保护法》第21、44、47条，《数据安全法》第43条，《网络安全法》第43条。

分类	合规要点	法规依据
数据主体/个人信息主体权利	<p>建立投诉、举报，以及受理个人权利申请的机制：</p> <p>1.个人信息处理者建立个人行使权利的申请受理和处理机制的义务：个人信息处理者应当建立便捷的个人行使权利的申请受理和处理机制。拒绝个人行使权利的请求的，应当说明理由；</p> <p>2.网络运营者建立投诉、举报渠道的义务：网络运营者应当建立网络信息安全投诉、举报制度，公布投诉、举报方式等信息，及时受理并处理有关网络信息安全的投诉和举报。</p>	《个人信息保护法》第50条，《网络安全法》第49条。
	<p>限制和拒绝权：</p> <p>1.个人对其个人信息的处理享有知情权、决定权，有权限制或者拒绝他人对其个人信息进行处理。</p> <p>2.个人信息处理者不得以个人不同意处理其个人信息或者撤回同意为由，拒绝提供产品或者服务；处理个人信息属于提供产品或者服务所必需的除外。</p>	《个人信息保护法》第16、44条。
	查阅、复制的权利：个人请求查阅、复制其个人信息的，个人信息处理者应当及时提供，法律、行政法规规定应当保密或者不需要告知的情形除外。	《个人信息保护法》第45条。
	可携带权：个人请求将个人信息转移至其指定的个人信息处理者，符合国家网信部门规定条件的，应当为其提供转移的途径。	《个人信息保护法》第45条。
	更正、补充信息的权利：个人发现其个人信息不准确或者不完整的，有权请求个人信息处理者更正、补充。	《个人信息保护法》第46条。
	要求解释规则的权利：个人有权要求个人信息处理者对其个人信息处理规则进行解释说明。	《个人信息保护法》第48条。
	死者近亲属的权利自然人死亡的，其近亲属为了自身的合法、正当利益，可以对死者的相关个人信息行使本章规定的查阅、复制、更正、删除等权利；死者生前另有安排的除外。	《个人信息保护法》第49条。

分类	合规要点	法规依据
个人信息保护管理机制	<p>个人信息保护内部管理机制：</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.制定内部管理制度和操作规程；</li><li>2.合理确定个人信息处理的操作权限；</li><li>3.定期对从业人员进行安全教育和培训；</li><li>4.处理个人信息达到国家网信部门规定数量的个人信息处理者应当指定个人信息保护负责人，负责对个人信息处理活动以及采取的保护措施等进行监督；并将个人信息保护负责人的姓名、联系方式等报送履行个人信息保护职责的部门；</li><li>5.定期对其处理个人信息遵守法律、行政法规的情况进行合规审计；</li><li>6.在处理个人信息事前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。个人信息保护影响评估应当包括下列内容：（1）个人信息的处理目的、处理方式等是否合法、正当、必要；（2）对个人权益的影响及安全风险；（3）所采取的保护措施是否合法、有效并与风险程度相适应。个人信息保护影响评估报告和处理情况记录应当至少保存三年。</li></ol>	《个人信息保护法》第51、52、54、55、56条。
	<p>个人信息保护必要的技术措施：</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.对个人信息实行分类管理；</li><li>2.采取相应的加密、去标识化等安全技术措施。</li></ol>	《个人信息保护法》第51条。
	<p>个人信息安全事件应对：</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.制定并组织实施个人信息安全事件应急预案；</li><li>2.发生或者可能发生个人信息泄露、篡改、丢失的，立即采取补救措施，并通知履行个人信息保护职责的部门和个人。通知应当包括下列事项：（1）发生或者可能发生个人信息泄露、篡改、丢失的信息种类、原因和可能造成危害；（2）个人信息处理者采取的补救措施和个人可以采取的减轻危害的措施；（3）个人信息处理者的联系方式；个人信息处理者采取措施能够有效避免信息泄露、篡改、丢失造成危害的，个人信息处理者可以不通知个人；履行个人信息保护职责的部门认为可能造成危害的，有权要求个人信息处理者通知个人。</li></ol>	《个人信息保护法》第51、57条。
	<p>重要互联网平台管理义务：</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1.按照国家规定建立健全个人信息保护合规制度体系，成立主要由外部成员组成的独立机构对个人信息保护情况进行监督；</li><li>2.遵循公开、公平、公正的原则，制定平台规则，明确平台内产品或者服务提供者处理个人信息的规范和保护个人信息的义务；</li><li>3.对严重违反法律、行政法规处理个人信息的平台内的产品或者服务提供者，停止提供服务；</li><li>4.定期发布个人信息保护社会责任报告，接受社会监督。</li></ol>	《个人信息保护法》第58条。

生物医药行业需要大量触及重要数据与敏感个人信息。医疗数据通过互联网流通、共享的趋势愈发明显，健康医疗数据合规问题日益受到重视。在医疗数据上云、互联互通和对外协作增多的背景下，数据合规的挑战也日益严峻。一旦违规，企业可能面临巨额罚款、声誉受损和承担相应的法律责任。

建议生物医药企业根据自身业务模式与数据链路完成数据盘点与分类分级，明确重要数据与人类遗传资源的边界；深入研究中国的数据合规相关法律、有关医疗大数据的专项法律法规，落实网络安全、数据安全和个人信息保护方面的义务；涉及数据跨境的企业，将合规问题前置考虑，同时密切关注海外监管动态。



丁文昊  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3610  
[dingwenhao@zhonglun.com](mailto:dingwenhao@zhonglun.com)



# 新消费企业赴港上市 的热点法律问题

by 郑泽坤

近年来，中国消费市场正经历一场结构性变革，以数字化、个性化和体验化为核心驱动力的新消费浪潮，催生了一大批极具创新活力和增长潜力的企业，代表性领域包括新零售（线上线下一体化零售模式）、新餐饮（融合互联网的餐饮业态）、新茶饮（茶饮连锁品牌）、美妆个护（新兴国货美妆品牌）、潮玩（潮流玩具）、国潮品牌（融入中国文化元素的本土品牌）、宠物经济（宠物食品用品及服务市场）等。<sup>1</sup>这些企业在重塑产业格局的同时，也对资本市场提出了新的诉求。作为全球领先的国际金融中心，香港资本市场凭借其成熟的法律体系、开放的融资环境以及对“新经济”的持续拥抱，<sup>2</sup>正成为越来越多境内新消费企业实现价值发现与国际化布局的首选之地。2025年以来，新消费、人工智能、创新医药被并称为港股市场的“三大亮点”，带动港股一度领跑全球市场行情。<sup>3</sup>新消费行业正迅速成长为香港资本市场的重要支柱之一。本文旨在梳理并剖析境内新消费企业在赴港上市过程中面临的热点法律问题，旨在提供一份兼具理论与实务的参考指南。

## SECTION 001

### 第三方支付

#### (1) 情况与成因

第三方支付（Third-Party Payment），在香港IPO审核语境下，指拟上市企业（发行人）收到的、付款方并非其合同交易对方（客户）的款项，是直接触及收入真实性与内部控制有效性的实质问题。

在新消费企业（尤其是采用加盟模式或深耕下沉市场的企业）的日常经营

1.Daniel Hui, Daniel Zipser, Junna Shi, et al., Chinese consumption amid the new reality, McKinsey & Company, 2025 May 7, <https://www.mckinsey.com/cn/our-insights/our-insights/chinese-consumption-amid-the-new-reality>.  
2.HKEX: How listing reforms helped HKEX become the go-to global fundraising hub for companies of tomorrow, 2023 April 28, [https://www.hkexgroup.com/Media-Centre/Insight/Insight/2023/Katherine-Ng/5-Years-On-HKEXs-Listings-Journey?sc\\_lang=en](https://www.hkexgroup.com/Media-Centre/Insight/Insight/2023/Katherine-Ng/5-Years-On-HKEXs-Listings-Journey?sc_lang=en).  
3.吴玉华、胡雨，港股市场持续走强 机构看好三大投资方向，中国证券报，2025年6月12日，<https://www.stcn.com/article/detail/1968465.html>。

中，普遍存在客户或加盟商通过第三方账户向发行人支付货款的情形，出现该情形的原因与消费行业客户结构和财务习惯有关：新消费企业的客户、加盟商多分布于三四线城市及县域市场，主体以个体工商户、小微企业为主，财务管理规范性不足，个人账户与经营账户混用现象普遍。下沉市场客户、加盟商资金实力有限，面临账期压力或临时性资金短缺时，常通过亲属、合伙人、员工、供应链伙伴或其他资金方等第三方代为支付货款以缓解现金流压力。在移动支付高度普及的今天，部分客户可能仅出于操作上的便利，使用手头最方便的账户（如个人微信、支付宝绑定的银行卡）完成支付，而未严格遵守对公转账的规范要求。

## （2）主要法律风险

商业上的“惯例”并不能豁免其法律风险。第三方支付可能引发多重法律合规风险：首先，交易真实性存疑。由于付款人与合同相对方不一致，若发行人无法提供充分证据证明第三方支付与真实交易的关联性，可能导致收入与真实业务不匹配，被怀疑虚构交易、虚增收入等。其次，内控有效性不足。大量第三方支付表明公司在收款环节缺乏有效管控，资金流与业务流无法形成闭环核查。这可能导致应收账款管理困难，财务记录不准确，并影响内部控制的有效性认定。<sup>4</sup>再次，潜在的法律纠纷与合规风险。第三方支付可能因代付关系不清、资金权属争议或债务纠纷，导致发行人卷入客户与付款方之间的法律诉讼，或面临付款方主张返还货款的风险。若第三方支付资金来源存在违法性（如非法集资、洗钱），发行人可能被卷入相关法律纠纷，甚至承担连带责任，影响经营稳定性。以上风险若未妥善解决，不仅可能影响发行人的财务稳健性，还会引起上市审核对公司合规性的质疑。<sup>5</sup>

## （3）核查要求

面对监管的高度关注，拟上市企业需要与保荐人、律师、审计师等中介机

4.毕马威中国：【民营企业风控之路系列九】把握监管趋势，助力企业上市，拟IPO企业的第三方回款要点，2023年5月15日，<https://mp.weixin.qq.com/s/1TDQiqDb4vzsjV-3tXReA>  
5.见上。

构紧密合作，开展全面、细致的核查工作，以详实的数据和过硬的证据链条，证明历史第三方支付的商业合理性与交易真实性。

首先，数量金额核查。发行人需统计报告期内涉及第三方支付的交易总额及其占各期收入的比例，分类说明不同类型第三方付款的金额及占比是否处于合理可控范围。这一点往往在招股书中直接披露，以使投资者了解第三方支付的规模。

其次，背景真实性核查。需深入核实第三方支付的真实背景和合理性，包括付款方与合同客户的关系、采用第三方付款的商业原因及必要性，确认该安排符合行业经营特点。对于此类不一致收款事项，中介机构通常要求调取交易合同、业务记录等证据，取得客户及第三方付款人的书面确认函，以核实委托付款的真实性和资金来源的合法性。确认函内容一般包括：交易确系真实发生，第三方付款系因双方自愿安排，付款资金来源合法合规，付款人和客户之间不存在法律禁止的关系或利益输送，且付款人认可款项用于履行客户义务、自身对此不持异议、不向发行人主张权利等。通过上述核查与确认，监管层旨在确保发行人不存在以第三方支付粉饰业绩或从事非法资金交易的情形。

根据香港联交所的新上市指引，若发行人存在第三方支付安排，还应在招股文件中充分披露该安排产生的原因、涉及的客户数量及第三方付款人与客户的关系、交易金额及占比，并在“风险因素”章节提示相关合法性问题及依据。<sup>6</sup>可见，无论内地还是香港的监管规则，都要求对第三方支付事项进行详尽披露和审慎核查，以保护投资者知情权。

#### (4) 整改措施

针对第三方支付暴露出的合规风险，发行人在上市申报前应当积极采取整改措施，完善内部控制以杜绝类似情形持续发生。一是实质杜绝新增第三方付

6.《新上市公司指南》3.7 业务 2 (客户) (vii) 任何第三方支付安排（例如相关安排的原因、涉及的客户数量及其与第三方付款人的关系、交易金额及比例以及相关安排的合法性及其依据）并在“风险因素”章节披露相应风险。联交所通常期望申请人在上市前终止相关安排，同时证明有关终止不会对申请人产生任何重大不利影响，并加强内部监控措施以避免此等安排再度发生。

款。自上市申请基准日（A1递交日）起，发行人应确保新签订单的收款严格要求由合同相对方自身账户支付，原则上不再接受任何无关第三方的代付款项。如因特殊原因偶有发生，也应建立审批和备案机制，防止规模扩大。二是完善内控制度。公司应制定并落实针对第三方支付的内部管控制度，例如财务部门定期筛查异常付款账户、销售部门事前告知客户付款需要“从本人账户出账”等措施，将相关要求写入合同或业务指引，从制度上预防此类风险。<sup>7</sup>三是加强客户宣贯。对加盟商和客户进行合规培训和提示，强调按照监管及公司要求需使用自有账户付款的重要性，减少因客户便利而违规代付的现象。通过上述整改，发行人力求在形式和实质上消除第三方支付对财务真实性及内控有效性的影响。<sup>8</sup>这些措施也向监管机构表明，公司已汲取合规教训，主动堵塞漏洞，不会因同类问题对投资者权益造成潜在威胁。

## （5）法律分析与结论

从法律层面来看，第三方支付行为本身并不直接违反《中华人民共和国民法典》等法律法规的效力性强制性规定，因此，已经发生的第三方支付交易通常不会被认定为无效。在取得了客户和付款方出具的详尽确认函后，发行人律师通常会出具法律意见，认为公司被要求返还货款的风险较低，这是因为确认函构成了付款方对自身权利的明确放弃，具有法律约束力。同时，由于发行人作为收款方，在交易中处于被动接受款项的地位，只要其能够证明对资金来源的合法性进行了合理的注意义务，那么公司因接收第三方支付的货款而受到涉及洗钱的重大行政处罚的风险也相对较低。通过严格内控和充分信息披露，新消费企业可以将第三方支付问题所带来的法律合规风险降至可接受范围，从而顺利满足香港上市的合规要求。

7.毕马威中国：【民营企业风控之路系列九】把握监管趋势，助力企业上市，拟IPO企业的第三方回款要点，2023年5月15日，<https://mp.weixin.qq.com/s/1TDQiqDb4vzsJvV-3tXReA>

8.见上。

## SECTION 002

## 消防合规

新消费企业的业务模式通常涉及广泛的实体经营场所，如零售门店、餐饮店铺、体验中心、仓储物流中心等，这些场所均受到严格的消防安全法律法规的约束。与纯粹的线上业务不同，实体经营场所的消防安全直接关系到公众生命财产安全，因此成为监管机构在上市审核过程中的重点关注领域。消防合规上的瑕疵，无论是设计、验收环节的缺失，还是日常管理上的疏漏，不仅可能导致企业面临高额罚款、停业整顿等行政处罚，更可能成为上市进程中的障碍。因此，发行人和中介机构应对消防合规问题进行系统性梳理、全面性核查和前瞻性应对。

### (1) 主要法规要求

根据《消防法》第十条、第十三条等规定，对按照国家工程建设消防技术标准需要进行消防设计的建设工程，实行建设工程消防设计审查验收制度。特殊建设工程在施工前须将消防设计文件报送主管部门审查，竣工后须申请消防验收；不属于特殊项目但需消防设计的其他建设工程在竣工验收合格后应当向主管部门备案，由主管部门依法抽查。未经消防设计审查合格的特殊建设工程不得开工建设，依法应当消防验收的工程未经验收合格不得投入使用。住房和城乡建设部颁布的《建设工程消防设计审查验收管理暂行规定》进一步细化了特殊建设工程的范围和程序；无论规模大小，建设单位和使用单位都有义务确保建筑物的消防设计和消防设施符合国家技术标准，并依法办理相关消防审查验收或备案手续。

除建设工程本身的设计验收外，企业开业运营前还需要通过公众聚集场所投入使用、营业前的消防安全检查。根据《消防法》第十五条及其2021年修正内容，人员公众聚集的场所在正式投入使用、营业之前，须向所在地县级以上消防救援机构申请消防安全检查，并取得许可文件。最新修订的法律引入了“告知承诺”机制：经营单位可以自主选择以告知承诺制的方式办理消防安全检查，

即由申请人提交《公众聚集场所投入使用、营业消防安全告知承诺书》及相关材料，承诺其场所符合消防安全要求。这一制度对于新消费企业的各类线下门店具有普遍约束力：例如，餐饮门店在正式开业迎客前应取得消防部门出具的《投入使用、营业前消防安全检查意见书》；美容美发、SPA等对外营业的场所亦属公众聚集场所，应在营业前完成消防安全检查或告知承诺手续；零售商铺虽然面积各异，但凡位于商场内部或独立对公众开放营业的，都可能需要履行开业前消防检查的程序。

## （2）难点与挑战

**消防法规体系繁杂，且各地住建部门及消防救援机构的执法口径和尺度存在差异。**一些历史遗留门店可能因建筑结构等原因无法完全达到现行标准，而“边开业边办证”的现象在实践中也时有发生，这都给上市合规核查带来了挑战。例如，《建设工程消防设计审查验收管理暂行规定》明确由县级以上地方人民政府住房城乡建设主管部门承担本行政区域内建设工程的消防设计审查、消防验收、备案和抽查职责。同时，《消防法》于2021年修订后，针对公众聚集场所提出“投入使用 / 营业前消防安全检查告知承诺制”，强调由消防救援机构负责受理、审核、现场核查<sup>9</sup>。这意味着企业在建设、改造或租赁门店时，须面对两套制度：一是建设工程阶段的消防设计审查 / 验收（通常由住建部门主导）；二是门店投入使用或营业前的消防安全检查（由应急管理部门下属消防救援机构负责）。因各地制度衔接、新旧划分、提交材料与流程细节不同，企业需要具备较强专业判断能力，明确哪些环节由哪一部门负责、哪些场景需要审查或备案、哪些需要开业前检查。

此外，在地方标准与执行层面也存在一定不确定性。针对消防法律法规与技术标准，各地区可结合实际制定地方性实施细则，例如上海市建设工程消防设计审查验收管理办法就对本市消防设计审查、验收、备案等流程作出细化，

<sup>9</sup>.应急管理部关于贯彻实施新修改《中华人民共和国消防法》全面实行公众聚集场所投入使用营业前消防安全检查告知承诺管理的通知（应急〔2021〕34号），[https://www.mem.gov.cn/gk/zfxxgkpt/fdzdgknr/202107/t20210712\\_391764.shtml](https://www.mem.gov.cn/gk/zfxxgkpt/fdzdgknr/202107/t20210712_391764.shtml)。

并允许区级建设管理部门根据项目规模、用途分级管理。<sup>10</sup>各地对“公众聚集场所”“小型门店”“装修工程是否需消防设计审查”等定义可能不同，导致企业在跨区域经营时很难以“一把尺子”统一衡量。此外，虽然“告知承诺制”在全国推行，但各地启动时间、适用范围、具体材料和核查机制仍存差异。这些制度差异和执行弹性使得企业在制定统一合规方案、评估审批周期风险、识别历史存量问题（如物业消防验收缺失或开业前检查未办理）时面临较大挑战。

### （3）应对措施

拟赴港上市的新消费企业应在开设或改造经营场所时，逐项办理消防手续、确保程序合规。其中包括：建设或装修阶段须依据建设工程消防设计审查验收管理暂行规定向建设主管部门申请消防设计审查、在施工许可中提供消防设计资料，未经审查合格不得施工。工程竣工后，如属应消防验收范围，及时向主管部门申请消防验收，验收不合格不得投入使用；其他建设工程也须按规定备案、接受抽查。在正式营业前，无论采用“告知承诺制”还是传统检查方式，经营场所须向所属消防救援机关申请消防安全检查，取得许可后方可营业。企业应指定专人负责消防手续办理、熟悉当地住建与消防流程、准备全面的申请材料。对于连锁企业，总部可统一制定消防手续办理指引，明确设计、施工、验收、检查各环节的事项与时限，各门店所在地团队负责执行，总部定期监督。

### （4）监管关注

联交所在审查新消费企业上市申请时，通常要求发行人详细说明主要营业场所（如门店、仓储中心等）的消防审批情况，披露是否已取得消防验收或营业前消防检查许可。若存在未取得消防验收合格或消防安全检查许可的情形，需在招股书“风险因素”或“规管概览”等章节如实披露详情、潜在风险及整改措施。对于门店众多的企业，交易所还可能要求披露消防合规的量化信息，以评

<sup>10</sup>.关于印发《上海市建设工程消防设计审查验收管理办法》的通知（沪住建规范〔2023〕18号），<https://www.shanghai.gov.cn/gwk-search/content/515ff61a630f42a9a85a95139b7733c0>。

估问题范围和严重程度；在问询中，发行人需要逐项说明并提供充分证据，证明风险可控。

在尽职调查和聆讯阶段，保荐人及其律师会核查各主要经营场所的消防验收和安全检查文件，确保资料真实有效，并在发现缺失或疑点时要求补充或说明。上市后，港交所要求企业持续保持消防合规，及时披露重大安全事故或处罚情况，并在ESG报告中说明消防安全管理的政策与成效。整体而言，港交所在消防合规审核上坚持“实质重于形式”的原则，要求企业既取得合法许可，又建立完善的安全管理体系，以确保稳健经营并赢得投资者信任。

## SECTION 003

### 门店及经营场所的资质证照

#### (1) 主要证照类型

新消费企业在境内开展经营需取得的一系列法定证照中，最主要的是**营业执照**，这是企业合法经营的基础凭证，由市场监管部门核发，确立企业法律地位并限定经营范围。<sup>11</sup>在“多证合一”改革后，营业执照的重要性进一步提升，企业须在执照核准范围内开展经营。

其次，涉及食品生产经营的，需要取得食品经营许可证。截至2016年前后，原先的食品卫生许可证、食品流通许可证、餐饮服务许可证等已合并为统一的食品经营许可证，餐饮企业从事食品销售或现场制售餐饮服务，均应依法取得食品经营许可。该许可证载有经营项目范围，企业须在许可范围内开展食品经营。

除上述核心证照外，根据《烟草专卖法》和《公共场所卫生管理条例》的相关规定，企业还可能需要**烟草专卖零售许可证、卫生许可证**等其他业务相关

11. 《中华人民共和国市场主体登记管理条例》第三条 市场主体应当依照本条例办理登记。未经登记，不得以市场主体名义从事经营活动。法律、行政法规规定无需办理登记的除外。  
市场主体登记包括设立登记、变更登记和注销登记。

许可证。不同业务类型可能要求不同的许可证照，企业需根据实际经营内容。申请相应资质，确保证照齐全合法。

## （2）难点与挑战

**证照种类繁多且地域性差异大。**不同地区对于经营场所的证照要求可能有所不同，执法尺度和办理流程也存在差异。企业需要熟悉各地方的具体规定，例如上海市允许尚未取得食品经营许可的小型餐饮企业办理有效期为一年的临时备案。<sup>12</sup>这种地域差异给企业统一管理证照带来挑战，需要投入精力研究各地政策并确保每家门店符合当地监管要求。

**门店数量多、分布广，管理复杂度高。**对于直营连锁企业而言，每家门店都需独立申请营业执照和食品经营许可证等证照。随着门店网络扩张，证照的申请、变更、延续工作成倍增加。一旦管理不善，可能出现证照过期未续或登记事项变更未及时办理的情况，导致违法经营风险。而加盟模式下，加盟店的证照由加盟商自行办理，品牌方对其合规性控制力较弱，更增加了整体合规管理的难度。

**证照办理和维护的专业要求高。**各项许可证往往涉及特定条件，例如食品经营许可要求场所布局、设备设施符合食品安全标准，消防许可要求建筑符合消防技术规范等。企业需要确保每个经营场所满足这些硬件和制度要求，才能顺利取得证照。在日常运营中，还需持续保持合规状态，例如定期进行视频安全自查、消防演练、卫生检测等，以通过监管部门的检查和证照续期审核。任何一个环节的疏漏都可能导致证照被吊销或罚款，进而影响企业上市合规性。

**监管环境变化带来的不确定性。**近年来“放管服”改革不断推进，证照制度可能调整（如多证合一、告知承诺制等）。企业需及时了解政策变化，调整内部合规流程。同时，监管部门对食品、消防、卫生等领域的执法日趋严格，随机检查和飞行检查增多。这要求企业建立完善的内控和培训机制，确保各门店

12. 《上海市小型餐饮服务提供者临时备案监督管理办法》第二条、第九条、第十五条

---

一线员工也能重视证照合规，避免因个别门店违规而拖累整个上市进程。

### (3) 核查要求

鉴于上述难点，企业在上市筹备过程中需要对门店及经营场所的证照情况进行全面核查，以满足监管要求。核查范围方面，原则上应覆盖所有自营的经营场所。对于每一家直营门店，都要检查其营业执照、食品经营许可证、消防许可等主要证照是否齐全、有效，并确认各项许可均在有效期内且按时完成了延续手续。特别是食品经营许可和消防许可等有期限的证照，要重点核对到期时间，确保不存在过期未续的情况。此外，还应核查证照登记事项与实际经营情况是否一致，例如经营地址、法定代表人、许可项目等如有变更，企业是否及时办理了变更登记。

加盟类项目也要尽量提高核查覆盖范围。由于加盟店由加盟商独立运营，企业无法直接控制其证照办理，但从上市合规角度仍需尽可能提高核查覆盖率。通常的做法是：在尽职调查阶段，对主要加盟商或一定比例的加盟店进行抽查，要求其提供营业执照、食品经营许可等证明文件复印件以验证加盟商是否具备合法经营资质。如果发现个别加盟店证照不齐或存在瑕疵，应督促加盟商尽快整改。同时，企业在加盟协议中明确约定加盟商的资质合规义务，例如要求加盟商在开业前需要取得所在地规定的所有证照，保证经营合法合规，并在经营过程中持续维持证照有效。协议中还可约定品牌方有权检查加盟商的证照及经营合规情况，以及加盟商如违反证照合规义务需承担的违约责任。通过合同约束和定期检查相结合，最大程度降低加盟店因证照问题给拟上市公司带来的法律风险。

### (4) 监管关注重点

境内新消费企业赴港上市过程中，中国证监会和香港联交所均会关注企业经营场所的资质证照问题，将其作为审核的重点之一。

中国证监会方面，根据备案制新规的要求，企业境外发行上市需要履行境内监管部门的备案程序，并提交包括法律合规情况在内的备案材料。证监会在

备案审查时，会关注企业是否存在重大违法违规行为，其中就包括是否存在无照经营、超范围经营或证照不全的情况。

香港联交所将经营资质列为上市审核的关注点。联交所《上市规则》要求发行人在招股说明书中披露业务经营的重要许可证照信息，以及任何可能对业务产生重大影响的监管合规事项。具体来说，联交所关注的证照合规要点包括但不限于：营业执照方面，要求披露公司及各分支机构的注册登记情况，确保所有经营主体均依法注册；食品经营许可方面，要求说明公司及门店是否取得相应许可，许可范围是否覆盖实际经营项目，并披露食品安全管理架构及过往食品安全事故或投诉情况；其他许可方面，如涉及烟草零售、特许经营等，也需要披露相关许可证的持有和备案情况。联交所上市部在审核问询中往往会直接要求保荐人和发行人律师就上述证照事项出具法律意见，证明所有门店均已取得开展业务所需的一切必要批准或许可，且不存在重大违法违规。

需要强调的是，食品安全和消费者权益是监管关注的重中之重。这不仅因为食品经营许可等直接关系到企业经营合法性，更因为食品安全事故或消费者投诉可能对企业声誉和持续经营造成重大不利影响。联交所在指引中特别指出，拟上市餐饮企业须披露食品安全监控措施及过往投诉处理情况，如有被监管部门责令整改的记录也应详尽披露。中国证监会在备案审核时亦将食品安全、公共卫生安全列为重点领域，若企业存在重大食品安全违法行为，将被视为不符合上市条件。因此，企业在日常运营中需要严守证照合规和食品安全底线，在上市申报材料中充分披露相关风险和合规措施，以回应监管部门的关切。

## SECTION 004

### 消费者权益保护

新消费企业的产品与服务直接面向终端消费者，从产品研发、宣传推广到售后履约的全流程均可能涉及消费者权益问题。内地与香港均建立了完善的消

---

费者权益保护法律体系，赴港上市企业需同时满足两地合规要求，避免因合规瑕疵影响上市进程或触发后续监管风险。

### **(1) 法律规定**

新消费企业在运营过程中，需要严格遵守一系列旨在保护消费者权益的法律法规：以《消费者权益保护法》为基础，围绕安全、知情、自主选择、公平交易、依法求偿等基本权利开展经营合规审查；在产品端，依《产品质量法》履行生产者、销售者质量责任，确保产品不存在不合理危险并具备相应性能；在营销端，严格遵守《广告法》关于真实性与合法性的要求，尤其在直播带货和社交媒体营销中禁止虚假或引人误解的宣传；在交易端，按照《电子商务法》落实平台经营者与平台内经营者的主体责任，全面、真实、准确披露商品与服务信息，并健全消费者权益与数据保护机制。上述规范共同构成新消费企业运营的核心合规框架。

### **(2) 常见风险点**

新消费企业在消保相关的合规审查中须注意以下高发风险：其一，产品质量与售后服务——智能硬件、食品饮料、美妆等如存在缺陷，可能侵害消费者人身财产安全并触发召回、赔偿与行政处罚，伴随舆情与监管介入；其二，虚假宣传与价格欺诈——在直播电商与社媒营销场景中，夸大功效、虚构评价、制造稀缺等误导性做法违反广告与价格监管规则，损害消费者公平交易权；其三，预付式消费与格式条款——教育培训、美容美发、健身等领域应建立资金安全与合理退费机制，标准合同不得以“概不退款”“最终解释权归本公司”等条款排除或限制消费者权利、减轻或免除经营者责任，上述条款在中国内地等法域通常被认定无效。

### **(3) 应对措施**

为有效防范消费者权益保护领域的法律风险，新消费企业应构建贯穿产品全生命周期的预防性合规体系，将合规要求前置并嵌入产品设计、营销与客户服务各环节。具体可包含：（1）建立专门且畅通的投诉渠道与标准化处理流

程，按类登记、调查与反馈，对重大复杂事项设专项小组并进行数据分析以识别系统性缺陷；（2）完善从原料采购、生产过程至成品检验的全链条质量控制，对食品、化妆品、智能设备等涉人身安全产品实施严格安全测试与风险评估，并配套可追溯与迅速召回机制；（3）健全广告合规审查，对外宣介实行事前审查、确保真实合法，对直播带货与KOL营销以合同明确真实性义务并强化过程监督；（4）制定公平合理的格式合同与退换货政策，避免免除自身主要责任、加重消费者负担或排除其核心权利，清晰告知适用范围、流程与时限；（5）强化对营销、客服、研发等一线人员的持续培训，提升合规意识与风险识别处置能力，从而形成“预防为主—监测—响应—改进”的闭环治理。

#### （4）监管关注

在赴港上市审查中，香港联交所将消费者权益保护纳入合规评估：发行人须在招股书充分披露报告期内重大消费者投诉、诉讼及行政处罚及其对财务与经营的影响，未决规模性纠纷或因产品质量受重大处罚通常触发重点问询；并需以可核验证据证明内部制度已建立且有效运行，包括消费者投诉处理、产品质量控制与广告审查等闭环机制。监管亦将检视整体业务模式的合法合规性（如广告合规、不正当竞争、线上交易条款的公平合理性）。发行人应展示稳定的合规记录与持续改进安排，以降低对持续经营能力与上市适格性的实质不利影响。

### SECTION 005

## 个人信息的收集、处理和保护

在数字经济时代，新消费企业普遍通过APP、小程序、会员系统等渠道收集大量用户个人信息，数据合规已成为上市审核的热点。

#### （1）法律规定

近年来，中国已建立起较完备的个人信息和数据保护法律体系。以《网络

---

安全法》、《数据安全法》和《个人信息保护法》为核心的相关法律法规构筑了企业数据合规的基本框架，也成为境内企业赴港上市时需要遵守的法律底线。

《网络安全法》要求网络运营者按“合法、正当、必要”原则收集使用个人信息，明示规则并经同意，禁止过度收集并对已收集信息采取严格的保密与安全措施；《数据安全法》确立数据分类分级与重要数据保护制度，要求建立覆盖制度建设、人员培训、风险监测与应急处置的全生命周期安全管理，并规范数据出境与安全审查；《个人信息保护法》作为专门法，细化处理原则与合法依据、事前告知与个人权利救济，要求采取加密等技术与组织措施、开展合规审计并指定个人信息保护负责人。数据与隐私合规已成为赴港上市审核热点并出现大规模执法案例；拟上市企业应在申报前完成体系化合规评估与整改，确保全部个人信息处理活动符合法定要求并具备可核验的合规模型与证据链。<sup>13</sup>

## **(2) 常见风险点**

就数据与隐私合规而论，新消费企业应重点防控以下高风险点：其一，同意合法性——收集个人信息须在充分告知前提下取得自愿、明确（必要场景为“单独”）同意，默认勾选或隐性收集均属无效同意；其二，最小必要性——不得超出实现业务目的之最小范围收集与处理信息，功能未启用不得先行抓取相关数据；其三，公开透明——应以清晰、可获得的隐私政策明示处理目的、方式、范围及共享对象，未充分告知的处理属违规；其四，安全保障——应建立覆盖加密、访问控制、日志审计、权限最小化与应急处置的技术与管理体系，防止泄露、篡改、丢失；其五，第三方提供与二次利用——向第三方提供或用于初始目的之外的处理，除法律豁免外须履行告知并取得相应同意（包括必要时的单独同意），违规共享/出售个人信息可能触发行政处罚乃至刑责。上述任何缺陷均可能引发监管调查、行政罚款、民事索赔及上市审查不利影响。

## **(3) 应对措施**

---

<sup>13</sup>蔡鹏、苏阳阳、唐静思，2024-2025年度IPO数据合规观察报告，中伦视界，2024年4月22日，<https://www.zhonglun.com/research/articles/54443.html>。

---

为有效应对数据合规风险，新消费企业应建立一套贯穿数据全生命周期的预防性合规体系。

**开展个人信息合规审计，梳理个人信息处理活动。**企业应定期对自身的个人信息处理活动进行全面的合规审计，梳理出所有收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开、删除个人信息的环节，并识别其中存在的风险点。审计内容应包括：收集个人信息的合法性基础是否充分、是否遵循“最小必要”原则、是否获得了用户的有效同意、数据安全措施是否到位等。

**制定并公开隐私政策和个人信息处理规则。**企业应制定清晰、易懂、全面的隐私政策，并在产品或服务的显著位置进行公示。隐私政策应详细说明企业收集哪些个人信息、收集的目的、使用方式、存储期限、共享情况以及用户如何行使查阅、复制、更正、删除等权利。同时，企业还应根据不同业务场景，制定更为具体的个人信息处理规则。

**确保个人信息收集的合法性、正当性、必要性和透明度。**企业在收集个人信息时，需要严格遵守“告知-同意”规则，以清晰、明确的方式向用户告知收集信息的目的、方式和范围，并获得用户的明确同意。对于敏感个人信息，如生物识别、宗教信仰、特定身份、医疗健康、金融账户、行踪轨迹等，需要获得用户的“单独同意”。同时，企业应确保所收集的信息与其提供的服务直接相关，不得过度收集。

**采取技术措施和其他必要措施保障个人信息安全。**企业应采取加密、去标识化、访问控制、安全审计等技术措施，确保个人信息的安全，防止数据泄露、篡改、丢失。同时，应建立完善的数据安全管理制度，对员工进行数据安全培训，明确数据安全责任。

**规范个人信息跨境传输。**对于业务涉及个人信息跨境传输的企业，需要严格遵守《个人信息保护法》的规定。在向境外提供个人信息前，应进行个人信息保护影响评估，并满足以下条件之一：通过国家网信部门组织的安全评估、按照国家网信部门的规定经专业机构进行个人信息保护认证、与境外接收方订立国家网信部门制定的标准合同。同时，需要向用户充分告知境外接收方的相

---

关信息，并获得用户的“单独同意”。

**指定个人信息保护负责人。**根据《个人信息保护法》的要求，处理个人信息达到国家网信部门规定数量的企业，应当指定个人信息保护负责人，负责监督个人信息处理活动以及保护措施的落实情况，并公开其联系方式，将个人信息保护负责人的姓名、联系方式等报送履行个人信息保护职责的部门。

#### (4) 监管关注

联交所和证监会对此类问题的审查日益严格。以石头科技为例，在其赴港上市过程中，证监会明确要求其说明“开发、运营的网站、APP、小程序等情况，收集和存储用户信息规模，数据收集使用情况，是否存在向第三方提供信息的情形”。这表明，数据合规已成为上市申请的“必答题”。企业需要能够证明其已建立并有效执行了健全的数据保护内控制度。任何数据合规方面的瑕疵都可能对上市进程构成实质性障碍。

**联交所对数据合规日益重视：**近年来，联交所对拟上市公司的数据合规问题愈发关注。在上市聆讯中，监管机构会就公司的数据收集、使用、存储、跨境传输等情况进行详细问询，并要求公司提供其数据合规体系的详细说明。

**关注企业个人信息保护政策的合规性：**监管机构会仔细审查公司的隐私政策和个人信息处理规则，评估其是否符合相关法律法规的要求，是否充分保障了用户的合法权益。

**关注数据安全事件情况以及相关的内控制度：**如果公司历史上曾发生过数据泄露等安全事件，监管机构会要求公司详细说明事件的经过、影响、采取的补救措施以及内控制度的改进情况。公司需要向监管机构证明，其已经建立了有效的数据安全内控制度，能够有效防范和应对数据安全风险。

**招股书中数据合规披露比例激增：**根据市场观察，近年来新消费企业在招股书中披露数据合规相关风险的比例显著增加。<sup>14</sup>这表明，企业自身也日益认

---

<sup>14</sup>.王一楠、万千惠、郁漫洋等，赴港上市的新基石——数据合规的挑战与战略应对，2025年7月30日，<https://www.dehenglaw.com/CN/tansuocontent/0008/034608/7.aspx?MID=0902>。

识到数据合规的重要性，并主动在招股书中进行风险提示和合规承诺。

**中国证监会备案反馈中数据合规问题比例上升：**对于涉及VIE架构或业务主要在中国内地的赴港上市企业，还需要向中国证监会进行备案。在备案反馈中，数据合规问题也已成为监管问询的高频问题。企业需要向中国证监会详细说明其数据合规情况，并提供相关证明材料。

## SECTION 006

### 结论

境内新消费企业赴港上市是机遇与挑战并存的过程。企业一方面需要展示其高成长性和创新商业模式，另一方面也必须直面日常经营、场所合规、消费者权益及数据安全等方面严格法律审视。提前规划、主动整改、建立完善的内部合规体系，是成功登陆香港资本市场、实现可持续发展的关键。建议企业在启动上市工作前，尽早引入经验丰富的中介机构，进行全面的法律合规尽职调查，未雨绸缪，化解潜在风险，从而确保上市进程顺利推进。



郑泽坤  
非权益合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3653  
zhengzekun@zhonglun.com



# 境内消费连锁 企业赴港上市 合规精要

by 王红燕

香港资本市场对路径清晰的连锁企业认可度高，尤其是具备稳健盈利模式及增长潜力的连锁企业，这为连锁企业IPO提供了高效的资本渠道。笔者结合已成功赴港上市的连锁企业招股说明书及笔者承办的相关案例，编制《境内消费连锁企业赴港上市合规报告》。现发布核心摘要版，系统梳理关键合规要点，助力有意赴港上市的消费连锁企业高效规避风险，把握上市先机。

## SECTION 001

### 连锁企业通用合规要点

#### 1、特许经营合规

连锁企业涉及加盟（商业特许经营）模式，即指特许人（拥有注册商标、企业标志、专利、专有技术等经营资源的企业）以合同形式将其拥有的经营资源授权被特许人（其他经营者）使用，被特许人按照合同约定在统一的经营模式下开展经营，并向特许人支付特许经营费用的经营活动。根据有关规定，特许人需向主管部门备案并管理特许经营协议，并严格遵守该等规定对特许人及管理特许经营协议的若干要求。例如，特许人与被特许人须订立包含若干必要条款的特许经营协议，除非被特许人另行同意，特许经营协议期限应不少于3年。具体依据包括：《商业特许经营管理条例》《商业特许经营信息披露管理办法（2012修订）》《商业特许经营备案管理办法（2023修订）》等。

此外，如果连锁企业门店以加盟为主，加盟店的业绩对企业整体经营业绩影响重大，联交所将重点关注以下风险：企业对加盟店的控制力有限，难以有效监督其运营，亦可能无法持续维系与加盟商的合作关系。针对包含特许经营模式在内的分销模式，联交所专门颁布了《涉及分销业务模式时有关保荐人所须作尽职审查及上市文件披露的指引》（GL36-12），对分销商（包括特许经销商）及其协议的尽调与披露作出明确规定，分销模式的风险高低取决于申请人（或分销商）对分销商（或次分销商）的控制程度，主要风险包括渠道库存

积压、应收账款回收能力。香港上市文件应予披露信息主要包括：

- (1) 历史非经常性销售数据的情况、原因及相关风险；
- (2) 所采用分销业务模式的商业合理性，及其在业内的普遍程度；
- (3) 申请人的各分销渠道在业绩纪录期内的收入贡献；
- (4) 分销商是否为独立第三方，抑或与申请人存在其他关联（例如，分销商由申请人的前雇员或现任雇员控制，使用申请人的品牌/名称，或从申请人处获得巨额预付款或财务资助）；
- (5) 申请人与分销商的法律关系：买卖关系抑或委托-代理关系；
- (6) 申请人关于收入确认及退货、退款的政策；
- (7) 分销、寄售或特许经营协议的主要条款，包括但不限于：(a)最低采购额或最低销售目标；(b)对再授权次分销商的限制；(c)对次分销商或终端客户的转售价格规定；(d)退货政策及其是否符合行业惯例。如缺少上述条款，需披露业绩纪录期内的次分销商数量（如有）及申请人对其控制权（如有）等。

## 2、消防合规

连锁企业线下门店，通常系人员聚集场所，消防安全关乎消费者的生命安全。消防是企业香港上市申报过程中的一个重点注意事项，企业须遵守有关建设项目与消防安全有关法规，审查线下门店所在建筑是否办理建设工程消防验收或者备案，在门店开业前及时办理公众聚集场所投入使用前消防安全检查手续。

## 3、租赁合规

连锁企业通常涉及常态化地租赁物业，用于连锁门店、办公场所、仓库、员工宿舍等，须遵守房地产/物业租赁《商品房屋租赁管理办法》《租赁房屋治安管理规定》等相关法律法规，及时履行租赁合同备案程序，同时对租赁物的日常使用、转租、终止及续约等过程充分关注和监督。

对连锁企业而言，租赁稳定性、议价能力及地址评估等对公司业务经营存在较大影响。任何不续租、大幅提高租金、被出租人违约终止、或租赁物瑕疵（如租赁物出租时已设置抵押、未经出租人同意的转租、自有土地/房屋未能取得土地证和房屋产权证书，租赁房屋的出租人未取得房屋所有权证或房屋的权属不清晰，比如所有权性质为公有非居住房屋、军有房产，自有或租赁的土地或房屋的实际用途和土地证或房屋权属证中记载的用途不一致，及部分房产所涉土地未办理有偿使用手续等情形）等情形都可能影响企业业务表现，容易受房屋租赁市场波动的影响。倘企业被要求搬迁，企业可能无法及时找到合适的地点，也不能保证能够以类似的条件实现租赁，由此可能产生高昂的复原、搬迁、装修、临时停业乃至关店等风险成本。

另外，实务中还存在大量租赁房屋未进行备案登记的情况。虽然，已签署但未登记的租赁协议不会影响其合法性、有效性或可执行性。然而，如果相关政府部门要求整改，企业未能在规定时间内整改的，可能会招致行政处罚。

#### 4、网络安全及隐私保护合规

连锁企业在日常业务中，技术系统可能涉及建设、运营、维护、使用网络，及收集、处理、使用、存储、传输数据（包括但不限于终端用客户、加盟商、经销商及供货商等的个人信息等）的场景。任何无法充分解决隐私、数据保护及数据安全问题（即使毫无根据）的行为，或任何实际或被认为未能遵守所适用的隐私、数据保护及数据安全法律、法规及其他义务的行为，均可能导致企业承担额外费用及责任（罚款、诉讼、监管调查以及其他索赔及处罚），损害企业声誉，抑制销售，并对企业的业务产生不利影响。

#### 5、知识产权合规

企业知识产权主要包括商标、著作权、专利及域名等。连锁企业的成功很大程度上取决于企业能够持续使用其品牌、字号及商标，因此商标保护问题尤

为重要。具体而言，企业需重点关注以下三种情形：

- (1) 第三方可能未经企业授权擅自使用企业商标；
- (2) 企业可能使用未经注册的商标，存在被侵权或者侵犯他人商标权的风险；
- (3) 企业不知悉有关其业务的知识产权注册或申请信息，可能导致其品牌的商标注册出现潜在纠纷，影响其商标注册结果，甚至卷入侵权诉讼。

## 6、劳动合规

连锁企业具备门店员工数量多、流动性高、合同关系多样化等特征。综合多种因素，部分企业存在未能及时开立社保、住房公积金账户，以及未能全员、足额且及时地为员工缴纳社保、住房公积金等状况。建议连锁企业按照雇员类别及薪资水平，离在职人员数据，综合考虑企业所在地养老统筹机构的实际操作及相关法律法规进行长期、合理的规划。一般而言，公司控股股东、实际控制人须承诺，若公司因社会保险、住房公积金问题被相关主管部门追缴或处罚的，将全额承担相关费用。

## 7、消费者保护及反不正当竞争

连锁企业直面海量终端消费者，这既是业务优势，也意味着巨大的合规责任与风险敞口。在消费者权益保护、经营主体安全保障义务、产品服务定价策略以及反不正当竞争等关键领域，稍有不慎就可能踩中法律红线。一次严重的消费纠纷、一起安全事故、一次价格违法或恶性竞争行为，轻则引发负面舆情、罚款赔偿，重则损害品牌声誉、失去消费者信任，甚至面临停业整顿风险。因此，深刻理解并严格遵守这些法律法规，绝非简单的义务，而是守护企业生命线、实现稳健扩张的核心保障。

## 8、环境合规

遵守环保法律法规，是企业履行社会责任的基本要求。业务涵盖建设、生产、工业、建筑、餐饮、医疗等排污活动的连锁企业，须遵守环境保护、环境影响评价及竣工验收、排污许可等法律法规。

## 9、资金合规

关于连锁行业，监管机构关注与收入相关的资金管理、业务系统、财务系统的内部控制和信息化的可靠性、有效性。信息系统的准确有效运行以及与财务系统的正确连接，是连锁企业面对的挑战之一。连锁企业通常涉及为消费者提供预充值服务，充值后供消费者凭实体卡或者虚拟卡（即单用途商业预付卡<sup>1)</sup>）据实划扣消费金额，及其他支付结算等安排，该类行为须遵守单用途商业预付卡法规、有关第三方结算安排及个人银行账户使用的法规，以及证监会和其他政府机关对集资活动的监管、增值服务（例如代收货款服务）受规管电子资金转账的各种规则。否则，企业可能会被处以罚款和支付更高的交易费用，且无法接受客户的信用卡和借记卡付款、处理电子资金转账或使用其他类型的在线支付。

此外，企业可能涉及向加盟商、区域代理及供货商提供财务支持，包括无息贷款、有息贷款、保理安排，该等财务支持主要涉及《民法典》《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定(2020第二次修正)》对贷款合同效力、贷款利率之规定，及《中国银保监会办公厅关于加强商业保理企业监督管理的通知》规定有关商业保理企业应遵照《民法典》及其他相关法律法规提供服务、取得资质，并在保理业务经营过程中满足若干指标等。

1.单用途商业预付卡是指从事零售业、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。

## 10、国际业务合规

中国连锁企业国际化步伐在加快，因而连锁企业也将直面“全球合规版图”的复杂挑战，这绝非简单的法律清单，而是关乎海外生存的立体防御体系。从贸易限制、关税、商品归类，到物业及房地产、知识产权、用工、质量与消费者权益，再到国际物流、商业特许经营、反腐败与反贿赂、反洗钱、信息安全与隐私、ESG、外汇、金融及出口管制、经济制裁……每一根线都牵一发动全身。因此，提前构建跨国合规网络，是连锁企业国际扩张的核心基础措施。

### SECTION 002

## 境内连锁企业赴港上市备案与合规要点

目前，我国对境内企业赴境外发行上市实行事前备案管理，但对于发行上市过程中的合规底线问题，备案制新规通过负面清单式列举的方式予以明确，根据《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第八条的规定，存在下列情形之一的，不得境外发行上市：

- (一) 存在国家法律法规和有关规定明确禁止上市融资的情形；
- (二) 经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市威胁或危害国家安全的；
- (三) 存在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷；
- (四) 境内企业及其控股股东、实际控制人最近三年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；
- (五) 董事、监事和高级管理人员最近三年内受到行政处罚且情节严重，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；
- (六) 国务院认定的其他情形。

---

根据联交所《有关在上市文件内披露不合规事件的指引》(HKEX-GL63-13)，联交所将不合规事件分为具重大影响的不合规事件、系统性不合规事件和非重要的不合规事件三类。

(a)重大不合规事件：个别或合计对新申请人已产生或很有可能产生重大财务或营运影响的不合规事件，譬如招致严厉财务处分或可能导致重要营运设施关闭的不合规事件。

(b)系统性不合规事件：并非重大不合规事件，但一再发生反映新申请人或其董事/高级管理人员欠缺以合规方式营运的能力或意欲。

(c)非重要的不合规事件：既非重大不合规事件，亦非系统性不合规事件的不合规事件。

境内连锁企业在实际运营过程中，因受到各种因素的影响，难免出现一些未能完全符合法律或政策规定的情形。针对有关企业不合规的情况，需审视该等不合规是否属于禁止境外上市的情形，以及属于重大不合规、系统性不合规亦或非重大不合规。这通常由各中介结构通力合作根据中国相关法律规定、香港上市规则及指引信进行综合判断。

各行业连锁企业赴港上市通常涉及特许经营、租赁、消防、公共场所卫生、资金安排、劳动人事、股权激励、网络安全及隐私保护、知识产权等较为常见的合规关注点。同时，结合具体行业，需重点关注行业特别监管规定，如食品餐饮行业，需要关注电子商务（如存在在线销售业务）、食品经营、食品安全和产品质量相关的法规；医疗行业需要重点关注医疗机构改革及管理分类、医疗机构药品及医疗设备监督、医疗事故、外商投资限制、医疗机构环境保护、医疗广告、医疗机构医务人员资质等相关的法律法规；交通物流行业需要关注与快递业务、道路货物运输、货运车辆驾驶人员的各类资质相关法律法规；消费品行业需要重点关注通过直播平台销售产品、销售特殊产品如医疗器械、化妆品的相关法律法规；汽车售后行业需要重点关注汽车服务和增值电信业务相关的法律法规；酒店行业需要重点关注酒店经营、娱乐场所、旅游饭店

星级划分与评定以及住宿经营者相关的法律法规；房地产经纪行业需要重点关注有关房地产经纪业务、房地产中介公司、外商投资增值电信服务的限制、移动互联网应用程序等相关法律法规。

## SECTION 003

### 结语

总的来说，存在合规问题的企业，在上市申请过程中，可能会被视为不宜上市，或者需要时间完成整改并减少瑕疵事项，该等整改将增加企业的时间和财务成本，可能导致企业错过最佳上市时机。因此，连锁企业如有上市计划，应当尽早委托专业团队，立足自身行业特点，尽早筹谋规划开展合规工作。相关中介进场后，将会对企业进行包括法律、业务及财务等在内的全面尽职调查，就法律角度而言，主要包括对上市申请人公司架构及组织形式、公司治理、业务资质、劳动人事、重大协议、重大资产、财务事宜、税务事宜、外汇、重大债权债务、环境事宜、当前和未决诉讼等方面进行详细调查和审视，找到潜在的合规风险点，以规避或提前整改，平衡商业利益，尽早完成上市。



王红燕  
合伙人  
知识产权部  
杭州办公室  
+86 571 5662 3968  
[gracewang@zhonglun.com](mailto:gracewang@zhonglun.com)

## **总编**

---

龚乐凡

张炯

## **主编**

---

郭克军

贾海波

## **编委会（根据姓氏笔画排序）**

---

丁文昊

于治国

王川

王红燕

许颉

杜以龙

沈进

宋晓明

陈小小

陈际红

陈原

陈琰

苗郁芊

郑泽坤

胜永攀

倪勇军

高如枫

廖小新

魏海涛

**特别声明：**以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。



中伦研究院出品

[www.zhonglun.com](http://www.zhonglun.com)