

2025.04.11

香港上市准备实务要点 - 私募与风投机构的关键考量

香港上市制度架构与成功上市的要点

本文概述香港交易所（HKEX）各股份上市渠道的定位、具体要求与相关程序，并对比主板、GEM 及特殊规定市场（包括 18A、18B、18C）的不同要求，协助机构投资人了解香港市场的优势与近期的运作机制，及成功上市的要点。

1. 香港上市市场板块划分与定位

- **主板**
 - 面向较成熟、业绩稳健之企业。申请者须具备至少连续三年的经营记录，达到一定的盈利能力、流动资产规模及市场资本额要求。
 - 主板企业通常需具备较高的盈利、现金流和市场资本额，主板的流动性一般较高
- **GEM**
 - 基本门槛相对主板较低，但仍必须符合一定的规模、盈利或市场资本额要求
 - 以往一般作为转主板的踏脚石，2017 年创业板改革取消简化转主板申请程序
- 两板在上市后的持续信息披露要求大致保持一致。
- 所有上市渠道均需遵循《上市规则》中对信息披露、公司治理与内部控制的要求。
- **特殊规定市场及新型上市渠道**
 - **18A 章：** 18A 章允许未有收入的生物科技公司上市。主要上市要求包括：
 - **研发进度：** 公司需要证明其核心产品的研发已取得重大进展。
 - **专业投资者：** 公司需要获得相当数量的专业投资者的支持。
 - **市值测试：** 上市时市值至少港币 15 亿元。
 - **18B 章：** 18B 章允许特殊目的收购公司（SPAC）上市。SPAC 是一种空壳公司，通过 IPO 募集资金，然后收购一家私人公司，使其上市。主要上市要求包括：
 - **募集资金规模：** SPAC 需要募集至少港币 10 亿元的资金。
 - **独立第三方投资：** SPAC 需要获得一定比例的独立第三方投资。
 - **目标公司：** SPAC 需要在上市后 24 个月内完成收购目标公司。
 - **18C 章：** 18C 章允许特专科技公司上市。主要上市要求包括：
 - **研发投入：** 公司需要证明其在研发方面投入了大量资金。
 - **知识产权：** 公司需要拥有重要的知识产权。
 - **市值测试：** 上市时市值至少港币 100 亿元（如果公司符合某些条件，市值要求可以降低至港币 60 亿元）。

与其他市场的比较

- **中國大陸（上海、深圳、北京、新三板）**
 - 香港市场具有更快的审批速度、更国际化的投资者基础和更完善的法治体系。
 - 中国大陆市场对某些行业（如科技和高端制造业）可能提供更高的估值，吸引力较强。

- 香港资本市场在流动性、国际化和融资便利性等方面具有显著优势。首先，香港市场的流动性远胜新三板，后者尤其是基础层和创新层的股票交易清淡，往往面临成交匮乏的困境，而香港主板及 GEM 则能提供持续活跃的交易环境，便于投资者进出
- 香港作为国际金融中心，能够吸引全球资本，包括主权基金和国际机构投资者，这不仅提升了上市企业的国际知名度，也拓宽了融资渠道。相比之下，新三板主要依赖内地资金，且以机构投资者为主，市场深度有限。
- **納斯達克 (Nasdaq)**
 - 香港市场在吸引中国企业方面具有地缘优势，特别是在地缘政治风险加剧的背景下
 - 即便香港《保护关键基础设施（电脑系统）条例草案》已经颁布，香港政府依然有一套完善的保护机制，不会任意没收私人资产，此点极大提升投资者信心
 - 纳斯达克在全球科技企业中的品牌效应与流动性仍具竞争力。
- **倫敦證券交易所 (LSE)**
 - 香港市场交易量更大，且更受亚洲投资者青睐。
 - 与伦敦相比，香港市场更具活力，对新兴市场企业吸引力更高。
 - 伦敦市场在欧洲投资者中的影响力仍然较强，对部分欧洲企业更具吸引力。

香港上市市场关键指标比较表

	香港交易所 (HKEX)	中国内地市场(上海证券交易所、深交所等)	纳斯达克 (Nasdaq)	伦敦证券交易所 (LSE)
市场总值 (2025年)	约 4.10 万亿美元	上海: 约 6.60 万亿美元; 深圳: 约 4.38 万亿美元。	约 20.58 万亿美元	约 3.42 万亿美元
上市公司数量 (2025年)	约 2,600 家	上海: 约 2,200 家; 深圳: 约 2,800 家。	约 3,432 家	约 1,964 家
审批效率	审批中位数约 28 天; 证监会与港交所承诺在 40 个营业日内确认是否存在重大监管关注事项。	平均 3-6 个月, 部分行业需更长时间等待。	平均 60-90 天, 需符合美国会计准则及 SEC 审查标准。	平均 60-120 天, 特别是非欧洲发行人需满足额外合规要求。
市场流动性	全球资本进出活跃, 日均交易额强劲。	蓝筹股流动性较好, 但新兴板块流动性参差不齐, 受政策影响较大。	流动性极高, 特别是大型成熟企业; 中小型企业可能波动较大。	流动性中等, 市场交易活跃度受发行人国际化程度影响。
投资者基础	国际与内地投资者兼备; 2024 年每日平均交易额约 620.7 亿港元。	主要以中国国内机构与散户为主, 国际参与度较低。	全球投资者广泛参与, 尤其以科技类股票居多; 地缘政治风险对中国相关企业影响显著。	主要吸引欧洲及国际机构投资者; 对亚洲企业吸引力较弱。
行业支持	提供专门规则 (如 18A 专为未盈利生物科技公司、18C 支持高科技创新), 灵活应对跨境及创新型企业需求。	上交所聚焦蓝筹及国企; 深交所支持成长与创新企业; 新三板门槛低但规范性较弱。	偏好成熟且盈利的科技公司; 对未盈利企业审查更严。	传统行业 (能源、金融等) 较受青睐; 对创新型企业支持力度有限。
上市成本	上市费用相对低廉, 约 HKD 100,000-200,000。	官方费用较低, 但审批时间长、隐性成本较高。	上市成本较高, 通常超过 US\$295,000; 合规成本亦较高。	费用适中, 但非欧洲发行人可能需支付额外的法律及合规费用。
禁售 / 锁定期	传统为 6 个月; 新政策建议分批解禁: 部分股权 3 个月解禁, 其余 6	一般要求 12 个月锁定期, 旨在稳定市场、防止短期抛售。	约 90-180 天 (即 6 个月), 依照美国 SEC 规定。	通常约 6 个月; 具协商弹性, 可根据具体情况调整。

	香港交易所 (HKEX)	中国内地市场(上海证 券交易所、深交所等)	纳斯达克 (Nasdaq)	伦敦证券交易所 (LSE)
	个月解禁，以提升流 动性。			
IPO 定价与 价格发现	正在全面检讨定价及价 格发现机制，致力于提 升市场透明度与效率。	定价多受政府指导影 响，价格发现过程相对 不够透明。	定价灵活且透明，但非 美国企业可能面临折 扣。	定价机制稳定，但创新 型企业估值支持力度有 限。

2. 上市流程与简要节点

2.1 前期准备阶段 – 对公司重组及各项准备的投资人尽调及项目运营

- **财务尽职调查：**
 - 核查企业的财务报表、资金流向及盈利能力，确保符合香港交易所的上市要求（如主板的盈利记录或市值标准）。
 - 确保财务数据的准确性及透明度，并准备独立核数报告。
- **业务尽职调查：**
 - 评估企业的核心业务模式、成长潜力及市场竞争力，特别是对 GEM 或 18C 规定的科技型企业。
 - 确保业务运营符合香港及母国的法律法规，避免潜在的合规风险。
- **法律尽职调查：**
 - 检查企业的重组方案、股权结构、关联交易及重大合同，确保不存在潜在的法律纠纷或风险。
 - 确保企业的公司治理结构符合《上市规则》的要求，包括董事会组成及内部控制机制。
- **协议与项目运营：**
 - 与 PE 投资人签署协议（上市表格提交前不少于 6 个月），明确资本及股权结构，投资人权利。
 - 约定项目运营参与机制，准备投资人关注的初步上市资料，包括公司治理报告、业务概述及市场前景分析等。

2.2 中期审查阶段（约 2 个月前） - 保荐人及文件准备

- **保荐人协议：**
 - 机构投资者推动公司与指定保荐人签署正式协议
 - 保荐人负责协助企业准备上市申请文件，并确保其内容符合香港交易所的规定。
- **文件准备与核对：**
 - 完善 A1 文件（上市申请文件），包括以下内容：
 - 承销协议：确保有足够的资金支持及市场分销能力。
 - 核数报告：由独立核数师提供，证明财务数据的准确性。
 - 其他文件：如基石投资协议、与机构投资者相关的安排及法律意见书。

2.3 提交与审查阶段 - A1 文件系统提交

- **电子化申请：**
 - 利用香港交易所的 FINI 平台（Fast Interface for New Issuance），实现无纸化办理，提升申请效率。
 - 实现全面无纸化办理，不仅提升效率，同时减少因人工操作带来的错误，提高文件真实性与数据可追溯性。
 - 文件提交当日，系统自动分配股票代码，并同步上载招股说明书。
- **审查与反馈：**
 - 香港交易所及证监会（SFC）对 A1 文件进行审查，重点关注以下方面：
 - 财务数据的准确性及透明度。
 - 业务模式的可持续性及其市场竞争力。
 - 法律合规性及风险控制机制。
 - 若文件存在问题，交易所将发出反馈意见，企业需在规定时间内进行修正。

2.4 上市后运营 - 持续披露与锁定期管理

- 上市后企业需定期提交中期报告及年度报告，并披露重大事项（如并购、资本变动等）。
- **锁定期 (Lock-up Period) :**
 - 锁定期的设置旨在防止短期内过度抛售，维护市场稳定及投资者信心。
 - 基石投资者通常需遵守 6 个月（联交所正在考虑修改）的股份锁定期，具体天数依照上市板块及联交所的决定而定。
 - 港交所早前就优化 IPO 进行咨询，包括建议基石投资者禁售期由 6 个月，改为分 3 个月及 6 个月两次解禁。

2.5 补充说明与最佳实践

- 上市流程的每个阶段均需严格按照时间表执行，确保文件准备及审查过程不出现延误。
- 建议企业聘请具备丰富经验的专业律师及保荐人团队，协助处理文件准备、法律合规及风险控制。
- 参考过往成功及失败案例，从中吸取经验教训，避免因文件瑕疵或合规问题导致退回申请或拒件。

二、投资人需警觉的潜在风险

本部分侧重解析香港上市过程中，投资人与企业可能面临的各项潜在风险，并以公开案例与最新监管动向作佐证，协助投资人提前识别、评估并化解风险。

退回案例与拒绝案例的基本定义

1. 退回案例 (Returned Case) : 根据《上市规则》第 9.03(3)条，上市申请文件必须达到「实质完整性」，即包括所有必要披露资料。当文件因资料不全、格式错误或关键文件（例如重组计划）叙述不足时，交易所会要求申请人补正，并退回申请。此类情况属于程序性问题，有机会通过补充资料解决。
2. 拒绝案例 (Rejected Case) : 即使文件已达到实质完整，但若企业基本条件（如财务状况、公司治理、内部控制及重组方案）未能符合《上市规则》（特别是第 2.03, 2.06 条及第 8 章）的要求，则交易所会直接拒绝其上市申请。其中，申请人不适合上市属于常见的原因。例如公司重组失败，企业提出的重组方案无法从根本上改善内部控制和治理结构属于决定性的否定因素，难以仅依靠文件补救，导致公司无法上市。

1. 国家安全与合规性风险

- **法律框架要求:**
 - 上市企业不仅须全面遵守香港《上市规则》，同时还必须符合企业所处司法区的法规，如近年中国内地与香港本地涉及国家安全的各项法律要求。
 - 如企业营运或财务操作中出现与国家安全相关的疑虑，联交所有可能在审查时退回申请，或直接拒绝上市申请。
- **案例说明：公司 A (HKEX LD100-2016, 2015 年拒绝个案)】**
 - 公司背景：公司 A 为一家矿业公司，其主要业务及资产均位于高危地区。
 - 拒绝原因：
 1. 政治及法律风险：公司 A 所处的司法区政局不稳、法制及透明度欠佳，同时根据透明国际所发布的「全球贪腐观感指数」，该区域的贪腐风险较高，令人质疑公司是否能有效开展业务以及保障资产所有权。
 2. 业务持续性不足：在业务纪录期间及之后，公司 A 一项主要工程的生产测试时间表屡次延误，而其他矿业工程亦因等待勘探许可证续期（该许可证申请以来一直未续期）而停止运作。
 - 基于上述因素，联交所认为公司 A 在国家安全与业务持续性方面存在重大风险，拒绝其上市申请。
- **应对措施:**
 - 投资人应在前期尽职调查环节中增加国家安全及技术安全审查，并邀请专业法律与科技顾问参与评估，确保企业营运符合最新监管要求。

2. 公司治理缺陷或反洗钱相关（AML）风险

- 联交所一般情况下要求重大不合规事件在上市前得到全面整改，除非有关整改不适用或无法实现。
- 许多表面具备合法牌照（例如持有 SFC 1、4、9 牌照）的企业，在实务操作中可能通过关联公司或第三方机构进行资金调动，内部控制不足容易引发 AML 风险。
- 资金流向的不透明及未经充分监管的跨部门操作，往往成为 HKEX 退回申请或拒件的主要原因之一。
- 企业在上市前应聘请专业审计机构进行全方位 AML 内控评估，并建立完善的内部审计与合规监控机制；
- **案例说明：重组失败 —— T 公司（HKEX-LD121-2019）**
 - T 公司主要从事集成电路产品的采购、销售及应用解决方案与设计服务，在香港与内地拥有五家主要附属公司，分属「香港集团」与「内地集团」。
重组前，香港集团由 A 先生全资拥有、内地集团则由 B 先生及其配偶全资持有；2017 年重组后，控股权调整为 A 先生持有 90%，B 太太持有 10%。尽管双方签署了确认自 2011 年以来一致行动的文据，但实际上两集团之控股股东并未交叉持股、担任董事或管理职位，也缺乏正式协议证明双方对对方集团盈亏共担的安排。
 - **交易所质疑与决策：** 联交所在审查中发现，重组后香港集团与内地集团在财务和管理上依然独立，无法证明整合后能产生实质经济效益。交易所认定该重组仅属「包装上市」，违反《主板规则》第 8.05 条关于业务持续性的要求，最终拒绝 T 公司的上市申请。
 - 此案例突显出，若企业重组仅停留于形式，未能实现内部整合与协同效应，则容易暴露治理缺陷，导致资金流向不透明及 AML 风险上升，对业务持续性产生决定性负面影响。投资人应密切审核企业的重组方案及控股与管理安排，防范「包装上市」带来的隐性风险。

3. 数据安全与资讯披露漏洞

- 科技平台及数据密集型企业在上市文件中必须完整披露数据管理、跨境数据流及信息安全措施；
- 若企业在数据安全存在漏洞或未能依照《个人资料（私隐）条例》等法规进行充分披露，可影响上市资格。
- 与其他国际市场相比，香港对数据安全的重视程度在不断提升，部分案例显示，因数据保护不足而遭遇审查阻碍的企业较为罕见，但一旦发生，后续整体上市进程将受到重大影响。
- 投资人应密切关注企业招股说明书中关于数据安全防护措施的描述，并要求补充必要技术证明。

4. 文件瑕疵与资料不全

- 文件资料不齐全、除了格式问题外，关键合同（如承销协议、营运协议）缺失，有关的披露过于笼统、重要资讯披露不足是 HKEX 审查常见的退回申请原因，直接导致上市进程延误。
- 有企业因附件资料欠缺及数据计算存在瑕疵，在提交 A1 文件后收到 HKEX 退回申请，最终影响上市时间表。
- **案例说明：公司 L（HKEX-LD91-2015）**
公司 L 是《主板规则》第十八章界定的矿业公司，在中国内地从事勘探业务。
公司 L 合格人士报告的有效日期距上市文件刊发日期超过六个月，不符合《主板规则》第 18.24(2) 条及本指南第 2.6 章的规定，该等条文规定申请人须提交合格人士报告，而报告的有效日期（指合格人士报告内容有效的日期）须为刊发上市文件日期之前不超过六个月。合格人士报告内容的有效日期应为评估当日（即资源量及储量被估算或估值当日），而非签署合格人士报告当日。鉴于上述情况，联交所认为该上市申请的资料并非大致完备，因此退回上市申请。

6. 特定高风险行业与资产类型风险

- **行业风险：**
 - 某些行业如博彩、古董特殊资产管理等，由于可能涉及反洗钱、资金流向不透明或涉嫌非法行为，常被列为高风险行业；

- 同时，部分企业若持有如关键基础设施或战略资产（例如港股中部分大型企业持有国际枢纽资产）时，一旦遇到国际或地缘政治变数，也可能面临资产冻结或强制调整风险。
- 投资人应在投资前对目标企业的核心业务模式及资产质量进行严格审查，并深入了解其是否因业务性质而存在特殊监管或政策风险。
- **案例说明：公司 B（HKEX-LD100-2016）**
 - 公司 B 从事博彩相关业务，作为赌场营运商旗下赌场贵宾厅的介绍机构，其收入来自赌场支付的报酬及向博彩中介支付的佣金。
 - 交易所在审查中发现以下核心问题：
 1. **财务表现下滑**：受激烈竞争影响，该公司业绩持续走低，趋势非暂时性。
 2. **关连付款疑虑**：一次性向关连人士支付的大额服务费占据大部分销售及行政费，令人质疑其真实性与合理性。
 3. **业绩基准大幅变动**：自第二年第三季起，用以计算收入的基准发生重大变化，导致过往表现无法准确预示未来。
 - 内部控制及治理缺陷令其资金调动不透明，增加了 AML 风险与业务持续性不确定性。交易所基于上述疑虑拒绝了公司 B 的上市申请。

5. 市场宣传及预披露限制

香港上市规则严格限制 IPO 营销，所有宣传资料需经香港交易所审批，禁止未经许可的促销活动，以防误导投资者，违规可能延迟上市时间表。相比之下，纳斯达克允许 IPO 期间发布研究报告，注重披露透明而非禁止营销；中国在招股书发布前禁止促销，之后允许有限推广；新加坡无明确禁令，强调招股书完整披露。对私募股权及风险投资专业人士而言，香港与中国的严格监管要求更谨慎的市场策略，而纳斯达克及新加坡的灵活性则有利于国际化推广。了解各地规则差异有助于优化 IPO 营销计划。

7. 律师与专业顾问在风险管控中的角色

- **法律支持：**
 - 律师可提供从文件准备、内部治理、反洗钱、数据安全到项目协调等全方位服务，协助企业深入识别并化解各项风险。
 - 结合过往成功案例，专业团队能够在企业上市前识别出潜在“红旗”问题，并提出针对性整改方案，降低被退回或被拒风险。

香港上市过程中，无论是国家安全、AML、数据保护、文件资料正确性、预披露限制，还是针对高风险行业的特殊挑战，都需要企业及投资人做到提前审查与多重防控。专业律师与顾问在上市全盘规划、风险识别与治理中扮演关键角色，能够灵活应对各种潜在“红旗”问题，从而推动上市进程顺利完成。

结语

香港上市不但在上市流程、电子化办理、资讯披露与内控机制上具备成熟体系，同时也因其灵活的资金流动与相对稳健的法律环境，成为投资人的重要考虑目标。然而，从国家安全、AML、数据安全到文件正确性等多个角度出发，企业及投资人必须精细审核、严密分工，才能避免因内部疏漏或违规操作而造成的上市阻碍。

投资人具体行动建议：

- **加强尽职审查**：投资人应在投资决策前，对目标企业的财务、治理、内控及合规管理进行全方位审查；
- **聘请专业顾问**：无论是文件审核、数据安全还是 AML 控制，均建议企业及投资人与具有丰富经验的专业律师有效合作；
- **关注最新监管动态**：定期跟进 HKEX 公告与国内外监管趋势，并根据最新要求及时调整内部控制方案；
- **建立长效风险管理机制**：在企业上市成功后，仍需建立健全的持续监管机制以应对市场变化，确保投资人利益长期受保护。

<https://www.hk-lawyer.org/content/top-five-reasons-rejection-hkex-listing-applications-%E2%80%93-and-how-avoid-them>

<https://expatinvestchina.com/chinese-stock-exchanges-compared/#:~:text=Market%20Capitalization%20and%20Listed%20Companies,->

[As%20of%20early&text=Shenzhen%20Stock%20Exchange%20\(SZSE\)%3A,Exchange%20\(BSE\)%3A%20%2463.59%20billion](#)
[https://listingcenter.nasdaq.com/Assets/Initialguide.pdf](#)
[https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/1.2D_Non-compliances.pdf](#)
[https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/A.9_Non-compliances.pdf](#)
[https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/HKEXCN_TC_12754_VER37851.pdf](#)

本文内容仅供参考及不应被依据作为法律意见。

© 2025 JCHM Limited. All rights reserved.