



大公国际：科创成长层之预先审阅机制助燃创新引擎

文/崔爱巧、范昱希

摘要

2025年6月18日，中国资本市场迎来一项关键制度创新。中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）正式发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，首次推出面向科技型企业的IPO预先审阅机制——一项借鉴境外“秘密递交”制度的改革。这项改革直击科技企业的核心痛点：在外部形势复杂多变的背景下，企业可减少发行上市阶段的“曝光”时间，保护信息安全与技术安全。而更值得关注的是，这只是证监会“1+6”政策组合拳中的一环，伴随着科创成长层的设立与第五套上市标准的重启，中国科技企业的资本之路正被重新塑造。

正文

一、改革框架，科创板制度创新的“1+6”政策矩阵

证监会主席在2025陆家嘴论坛上揭晓了深化科创板改革的“1+6”政策框架，这套组合拳瞄准了科技创新企业的融资痛点。

“1”代表在科创板内设立专门层次——科创成长层，同时重启暂停多时的未盈利企业适用第五套上市标准。成长层将聚焦服务三类企业：技术有重大突破、商业前景广阔、持续高研发投入的，但目前仍处于未盈利阶段的科技型企业。针对这一高风险板块，监管同步强化了配套措施：加强信息披露与风险揭示要求，实施更严格的投资者适当性管理，确保市场稳健运行。

“6”项配套改革则展现出监管层对科技企业需求的精准把握：引入资深专业机构投资者，为采用第五套标准的企业提供价值锚定；面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效；扩大第五套标准覆盖范围，将人工智能、商业航天、低空经济等前沿领域纳入支持范围；允许在审未盈利科技企业向老股东开展增资扩股，解决研发资金“青黄不接”问题；完善科创板公司再融资制度和战略投资者认定标准；增加科创板专属投资产品和风险管理工具。

这套政策矩阵形成从上市准入到持续融资、从企业供给到投资端的完整支持链条。同时，创业板同步启用第三套标准，接纳优质未盈利创新企业，形成板块间协同效应。

二、预先审阅，科技企业IPO的“隐形通道”

此次改革最具突破性的创新是面向优质科技企业试点的IPO预先审阅机制。这标志着中国资本市场正式引入境外成熟的“秘密递交”制度。该机制使符合一定条件的企业

能够申请交易所提前对申报文件进行非公开预审。预先审阅阶段的所有材料以及沟通内容均处于保密状态，仅当企业完成预审后正式提交 IPO 申请并公告时，才需要同步披露预审阶段的问询及回复文件。

这一设计精准解决了科技企业的核心痛点：

（一）保护技术安全：缩短敏感技术信息在审核阶段的暴露时长，降低核心知识产权被竞争对手窥探的风险；

（二）降低机会成本：企业依据预审反馈来决定是否继续推进 IPO，防止因公开申报失败而遭受市场信誉损失；

（三）把握时间窗口：预审机制有助于缩短正式审核周期，让企业能够更好地抓住有利的市场融资时机。

美国市场实践显示，秘密递交制度使企业可以灵活地确定发行窗口，待基本完成审核准备后再公开注册，从而降低市场波动对发行的冲击。

中国概念股企业在这方面已有成功先例，如禾赛科技（Hesai Group）通过秘密递表登陆纳斯达克，哔哩哔哩（Bilibili Inc.）以保密形式递表实现香港二次上市。而今，这一机制在科创板落地实施，这标志着我国资本市场国际化进程迈出了关键一步。

三、隐秘之忧，核心技术企业的上市困境

为何科技企业对 IPO 过程的“隐秘性”需求如此迫切？这源于科技创新生态的特殊属性。在外部环境复杂多变的当下，从事关键核心技术攻关的企业面临着双重压力：一方面要加速研发进度，另一方面又要防范技术泄露以及不正当竞争。传统的 IPO 审核流程要求企业在早期就公开大量技术细节，这无疑相当于在起跑前就向对手亮出了底牌。

科创板软件企业的现状凸显了这一矛盾。目前科创板已汇聚多家上市公司，根据 Wind 数据，截至 2025 年 6 月 18 日，科创板总市值为 7,324.72 亿元，覆盖基础软件、工业软件等“卡脖子”领域，这些企业的核心竞争力恰恰在于技术壁垒。以数据库领军企业武汉达梦数据库股份有限公司为例，其核心源码自主率达 100%，服务数百家金融机构的核心系统。工业软件企业广州中望龙腾软件股份有限公司通过完全自主化关键技术，正实现对国外软件的局部赶超。

这些企业的技术资料在审核环节提前曝光，可能带来不可逆的损失。正如索辰科技上海索辰信息科技股份有限公司收购欧洲电磁仿真巨头 WIPL-D 所揭示的：关键技术资产的获取可缩短十年研发周期，反过来也说明核心技术泄露可能导致十年领先优势荡然无存。

四、他山之石，国际秘密递交制度的成熟实践

中国的 IPO 预先审阅机制借鉴了境外资本市场的成熟经验。美国市场的实践为我们提供了重要参考。

美国“秘密递交”制度源于 2012 年《JOBS 法案》，允许年收入低于 10 亿美元的新兴成长企业秘密提交上市申请。这一机制包含两个关键阶段：

- （一）秘密审核草案阶段：发行人与 SEC 非公开沟通，反复修改注册说明书草案；
- （二）公开注册阶段：达成基本一致后转为公开审核，流程与常规 IPO 一致。

该制度优势显著：

- （一）降低尝试成本：企业无需支付完整审计费用即可获得监管反馈；
- （二）缩短信息暴露期：将敏感信息披露时点延迟至接近 IPO 发行时；
- （三）保留退出选择：若放弃 IPO，所有审核资料永不公开。

典型案例包括英特尔旗下 Mobileye 的上市之路。2022 年，Mobileye 通过秘密递交方式筹备 IPO。彼时其 EyeQ 系列芯片年销量达 2,810 万颗，手握 5,000 万辆新车订单。秘密审核使其既能获得监管指导，又能保护客户名单等商业机密。

如今科创板引入本土化版本，既是对国际最佳实践的吸收，更是适应中国科技企业发展需求的制度创新。

五、生态进化，科创板企业的蜕变之路

科创板的制度创新正在重塑科技企业的发展轨迹。开板数年来，这里已孕育出一批突破“卡脖子”技术的标杆企业。

在基础软件领域，国产替代正从“跟跑”转向“并跑”。湖南麒麟信安科技股份有限公司操作系统连续八次通过公安部四级认证，为国防、电力等关键领域构筑了安全屏障。北京金山办公软件股份有限公司实现了与国产芯片以及操作系统的兼容，构建起自主的办公生态。

人工智能赛道呈现多层次突破。云从科技集团股份有限公司在银行风控领域达到了 99.9% 的欺诈拦截率。深圳云天励飞技术股份有限公司 2024 年实现营业收入 9.17 亿元，同比增长 81%，业务拓展至算力运营以及 AI 可穿戴设备领域。嘉和美康（北京）科技股份有限公司的医疗大模型已经在北大三院落地应用，实现了诊疗全链条覆盖。

工业软件企业通过“内生研发+外延并购”加速破局。广州中望龙腾软件股份有限公司 2024 年收购英国 CHAM 公司，强化流体仿真能力。上海索辰信息科技股份有限公司更通过跨国并购获得电磁仿真关键技术，缩短十年研发周期。

这些企业的成长轨迹揭示了科创板生态的进化方向：

- （一）研发驱动：软件企业平均研发强度达 37%，远超市场水平；
- （二）并购赋能：依托“科八条”政策，通过并购获取关键技术；
- （三）生态重构：从单点突破到系统替代，构建自主产业生态。

随着科创成长层设立和预先审阅等机制实施，更多处于关键技术攻关期的企业将获得资本支持，加速中国科技自立自强进程。

六、资本新局，政策协同下的市场未来

预先审阅机制与科创成长层的设立，仅是资本市场服务科技创新的系统改革中的一环。其价值需要在政策协同中充分释放。

- （一）对未盈利科技企业，第五套上市标准重启与适用范围扩大是及时雨。人工智

能、商业航天、低空经济等前沿领域企业获得专属通道。创业板同步启用第三套标准，形成板块接力机制。

（二）专业机构投资者引入将优化估值定价。对采用第五套标准的企业，资深投资者的早期参与可提供更准确的价值判断，降低市场波动风险。

（三）融资工具创新满足企业发展全周期需求。在审未盈利企业获准面向老股东增资扩股，解决上市前资金瓶颈；科创板公司再融资制度完善则支持上市后持续发展。

（四）投资端改革同步推进。增加科创板专属投资产品和风险管理工具，吸引更多长期资金配置。证监会数据显示，首批科创综指 ETF 上市时曾出现“一日售罄”盛况，显示市场对科创资产的旺盛需求。

这些改革共同指向一个目标：构建“募投管退”良性循环的科技企业服务生态。当资本敢投、企业敢创、市场敢买的正向循环形成，科技创新与新质生产力发展将获得最坚实的金融基础设施支撑。如今，随着“秘密通道”开启，更多手握核心技术的企业得以在资本护航下穿越创新“死亡谷”。当技术秘密与资本公开的悖论被制度创新破解，我们或许将看到更多科技企业从实验室走向全球竞争舞台。资本市场改革始终服务于一个更宏大的目标：把中国式现代化的创新引擎全速发动起来。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。