2019 年（截至 10 月）中国内地以及香港新股市场回顾

分析师：卢佩珊、张顺

2019 年 11 月

概览标签：IPO、过会率、科创板、红筹股、H 股、A 股、新股上市

概览摘要：2019 年 7 月，中国内地科创板正式开板，首批科创板上市企业达 25 家，融资总额达 370 亿元人民币。科创板采用注册制，审批流程简单，对企业盈利能力不设置硬性门槛，因而吸引大批符合科创板战略定位的企业在科创板上市。2019 年以来，受科创板带动，中国内地新股发行数量及融资规模有所回升，TMT 行业表现积极。2019 年，赴港上市的中国内地 TMT 企业数量开始急剧下降。2018 年在香港上市的中国内地 TMT 企业多达 21 家，而 2019 年前三季度，仅有 6 家中国内地 TMT 企业在香港上市。

- 中国内地新股市场回顾

上交所科创板可为上市企业提供制度优势，吸引更多企业选择科创板上市，科创板的快速推进对主板、中小板、创业板产生一定压力，科创板的快速推进倒逼 A 股其他板块加速改革。受科创板开板影响，2019 年中国内地新股发行数量及融资规模较 2018 年有所回升。截至 2019 年 10 月，中国内地新股市场发行新股 143 只，新股首次募资总金额达 1,624.1 亿元人民币。

- 中国香港新股市场回顾

2019 年前三季度，香港新股市场新股发行数量及融资金额较 2018 年同期下滑。香港新股市场 2018 年受中国大量巨头企业在香港集中上市影响，其新股融资总额一度攀升，但 2019 年（截至 2019 年 10 月）香港新股市场前五大新股共融资 720.6 亿港元，不足 2018 年香港前五大新股融资总额的 50%，香港新股市场新股发行量及融资金额有所回落。

- TMT 行业 IPO 回顾

2019 年前三季度，中国内地 TMT 企业表现积极，共有 47 家内地 TMT 企业在中国内地和香港上市，其中在香港新股市场上市的有 6 家，在内地科创板上市的有 16 家。内地科创板开板后，迅速受中国内地 TMT 企业欢迎。第一批在科创板上市的 25 家企业中有 11 家企业属于 TMT 行业，如嘉元科技、宏软科技、安集科技以及新光光电等。

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施，追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。

目录

1 方法论 5

1.1 方法论 5

1.2 名词解释 6

2 中国内地 2019 年前三季度新股市场回顾 7

2.1 科创板进展 7

2.1.1 科创板 2019 年 7 月开板，首批发行 25 只股票 7

2.1.2 A 股各板块上市标准 7

2.1.3 科创板上市情况 9

2.2 2019 年中国内地新股市场概览 10

2.2.1 2019 年中国内地新股发行数量及融资金额 10

2.2.2 2019 年前三季度过会率分析 12

2.2.3 2019 年第四季度中国内地新股发行市场展望 13

2.3 2019 年前三季度 TMT 行业新股回顾 14

2.3.1 2019 年前三季度 TMT 新股发行数量及募集金额领先其他行业 14

中国内地 15

2.3.2 科创板开板，中国 TMT 企业赴港上市趋势放缓 15

3 中国香港 2019 年前三季度新股市场回顾 17

3.1 2019 年前三季度香港新股市场概览 17

3.2 中国内地企业在香港上市的途径 18

3.2.1 H 股上市 20

3.2.2 红筹股上市 21

图表目录

图 2-1 科创板上市流程 7

图 2-2 A 股各板块企业上市标准设定 8

图 2-3 科创板新股发行数量及融资金额，2019 年 7 月-2019 年 10 月 9

图 2-4 各行业在科创板上市企业数量，2019 年 10 月 10

图 2-5 中国内地新股发行数量及融资金额，2014-2019 年 10 月 11

图 2-6 中国内地单月新股发行数量及融资金额，2019 年 1 月-2019 年 10 月 12

图 2-7 A 股市场各板块过会率，2018 年 Q3-2019 年 Q3 13

图 2-8 中国内地 2019 年各板块通过审批但尚未发行股票占比，2019 年 10 月 14

图 2-9 各行业新股发行数量及融资金额，2019 年 Q3 14

图 2-10 中国内地 TMT 企业在各板块上市数量，2014-2019 年 Q3 15

图 3-1 香港单月新股发行数量及融资金额，2018 年-2019 年 9 月 17

图 3-2 前五大新股融资总额占比，2018 年-2019 年 10 月 18

图 3-4 中资股市值在香港上市公司总市值占比缓慢下降，2005-2019 年 Q3**错误！未定义书签。**

图 3-3 赴港上市的中国内地企业数量，2005-2019 年 Q3 20

图 3-5 H 股模式构架 21

图 3-7 典型红筹股构架 22

图 3-6 三大离岸公司注册地对比 23

图 3-8 VIE 协议控制模式 24

1 方法论

1.1 方法论

头豹研究院布局中国市场，深入研究 10 大行业，54 个垂直行业的市场变化，已经积累了近 50 万行业研究样本，完成近 10,000 多个独立的研究咨询项目。

- ✓ 研究院依托中国活跃的经济环境，从中国内地以及香港新股市场着手，研究内容覆盖中国内地以及香港新股发行数量以及融资金额、中国内地企业赴港上市趋势以及中国内地企业赴港上市渠道。

- ✓ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合新股发行数量以及融资金额交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述新股市场的现状，前瞻性地预测中国内地以及香港新股市场未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现中国内地及香港新股市场的过去，现在和未来。

- ✓ 研究院密切关注新股市场发展最新动向，报告内容及数据会随着新股市场的发展、技术革新、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。

- ✓ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析新股市场，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

- ✓ 头豹研究院本次研究于 2019 年 11 月完成。

1.2 名词解释

- **IPO**：Initial Public Offering，指一家企业或公司（股份有限公司）第一次将它的股份向公众出售。
- **VIE**：Variable Interest Entities，其本质是境内主体为实现在境外上市采取的一种方式。指境外上市实体与境内运营实体相分离，境外上市实体在境内设立全资子公司，该全资子公司并不实际开展主营业务，而是通过协议的方式控制境内运营实体的业务和财务，使该运营实体成为上市实体的可变利益实体。
- **过会率**：过上市委员会审议的发行人数量在总发行人数量中的占比。
- **H 股**：注册地在内地、上市地在香港的中资企业股票。
- **红筹股**：在中国境外注册、在香港上市的带有中国内地概念的股票。
- **非经常性损益**：公司发生的与经营业务无直接关系，以及虽与经营业务相关，但由于其性质、金额或发生频率，影响了真实、公允地反映公司正常盈利能力的各项收入、支出。
- **WOFE:** Wholly Owned Foreign Enterprise，外商独资企业。

2 中国内地 2019 年前三季度新股市场回顾

2.1 科创板进展

2.1.1 科创板 2019 年 7 月开板，首批发行 25 只股票

科创板实行注册制，以首批 25 家科创板上市公司注册流程为例，科创板注册流程可分为 4 个阶段：（1）2019 年 3 月下旬至 4 月中旬，企业向上交所递交发行上市文件，上交所收到发行人申请文件 5 个工作日内作出受理决定；（2）2019 年 3 月底至 5 月底，上交所对企业发出多轮问询；（3）2019 年 6 月，上市委员会召开 11 次会议对发行人递交的上市申请文件进行审议；（4）2019 年 7 月，获批后的企业在科创板集中发行，并于 7 月 22 日正式来板交易。

图 2-1 科创板上市流程



来源：头豹研究院编辑整理

2.1.2 A 股各板块上市标准

2.1.2.1 A 股各板块对发行人盈利性要求

科创板对申请上市企业的盈利能力并未设置门槛，可接受拟上市企业处于亏损状态。而主板、中小板以及创业板对拟上市企业的盈利性有严格规定。

（1） 主板与中小板：①企业最近三个会计年度扣除非经常性损益净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元；②企业最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计

超过人民币 5,000 万元，或最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元。发行人需同时满足以上两个条件。

（2） 创业板：企业最近两年连续盈利，最近两年扣除非经常性损益净利润累计不少于 1,000 万元，或最近一年盈利且近一年营业收入不少于 5,000 万元。

（3） 科创板：科创板列示五条上市标准，企业满足其一即可申请上市。

图 2-2 A 股各板块企业上市标准设定

科创板上市标准(满足其一即可申请上市)		主板、中小板 (需同时满足以下两个条件)	创业板
标准一	预计**市值不低于人民币10亿元**，最近两年净利润均为正且累计**净利润不低于人民币5,000万元**，或者预计**市值不低于人民币10亿元**，最近一年净利润为正且**营业收入不低于人民币1亿元**	最近3个会计年度**扣除非经常性损益净利润**均为正数且累计**超过人民币3,000万元**	最近两年连续盈利，最近两年**扣除非经常性损益净利润累计不少于1,000万元**，或最近一年盈利，最近一年**营收收入不少于5,000万元**
标准二	预计**市值不低于人民币15亿元**，最近一年**营业收入不低于2亿元**，且最近三年研发投入合计占比最近三年营业收入的比例不低于15%		
标准三	预计**市值不低于人民币20亿元**，最近一年**营业收入不低于人民币3亿元**，且最近三年**经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元**	最近三个会计年度经营活动产生的**现金流量净额累计超过人民币5,000万元**，或最近三个会计年度**营业收入累计超过人民币3亿元**	
标准四	预计**市值不低于人民币30亿元**，且最低一年**营业收入不低于人民币3亿元**		
标准五	预计**市值不低于人民币40亿元**，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创部定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件		

来源：头豹研究院编辑整理

2.1.2.2 A 股各板块对发行人主营业务要求

A 股市场主板与中小板对拟上市企业的主营业务并未设置具体要求，创业板与科创板要求拟上市企业的主营业务符合国家产业政策规定，属于中国证券监督管理委员会提出的重点扶持行业名列。各板块对发行人主营业务具体要求如下：

（1） 主板与中小板：发行人最近三年主营业务没有发生重大变化。

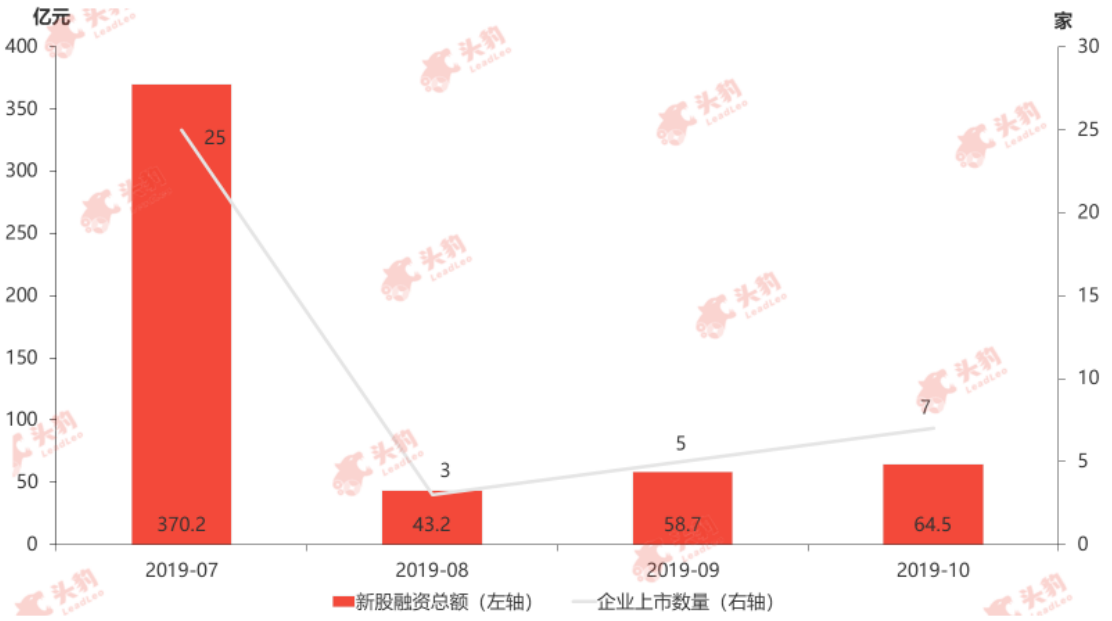
（2） 创业板：发行人应当主要经营一种业务，且最近两年内主营业务没有发生重大变化，生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家政策及环境保护政策。

（3） 科创板：发行人生产经营符合法律、行政法规的规定，符合国家产业政策。根据《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，科创板将重点支持**新一代信息技术、高端设备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。**

2.1.3 科创板上市情况

截至 2019 年 10 月，科创板已受理 166 家企业上市申请，其中 40 家企业已拿到注册批文并启动发行，募资总额高达 536.6 亿元人民币。

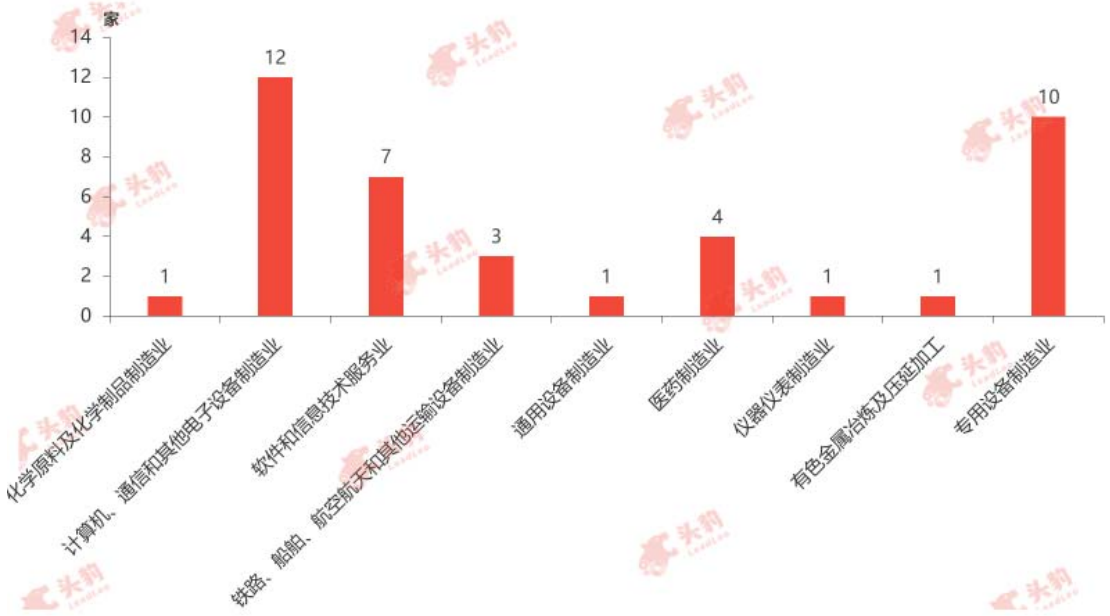
图 2-3 科创板新股发行数量及融资金额，2019 年 7 月-2019 年 10 月



来源：上交所，头豹研究院编辑整理

截至 2019 年 10 月，在科创板上市的 40 家企业均属于高新技术和战略性新兴企业。在科创板上市属于计算机、通信和其他电子设备制造行业的企业数量（12 家）及首次发行募资的金额（172.3 亿元人民币）最多。属于铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造行业的企业募资能力较强，截至 2019 年 10 月，共有 3 家铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业企业在科创板上市，募集总金额高达 121.5 亿元人民币。

图 2-4 各行业在科创板上市企业数量，2019 年 10 月



来源：上交所，头豹研究院编辑整理

2.2 2019 年中国内地新股市场概览

2.2.1 2019 年中国内地新股发行数量及融资金额

截至 2019 年 10 月，中国内地新股市场共发行新股 143 只，新股募资总金额为 1,624.1 亿元人民币。从近五年 A 股市场新股发行数量分析，2017 年新股发行数量最多，全年共发行 438 只新股，新股融资规模达到 2,301.3 亿元人民币。而 2018 年发审委审核趋严，全年新股发行数量呈现断崖式下跌，仅有 105 只新股，新股融资规模收缩至 1,378.2 亿元人民币，较 2017 年新股募资总额下降 40%。2018 年 IPO 过会率仅为 55.8%，创 10 年新低，导致新股发行数量和融资金额大幅下滑。

2018 年发审委审核严格，除关注关联交易、毛利率、业绩真实性以及持续盈利能力等常规性问题外，对内部控制、规范性问题、信息披露、募投资金投向、环保等细节高度重视，导致 2018 年过会率大幅下跌。据统计，2018 年，因规范性问题未通过 IPO 审核的企业多达 38 家，因信息披露和募投资金投向问题未通过 IPO 审核的企业数量分别有 13 家和 6 家。

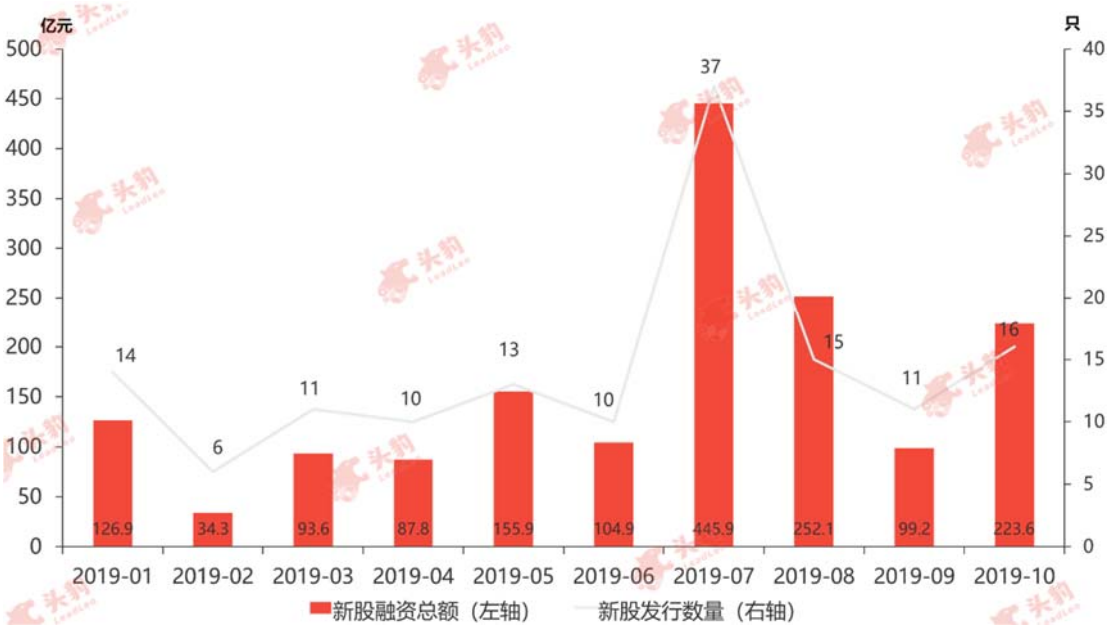
图 2-5 中国内地新股发行数量及融资金额，2014 年-2019 年 10 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

受科创板开板影响，2019 年第三季度新股发行数量及融资金额波动幅度增大，2019 年 7 月，25 家首批科创板企业上市，使新股发行数量环比上升 325%，新股融资金额环比上升 270%。若剔除 25 家科创板上市企业的影响，2019 年 7 月新股发行数量仅有 12 只，与 2019 年 6 月新股发行数量基本持平。2019 年 8 月至 10 月，科创板新股发行数量大幅下滑，导致 A 股整体新股发行数量及募资金额明显回落。

图 2-6 中国内地单月新股发行数量及融资金额，2019 年 1 月-2019 年 10 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

2.2.2 2019 年前三季度过会率分析

2019 年第三季度 A 股市场呈现两个特征：（1）第三季度科创板过会率（93.5%）高于非科创板第三季度过会率（83.3%）。科创板实行注册制，对主营业务符合科创板战略定位的企业门槛要求相对较低，使企业在科创板上市的难度降低，促使科创板的过会率较其他板块高；（2）剔除科创板的影响后，除 2019 年 2 月和 7 月外，2019 年单月过会率均高于 2018 年。

2019 年前三季度 A 股 IPO 过会率较 2018 年大幅提升，造成此现象的主要原因：（1）2018 年，A 股 IPO 的严审趋势刺激大量企业主动撤销上市申报，2018 年共有 199 家企业撤回申请，终止审查，撤回申请的企业多于上会的企业，使得 2019 年申报上市企业的质量有所提升，因而过会率提高；（2）科创板快速推进倒逼 A 股其他板块加速改革。上交所科创板可为上市企业提供制度优势，能吸引更多企业选择科创板上市，科创板的快速推进对深交所的中小板、创业板产生一定压力。科创板开放受理时，部分打算在 A 股其他板块申请上市的企业闻讯而来，转道科创板上市，例如 2019 年 4 月份撤回 IPO 申请转战科创板的航天精工以及赛特威尔电子。科创板未开板前，申请受理的企业数量已达 148 家。深交所

上海中心区域主任黄丽娜在 2019 世界半导体大会演讲表示，要求加速推进创业板改革，优化创业板首发条件，扩大创业板包容度，加快推进“即报即审，即审即发”的 A 股市场审批流程，增加 A 股其他板块对企业的吸引力。

图 2-7 A 股市场各板块过会率对比，2018 年 Q3-2019 年 Q3

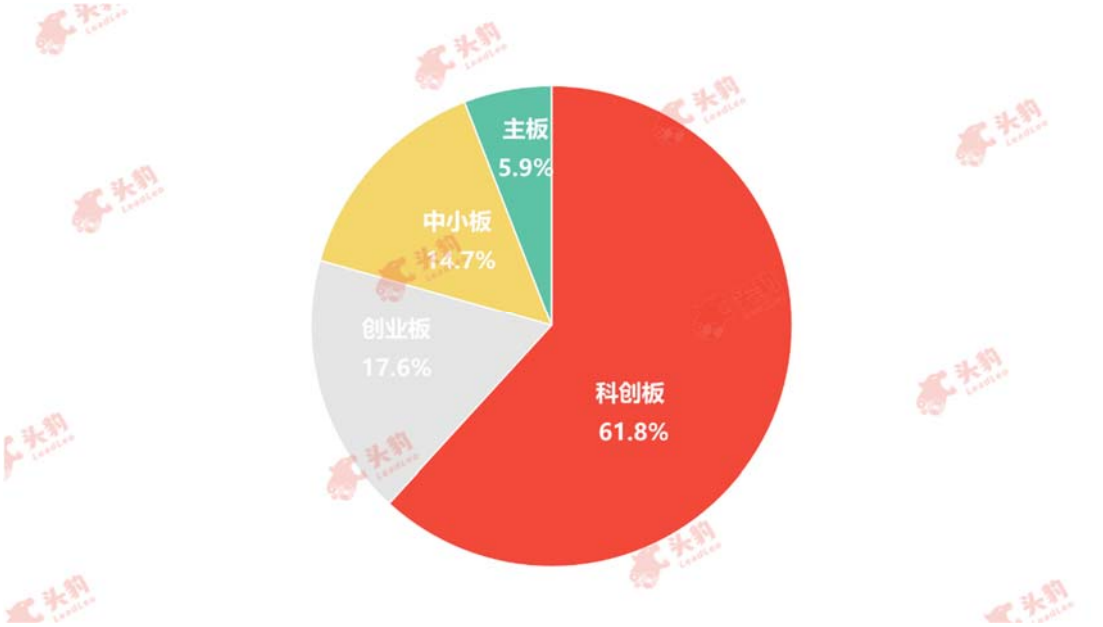


来源：Wind，头豹研究院编辑整理

2.2.3 2019 年第四季度中国内地新股发行市场展望

2019 年 10 月，共有 16 只新股发行，其中 7 只在科创板发行、3 只在创业板发行、6 只在主板及中小板发行。在 2019 年 10 月过会但尚未发行的 34 只新股中，有 21 只将在科创板发行，6 只将在创业板发行，5 只将在中小板发行，2 只将在主板发行。新股过会后通常可在一个月内拿到上市批文，因此预计科创板第四季度新股发行数量依然领先其他 A 股板块。

图 2-8 中国内地 2019 年各板块通过审批但尚未发行股票占比，2019 年 10 月



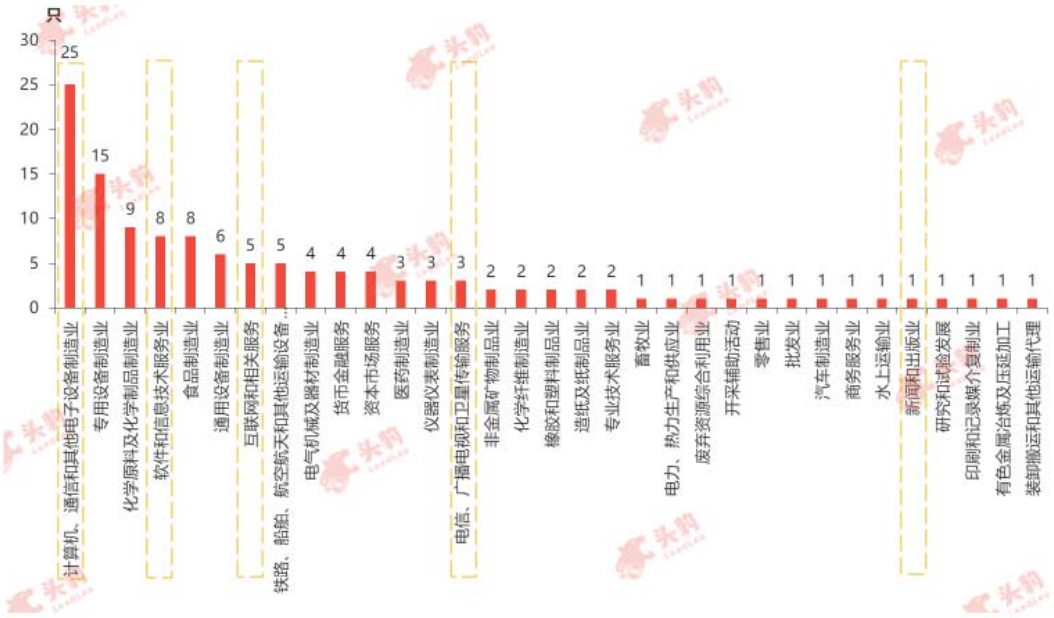
来源：Wind，头豹研究院编辑整理

2.3 2019 年前三季度 TMT 行业新股回顾

2.3.1 2019 年前三季度 TMT 新股发行数量及募集金额领先其他行业

2019 年前三季度共有 42 家 TMT 企业在中国内地上市（分别分属于计算机、通信和其他电子设备制造业、软件和信息技术服务业、互联网和相关服务、新闻和出版业以及电信、广播电视和卫星传输服务行业），其新股募资总额高达 398.8 亿元人民币。

图 2-9 各行业新股发行数量及融资金额，2019 年 Q3



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

2.3.2 中国内地科创板开板，中国 TMT 企业赴港上市趋势放缓

2014-2018 年，赴港上市的中国内地 TMT 企业数量逐年增加。2018 年，中国内地 TMT 企业赴港上市的数量以及融资金额创历史新高，在香港新股市场上市的中国内地 TMT 企业达 21 家，共融资 1,440.6 亿港元。众多在香港上市的中国内地 TMT 巨头企业的新股融资表现亮眼，如中国铁塔股份有限公司新股融资额达 588.0 亿港元，小米集团新股融资额为 426.1 亿港元以及美团点评的新股融资额为 325.6 亿港元。

图 2-10 中国内地 TMT 企业在各板块上市数量，2014 年-2019 年 Q3



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

内地科创板开板，对中国 A 股市场其他板块和香港新股市场均产生较大冲击，2019 年 1 月-10 月共有 47 家 TMT 企业在中国内地以及香港新股市场上市，其中有 16 家选择在科创板上市，仅有 6 家选择在香港主板或创业板上市。相比中国 A 股市场其他板块和香港新股市场，内地科创板具有优势，能迅速成为中国内地 TMT 企业首选上市板块。

对比中国 A 股主板、创业板以及中小板，TMT 企业更容易在科创板上市：**(1) TMT 行业符合科创板的定位，为科创板企业重点扶持行业。**《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》明确指出保荐机构需优先推荐符合科创板战略定位的企业，再推荐其他具有较强科技

创新能力的企业；**（2）科创板不对发行人盈利能力设置硬性门槛。**科创板设定的企业上市五个标准，企业满足任意一条即可，盈利能力并非科创板上市的必备条件。2019 年前三季度，上交所科创板受理的 166 家企业上市申请中，有 12 家发行人在 2018 年仍于亏损状态，盈利能力并非科创板上市的绝对指标；**（3）科创板采用注册制，上市流程简单、耗时短。**A 股其他板延用核准制，在核准制下，企业上市的流程一般耗时 1-2 年，而高新技术企业从产品研发到产品量产环节需要大量资金支撑，融资需求迫切。1-2 年的受审时间对高新技术企业而言周期过长，易导致高新技术企业资金链断裂。在科创板的注册制下，企业上市流程可控制在半年以内，企业可快速进入资本市场进行融资，支撑高新技术企业的发展。

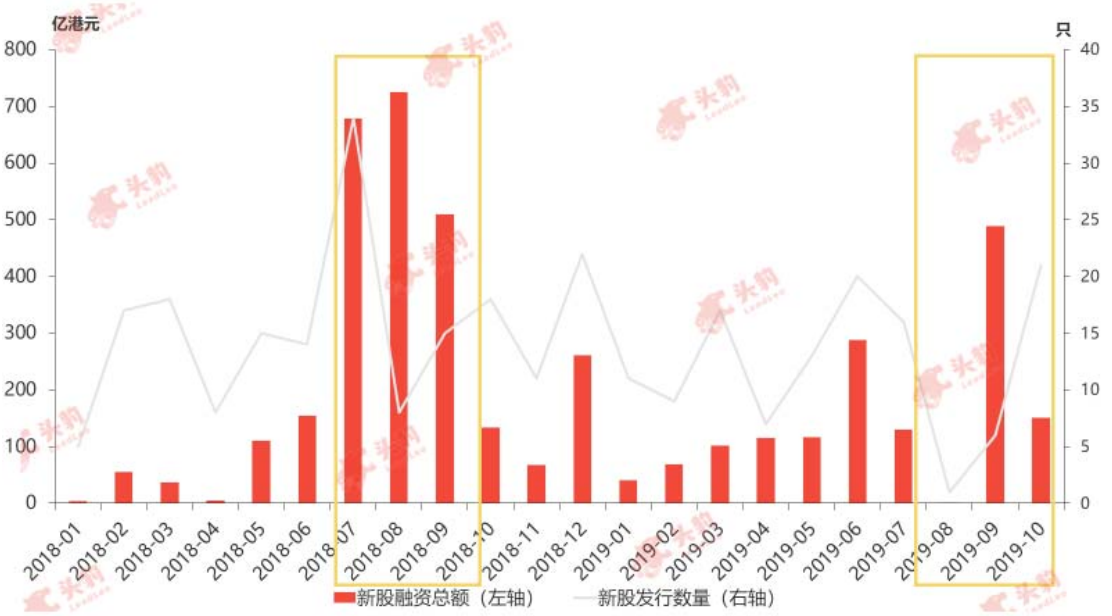
对标香港新股市场，中国内地 TMT 企业在科创板上市流程更简便。若中国内地企业选择香港市场上市，则需要发行 H 股或红筹股：（1）通过 H 股模式上市，中国内地企业需要同时通过中国证监会和香港联交所审批，且上市后要同时受香港公司法以及中国公司法约束；（2）通过红筹股模式上市，中国内地企业需要在海外建立离岸公司，并利用离岸公司收购中国内地企业的股权。红筹架构的缺点是操作复杂，且发行人公司架构变化较大。中国企业在内地科创板上市流程更简便，企业只需向上交所报送申报文件，等待回复上交所问询的问题及审核意见，审核通过后，即完成上市申请。

3 中国香港 2019 年前三季度新股市场回顾

3.1 2019 年前三季度香港新股市场概览

2019 年香港新股市场的新股发行数量以及融资金额均明显回落，2019 年前三季度香港新发行股票 100 支，发行数量较去年同期下降 34%，总募资规模较去年同期下降 41%。2018 年香港新股市场受益于中国内地独角兽企业赴港上市融资热潮，新股发行数量以及融资金额均表现优异。

图 3-1 香港单月新股发行数量及融资金额，2018 年-2019 年 10 月



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

2018 年和 2019 年的香港新股市场均呈现新股融资金额高集中度态势，前五大新股融资金额在新股融资总额的占比均超过 50%。2018 年香港新股市场前五大新股发行人分别为中国铁塔、小米集团、美团点评、平安健康医疗科技和江西银行，共融资 1,519.2 亿港元。2019 年（截至 2019 年 10 月）香港新股市场前五大新股分别为百威亚太、申万宏源、翰森制药、中国东方教育和信义能源，共融资 720.6 亿港元，不足 2018 年香港前五大新股融资总额的 50%。

图 3-2 前五大新股融资总额占比，2018 年-2019 年 10 月

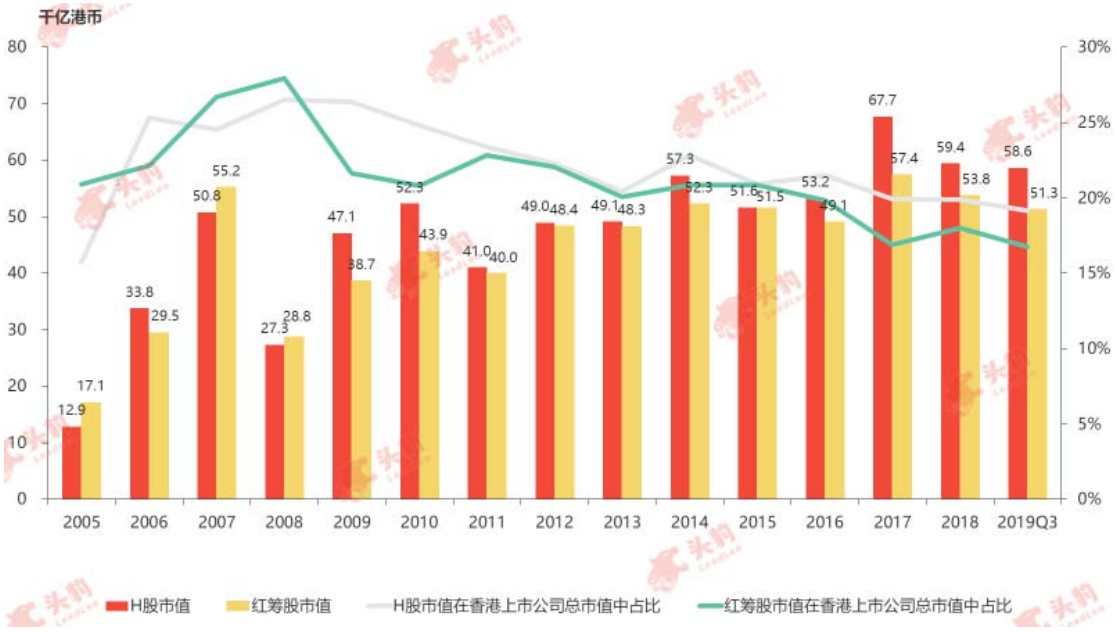
2018年香港前五大新股发行情况			2019香港前五大新股发行情况（截至2019年10月31日）		
企业	前五大新股融资金额（亿港元）	前五大新股融资金额在新股融资总额占比	企业	前五大新股融资金额（亿港元）	前五大新股融资金额在新股融资总额占比
中国铁塔	588.0	25.7%	百威亚太	450.8	33.3%
小米集团	426.1	18.7%	申万宏源	90.9	6.7%
美团点评	331.4	14.5%	翰森制药	90.4	6.7%
平安好医生	87.7	3.8%	中国东方教育	49.6	3.7%
江西银行	86.0	3.8%	信义能源	39.0	2.9%

来源：Wind，头豹研究院编辑整理

3.2 中国内地企业在香港上市的途径

中国内地企业可通过 H 股和红筹股形式在香港上市。近 15 年来，通过 H 股和红筹股形式上市的中资股数量逐年攀升，但增速至 2014 年后明显放缓。截至 2019 年 9 月底，在香港交易所上市的 H 股共 275 只，红筹股 174 只。从中资股的市值看，红筹股与 H 股市值在香港上市公司股票总市值中的占比缓慢下滑，但两者市值之和占比一直维持在 35%以上，即超过三分之一的香港上市公司的股票总市值由中国内地企业贡献。

图 3-3 中资股市值在香港上市公司总市值占比缓慢下降，2005 年-2019 年 Q3



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

对比早期的中国内地和香港资本市场，香港资本市场更国际化，金融市场法规制度更完善，二级市场流动性更高，因此众多企业选择在香港上市。但随着中国内地资本市场的完善、国际认可度的提高、科创板的设立以及注册制的开放，中国内地资本市场对企业的吸引力逐渐增强，中国企业赴港上市趋势放缓。目前，香港新股市场中资股数量依然缓慢攀升的原因在于以下两点：

（1） 虽然 2019 年第三季度上交所推出科创板并采用注册制，但由于科创板有特殊战略定位，不符合科创板战略定位的行业企业依旧只能选择主板、中小板以及创业板上市，而对于非科创板的 A 股板块依旧延用的是审批制度。审批制度下，企业上市流程复杂、门槛高，因此香港交易所对不符合科创板战略定位的企业仍有一定的吸引力。

（2） 企业如果在中国内地上市，控股股东股份需渡过 36 个月的锁定期后，才可在二级市场转让，而在香港上市的企业，发起人的股份锁定期一般只有 6 个月。

图 3-4 赴港上市的中国内地企业数量，2005 年-2019 年 Q3

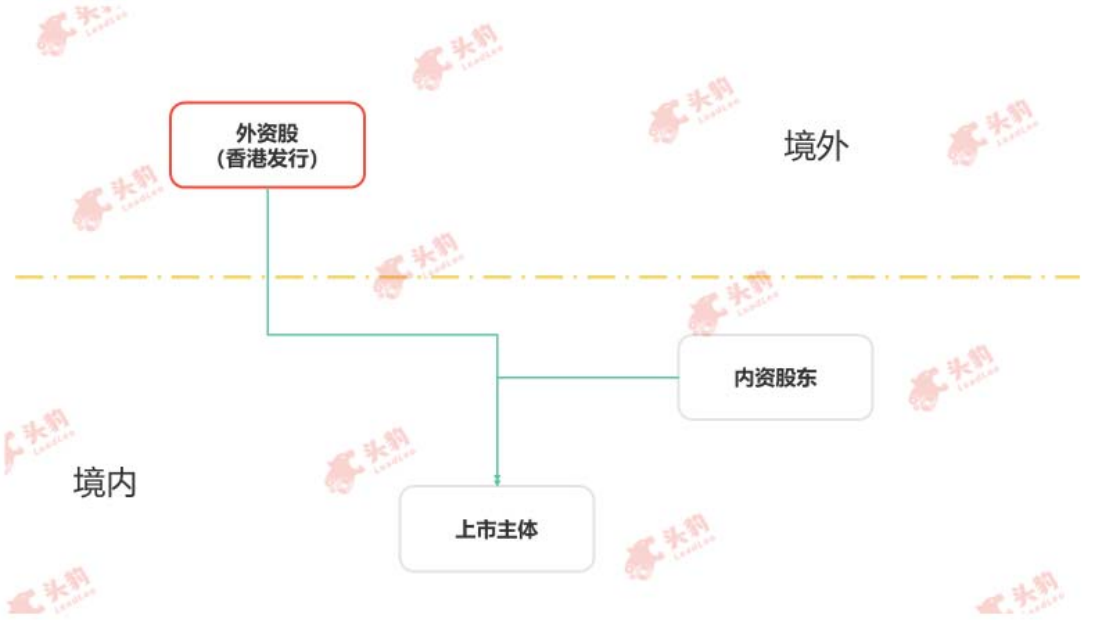


来源：Wind，头豹研究院编辑整理

3.2.1 H 股上市

中国内地注册的股份有限公司可同时在香港交易所和中国内地交易所上市，公司通过中国证监会及香港联交所审批后，可在香港股票市场发行外资股，剩余的内资股，可在中国境内 A 股挂牌上市，实现同时在内地和香港资本市场融资，典型的在中国内地以及中国香港同时上市的企业有中国人寿和中国平安等。通过 H 股模式在香港上市的企业的注册地为中国内地，因此公司仍需受中国证券法和公司法的约束。

图 3-5 H 股模式构架



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

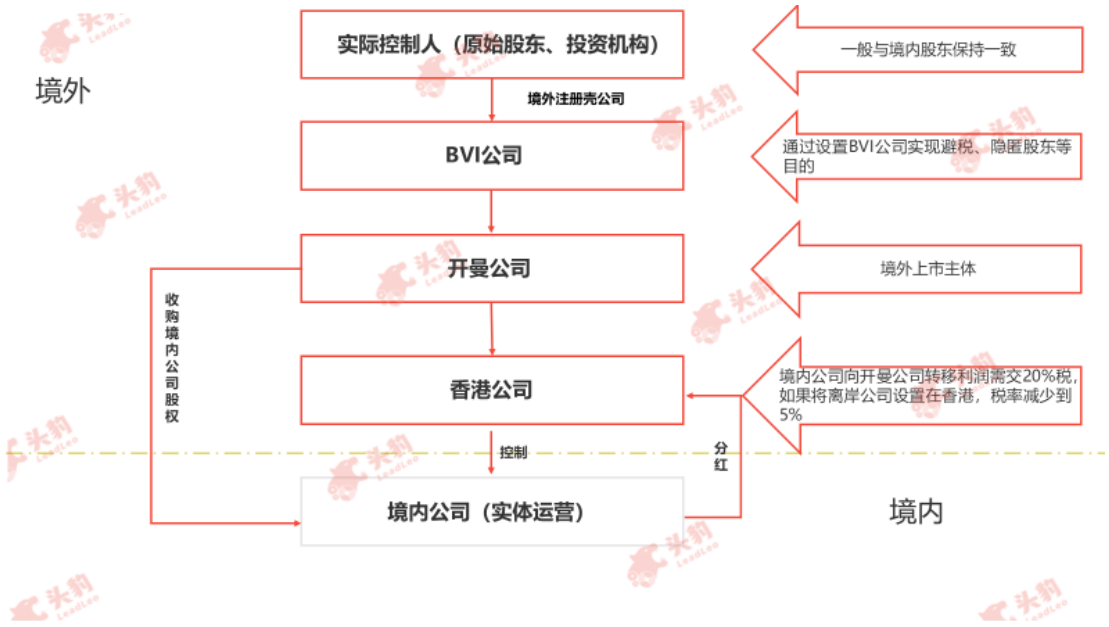
3.2.2 红筹股上市

H 股模式下，中国企业赴港上市需要得到中国证监会的审批，上市后同时受中国及香港法律约束，受监管较严。红筹模式下，中国内地企业可在境外设立上市主体，境外上市主体只需遵循所选的境外上市地的法律和香港法律。

（1） 典型红筹模式

中国境内企业股东于境外（如开曼群岛）设立离岸公司，由离岸公司作为上市主体，通过离岸收购中国境内公司的股权，实现在香港上市目的，但公司的主要运营资产和业务仍保留在中国境内。

图 3-6 典型红筹股构架



来源：头豹研究院编辑整理

在红筹模式下，离岸公司的注册地可选在百慕大、开曼群岛以及英属维尔京群岛（BVI），其中 BVI 以及开曼群岛更注重个人及公司隐私，隐秘度极高，董事和股东的信息不可公开查询，注册资本无需验资，因此更多企业选择将离岸公司设置在 BVI 以及开曼群岛。

对比 BVI 和开曼群岛，BVI 更适合作为壳公司的注册地。在 BVI 注册离岸公司程序简单，公司提交的资料无需认证。而在开曼群岛注册离岸公司，公司需要提交董事和股东的基本资料，并需要经核准的认证人士认证。

图 3-7 三大离岸公司注册地对比

	百慕大	英属维尔京群岛（BVI）	开曼群岛
公司设立标准	所有海外公司发行或转让股份都必须得到百慕大金融局批准，受益人必须向金融局公开身份，与申请书一起提交所有资料(公司大纲中包含的信息除外) 不对外公开	组建公司无须政府批准	组建公司无须政府批准
董事、高级管理人员和代表	海外公司的董事不得少于两人	海外公司至少要一名董事	海外公司至少应有一名董事
股东大会	海外公司每一日历年必须举行一次股东大会	无硬性要求	无硬性要求
股本金	公司至少应有12,000美元的发行股本金。不允许无记名股票和无面值股票	没有最低限度额定股本金或发行股本金，可以发行记名或者无记名股票	没有最低限度额定股本金或发行股本金，可以发行记名或者无记名股票

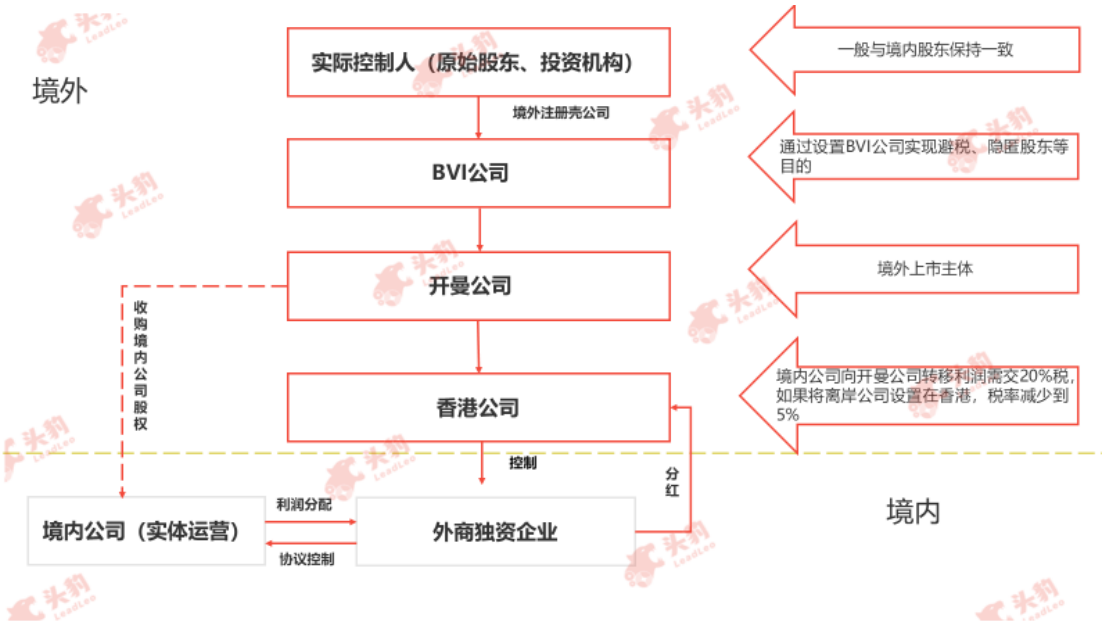
来源：头豹研究院编辑整理

（2） VIE 协议控制模式

在 VIE 协议控制模式下，中国境内企业的股东通过在境外注册上市主体，实现境外上市实体与境内运营实体相分离。境外上市主体在中国境内设立全资子公司（WOFE），设立在中国境内的全资子公司不实际开展主营业务，通过协议方式控制境内运营实体。VIE 协议控制模式可通过控制协议将中国境内运营实体的利益传输至境外上市主体，使境外上市主体的股东享受境内运营实体经营所产生的利益。

对比典型红筹模式，VIE 协议控制模式在中国境内设立 WOFE，通过 WOFE 以协议的方式控制境内运营实体。公司股东在境外注册公司离岸公司后，可直接选择以外资入股的方式控制中国境内的运营实体，即红筹模式。但若设立在中国境内的全资子公司的业务从属于中国政策限制外资进入的行业，如通信行业，则离岸公司无法通过直接入股收购的方式控制境内运营实体。在离岸公司无法直接入股收购中国境内运营实体时，离岸公司通过设立一系列协议控制和锁定中国境内的全资子公司和境外股东对境内公司的经营权，即通过 VIE 协议控制模式把控境内运营实体。

图 3-8 VIE 协议控制模式



来源：头豹研究院编辑整理