

# 红筹企业境内上市若干问题梳理

作者：肖毅 丁锋

## 引言

中共中央办公厅、国务院办公厅日前发布《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》，其中一项举措为“允许在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业，按照政策规定在深圳证券交易所上市”。2025年6月12日，国家发展改革委副主任李春临，广东省委常委、常务副省长张虎，深圳市委副书记、市长覃伟中和科技部副秘书长苗鸿在国新办新闻发布会上就市场关注热点给予解答，也提到“支持符合条件的香港联合交易所上市公司在深圳证券交易所发行上市存托凭证”。我们注意到，不同于过往鼓励境外公司回归A股上市的政策法规中对发行人主体资格的限定，本轮政策热点中并未将赴深交所发行CDR上市的公司主体限定在“红筹企业”，这一区别是否预示着我国资本市场迈向国际化的步伐又进一步，还有待观察。

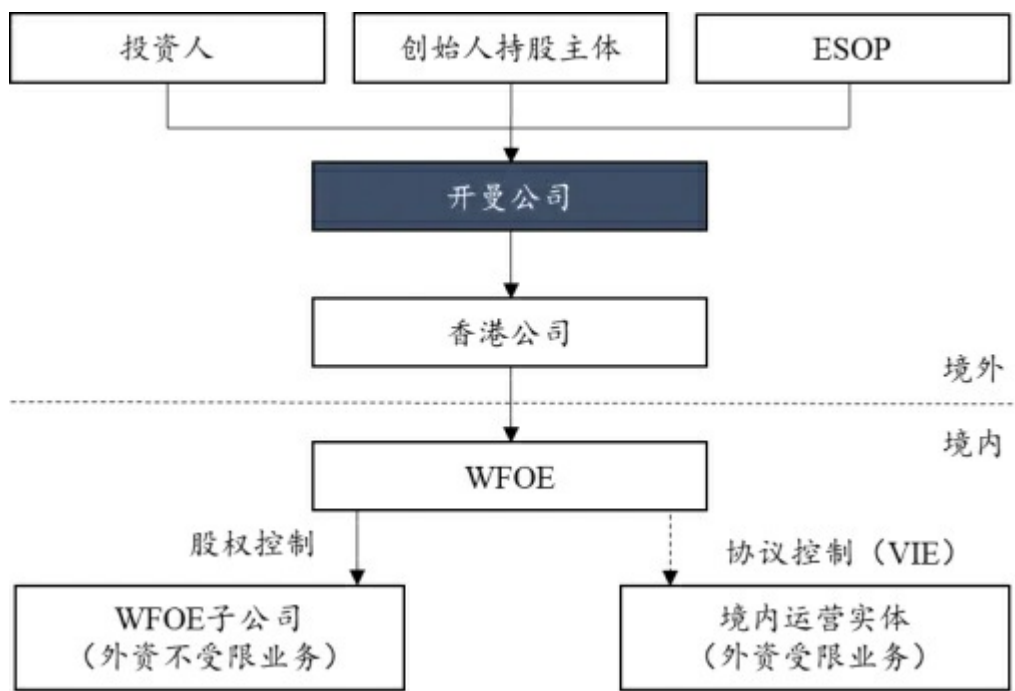
随着境外上市公司赴境内上市再一次受到市场关注，我们就此类项目中相对更为复杂的红筹企业境内上市结构市场普遍关心的问题进行了简要回顾和梳理。目前，监管部门尚未出台与本轮政策热点配套的新法规或规则，本次梳理均基于已有的规则和做法；同时，过往已经实现A股上市的红筹企业案例也具有较高的参考价值（名录详见后文）。我们期待有更多符合条件的境外企业登陆境内资本市场，实现国家、企业、投资者的多方共赢。

## 1

### 什么是红筹企业？

红筹企业，是指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。

常见红筹企业架构如下：



## 2

### 红筹企业境内上市有行业限制吗？

限于以下高新技术产业和战略性新兴产业：（1）互联网，（2）大数据，（3）云计算，（4）人工智能，（5）软件和集成电路，（6）高端装备制造，（7）生物医药，（8）新一代信息技术，（9）新能源，（10）新材料，（11）新能源汽车，（12）绿色环保，（13）航空航天，及（14）海洋装备等。

但是，具有国家重大战略意义的红筹企业可不受前述行业限制。

## 3

### 红筹企业境内上市的发行上市条件？

目前，境内各大上市板块中，上交所主板、科创板，深交所主板、创业板，均允许红筹企业上市；北交所暂不允许。

#### （1）市值及财务指标

针对已在境外上市红筹企业和未在境外上市红筹企业，境内上市设置了不同的市值及财务指标要求：

| 市值与财务指标<br>(满足其中一套即可) |                   | 主板                                                                                              | 科创板/创业板 |
|-----------------------|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 已在<br>境外<br>上市        | 市值                | 市值 $\geq 2,000$ 亿元                                                                              |         |
|                       | 市值+技术优势           | 1、市值 $\geq 200$ 亿元；<br>2、拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位                                 |         |
| 未在<br>境外<br>上市        | 市值+营业收入           | 1、市值 $\geq 200$ 亿元；<br>2、最近一年营业收入 $\geq 30$ 亿元                                                  | /       |
|                       | 市值+营收增长+技术优势      | 1、市值 $\geq 100$ 亿元；<br>2、营业收入快速增长；<br>3、拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位                           |         |
|                       | 市值+营业收入+营收增长+技术优势 | 1、市值 $\geq 50$ 亿元；<br>2、最近一年营业收入 $\geq 5$ 亿元；<br>3、营业收入快速增长；<br>4、拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位 |         |

营业收入快速增长是指：

- 1、最近一年营业收入不低于人民币5亿元的，最近三年营业收入复合增长率10%以上；
- 2、最近一年营业收入低于人民币5亿元的，最近三年营业收入复合增长率20%以上；
- 3、受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，发行人最近三年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平。

处于研发阶段的红筹企业和对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营业收入快速增长”上述要求。

## (2) 其他发行上市条件

| 其他发行上市条件 | 主板                                                                                                                                                                                                       | 科创板/创业板                                          |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 主体资格     | 持续经营三年以上                                                                                                                                                                                                 |                                                  |
| 财务规范     | 会计基础工作规范，内控制度健全且被有效执行                                                                                                                                                                                    |                                                  |
| 业务完整     | 业务完整且具有直接面向市场独立持续经营的能力                                                                                                                                                                                   |                                                  |
| 经营规范     | 发行人及其控股股东、实际控制人、董监高满足经营合法合规要求                                                                                                                                                                            |                                                  |
| 发行后股份数量  | 发行后的股份总数/发行后的存托凭证总份数不少于 <u>5,000</u> 万股/5,000 万份                                                                                                                                                         | 发行后的股份总数/发行后的存托凭证总份数不少于 <u>3,000</u> 万股/3,000 万份 |
| 公开发行股份占比 | <ul style="list-style-type: none"><li>发行股票的，公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；股份总数超过 4 亿股的，公开发行股份的比例为 10%以上。</li><li>发行存托凭证的，公开发行的存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的 25%以上；发行后的存托凭证总份数超过 4 亿份的，公开发行的存托凭证对应基础股份的比例为 10%以上</li></ul> |                                                  |

4

红筹企业境内上市如何选择上市板块？

2023年2月全面股票发行注册制实施后，境内多层次资本市场体系更加清晰，基本覆盖不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业。

红筹企业境内上市可选板块：沪主板、科创板、深主板、创业板。各板块定位差异如下：

|    | 主板                      | 科创板                       | 创业板                               |
|----|-------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 定位 | 突出“大盘蓝筹”特色              | 面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求 | 深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势 |
|    | 重点支持业务模式成熟经营业绩稳定、规模较大、具 | 优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新  | 主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术          |



|      |                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                     |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 有行业代表性的优质企业                                                                                                                                                                                                                  | 能力突出,主要依靠核心技术开展生产经营,具有稳定的商业模式,市场认可度高,社会形象良好,具有较强成长性的企业                                              | 术、新产业、新业态、新模式深度融合                                                                                                                                                                                                                   |
| 行业要求 |                                                                                                                                                                                                                              | (一)新一代信息技术领域<br>(二) 高端装备领域<br>(三) 新材料领域<br>(四) 新能源领域<br>(五) 节能环保领域<br>(六) 生物医药领域<br>(七)符合科创板定位的其他领域 |                                                                                                                                                                                                                                     |
| 负面清单 | <p>*禁止:(一)明显不符合板块定位;(二)控股股东、实际控制人或第一大股东涉及敏感股东;(三)从事学科类培训、白酒、类金融、殡葬、宗教等产业政策明确禁止上市的业务;(四)从事银行、证券、保险、期货、金融控股、互联网平台、图书出版、影视、军工等业务需行业主管部门审查同意上市,申报时未取得相关批复的;(五)业务为简单模式创新尚不成熟、烧钱补贴主业、爆发式加盟扩张,持续盈利或经营能力较难判断。</p> <p>限制:(一)产品为食品</p> | <p>限制金融科技、模式创新企业在科创板发行上市。</p> <p>禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板发行上市。</p>                                 | <p>下列行业企业原则上不支持其申报在创业板发行上市,但与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外:(一)农林牧渔业;(二)采矿业;(三)酒、饮料和精制茶制造业;(四)纺织业;(五)黑色金属冶炼和压延加工业;(六)电力、热力、燃气及水生产和供应业;(七)建筑业;(八)交通运输、仓储和邮政业;(九)住宿和餐饮业;(十)金融业;(十一)房地产业;(十二)居民服务、修理和其他服务业。</p> |

|                                                                                                                                                                                                                             |                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 限制：（一）所属行业、家电、家具、服装鞋帽等相对传统、行业壁垒较低的大众消费类企业；（二）从事快销餐饮连锁业务企业，综合考虑经营期限、企业规模、品牌知名度、大众口碑、运营规范等因素审慎掌握；（三）从事新冠核酸、抗原产业链等涉疫业务企业，综合考虑疫情防控常态化以后生物医药企业涉疫业务收入占比、持续经营能力或者原为生物医药企业、后参与涉疫业务等因素审慎掌握；（四）经营稳健但没有多少成长空间的"小老树"；（五）股东或业务已经引发重大舆情的。 | 禁止产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中的淘汰类行业，以及从事学前教育、学科类培训、类金融业务的企业在创业板发行上市。 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|

\* 来自一份“主板红绿灯”文件，未经公开文件证实。

企业还应关注相应板块对于新股发行上市的条件要求，包括相关板块的股票上市规则、相关交易所的专项细则等，结合自身的行业属性、财务指标等实际情况并参考相关板块的整体估值和流动性等因素综合考量，选择最适合的上市板块进行申报。

存在AB股的红筹企业可以境内上市吗？

目前主板、科创板和创业板允许。各板块针对特殊表决权企业的市值及财务指标要求如下：

| 市值与财务指标<br>(符合其中一套即可) | 主板                                               | 科创板/创业板                        |
|-----------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------|
| 市值                    | /                                                | 1、市值≥100 亿元                    |
| 市值+营业收入               | /                                                | 1、市值≥50 亿元；<br>2、最近一年营业收入≥5 亿元 |
| 市值+净利润                | 1、市值≥200 亿元；<br>2、最近一年净利润为正                      | /                              |
| 市值+净利润+营业收入           | 1、市值≥100 亿元；<br>2、最近一年净利润为正；<br>3、最近一年营业收入≥10 亿元 | /                              |

已境内上市的九号公司存在表决权差异。

6

**带有 VIE 结构（协议控制架构）的红筹企业可以境内上市吗？**

如发行股票，中国证监会审核/注册环节将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理。

如发行 CDR，规则层面尚不涉及前述征求意见的环节。

已境内上市的九号公司即带有 VIE 结构，发行的证券品种为 CDR。

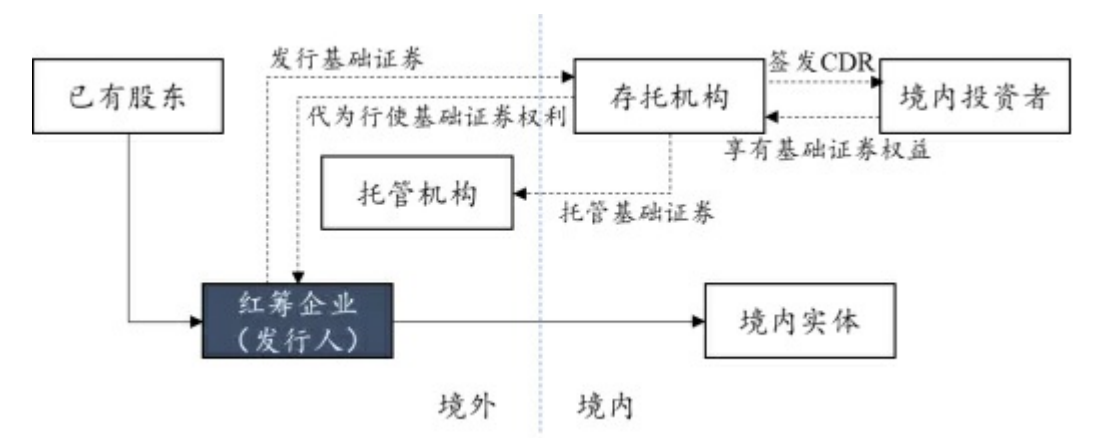
7

**什么是发行 CDR？**

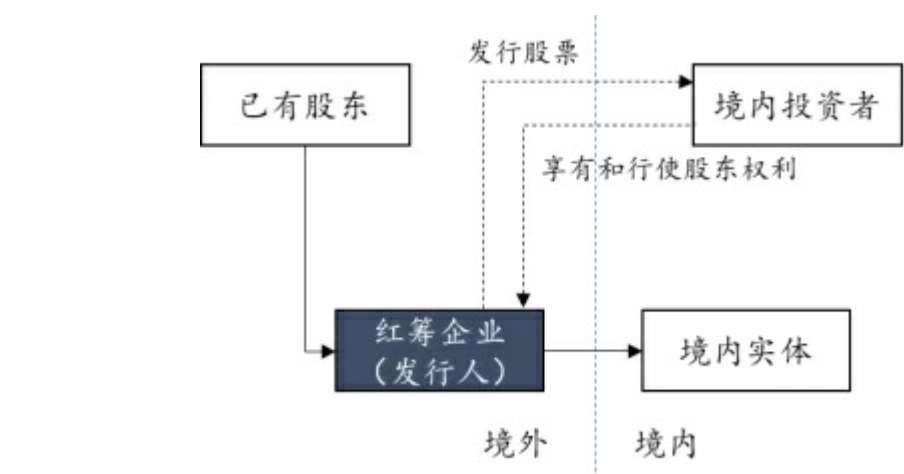
CDR 是中国存托凭证（Chinese Depositary Receipt）的简称。存托凭证是《中华人民共和国证券法》规定的证券品种之一，可在境内证券交易所上市交易。

红筹企业发行CDR的结构下，CDR持有人并非直接持有发行人的境外基础证券，而是依法享有CDR代表的发行人境外基础证券权益，并按照存托协议约定通过存托机构行使其权利。存托机构应按照存托协议约定，根据存托凭证持有人意愿行使境外基础证券相应权利，办理代为行使表决权、存托凭证分红、派息等业务。存托机构可委托托管机构管理境外基础证券。

红筹企业发行CDR的架构如下：



相较之下，红筹企业发行股票的架构如下：



红筹企业在境内发行股票和发行CDR的主要区别？

红筹企业发行股票和发行CDR的主要区别如下：

法律关系：如前文所述，发行CDR相较于直接发行股票的法律结构更为复杂，且由于存托



机构和托管机构的加入，发行人需额外支付一定数额的存托费用。

**VIE的审核：**如前文所述，存在VIE结构的红筹企业发行股票的，中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理；发行存托凭证的，应于首次公开发行时，在招股说明书等公开发行人文件显著位置充分、详细披露相关情况，特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施，规则层面暂不涉及中国证监会征求其他部委意见。

**发行证券的数量：**发行股票的情况下，主板上市的红筹企业已发行股份数量加上本次新发行的A股合计应不低于5000万股，科创板、创业板上市的红筹企业发行股份数量加上本次新发行的A股合计应不低于3000万股，公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上

（公司股份总数超过4亿股的，公开发行股份的比例为10%以上；若红筹企业已在境外上市的，境内外公开发行的股份可合并计算）。发行CDR的情况下，主板上市的红筹企业发行后的存托凭证总份数应不低于5000万份，科创板、创业板上市的红筹企业发行后的存托凭证总份数应不低于3000万份，公开发行的存托凭证对应基础股份应达到公司股份总数的25%以上（发行后的存托凭证总份数超过4亿份的，公开发行存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的10%以上）；对于已在境外上市的红筹企业，由于境外上市股份不属于“存托凭证对应的基础股份”，则新发行的CDR对应基础股份应达到公司股份总数的25%以上

（发行后的存托凭证总份数超过4亿份的，公开发行存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的10%以上），严格按照上市规则条款将导致境内外公开发行的股份无法合并计算，建议可在具体项目上与监管机构就此进一步沟通。

**交易类强制退市指标：**发行股票的情况下，连续20个交易日每日股东数量均低于一定人数将触发强制退市指标，其中主板规定为2000人，科创板和创业板规定为400人；发行CDR的情况下，不适用这一规定。此外，在连续特定交易日累计股票成交量、每日股票收盘价、每日股票收盘市值方面，发行CDR的企业在适用方面有相应调整。

除上述外，红筹企业在境内发行股票与发行CDR不存在显著差别。

#### 未上市红筹企业境内上市后老股东持有的股份能否在境内市场流通？

未上市红筹企业到境内上市，其老股东通过将持有的存量股份登记、存管于中国证券登记

结算有限责任公司，可以实现老股在境内市场的流通；如果红筹企业发行CDR，则老股东将其持有的存量股份转换为对应的存托凭证后，可以实现存托凭证在境内市场的流通。

需要注意的是，由于此类未上市红筹企业的老股东减持普遍可能涉及较大金额的用汇需求，因此在上市申报前需要就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，报中国证监会，由中国证监会征求外汇管理等相关主管部门的意见。

## 10

### 已上市红筹企业境内上市后原境外上市的股票与境内市场上市的股票是否可以互相转换？

目前还不可以。

## 11

### 已上市红筹企业境内上市对公司治理的影响？

对于拟申请A股上市的红筹企业的公司治理安排，境内监管机构在牢守投资者权益保护这一底线的基础上，总体上保持着较为包容开放的态度。具体而言，红筹企业的股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规的规定，但其投资者权益保护水平（包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等方面）总体上应不低于境内法律法规规定的要求。特别是对于已在境外上市的红筹企业，由于需要持续符合已上市交易所上市规则对于公司治理的要求，相对于未上市红筹企业向境内公司治理规则的靠拢程度，审核上倾向于更为宽容。

## 12

### 红筹企业不同注册地的法律法规、监管要求对境内上市是否存在影响？

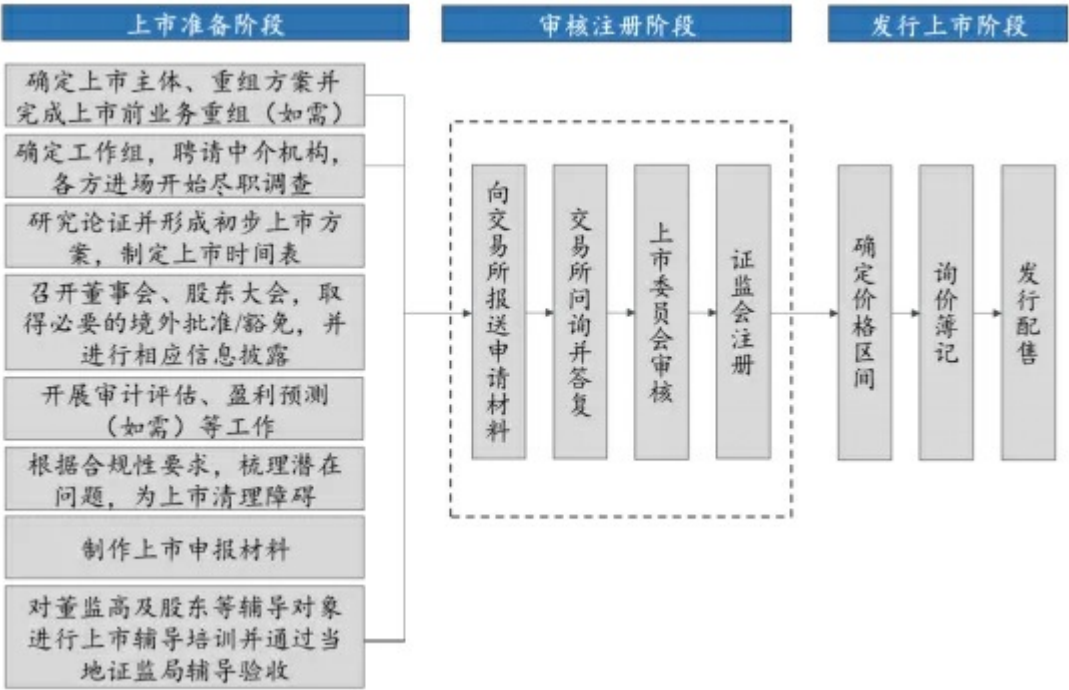
红筹企业依据其注册地的法律法规登记设立并存续，若当地的法律法规、监管要求对于该企业到中国境内上市存在特别规定，企业也应当予以遵守。基于我们目前的观察，红筹企业的注册地以开曼群岛、英属维京群岛、中国香港等地区最为常见。其中，开曼群岛和英

属维京群岛对于当地企业到中国上市的监管要求总体较为灵活，相对地，注册于中国香港的红筹企业在发行A股股票时则需面对和解决中国香港《公司条例》下制度层面及技术操作层面的相关特别要求。

13

红筹企业境内上市的一般流程是怎样的？

红筹企业境内上市的一般流程如下：



针对已在境外上市的红筹企业申请境内上市，发行人及中介机构还需要特别关注根据其上市地的相关规则应履行的内外部审批和信息披露事宜，包括提前与其上市地证券监管机构沟通，取得上市地证券监管机构必要的批准或豁免。以香港联交所主板上市红筹企业为例，股东大会通函应由香港联交所提前审阅，企业还需取得香港联交所针对上市规则第8.20条、第13.26条等规则的豁免。

14

红筹企业A股上市募集资金是否可以用于境外项目？

红筹企业A股上市募集资金可以人民币或外汇汇出境外，也可留存在境内使用。如果红筹企业需要将募集资金汇出境外，则应根据境内外汇管理的相关规定至银行办理资金汇出手续；如果企业需要将募集资金留存在境内使用，则应符合境内现行关于直接投资、全口径跨境融资等方面的管理规定。

尽管规则并未限制红筹企业将A股上市募集资金用于境外，但出于对A股募集资金持续监管要求等因素的考量，企业仍应慎重安排募投项目。

15

已经境内上市的红筹企业有哪些？

截至目前，已经实现境内上市的红筹企业共有以下9家，其中科创板上市7家，上交所主板上市2家。

| 序号 | 发行人            | 证券品种 | 上市板块 | 上市时间       | VIE | 表决权差异 |
|----|----------------|------|------|------------|-----|-------|
| 1  | 华润微电子有限公司      | 股票   | 科创板  | 2020-2-27  | 无   | 无     |
| 2  | 中芯国际集成电路制造有限公司 | 股票   | 科创板  | 2020-7-16  | 无   | 无     |
| 3  | 九号有限公司         | CDR  | 科创板  | 2020-10-29 | 有   | 有     |
| 4  | 格科微有限公司        | 股票   | 科创板  | 2021-8-18  | 无   | 无     |
| 5  | 百济神州有限公司       | 股票   | 科创板  | 2021-12-15 | 无   | 无     |
| 6  | 中国移动有限公司       | 股票   | 沪主板  | 2022-1-5   | 无   | 无     |
| 7  | 中国海洋石油有限公司     | 股票   | 沪主板  | 2022-4-21  | 无   | 无     |
| 8  | 诺诚健华医药有限公司     | 股票   | 科创板  | 2022-9-21  | 无   | 无     |
| 9  | 华虹半导体有限公司      | 股票   | 科创板  | 2023-8-7   | 无   | 无     |

2025年3月，注册地为中国香港的华润新能源控股有限公司（未在境外上市）申请首次公开发行A股股票并在深交所主板上市项目获得深交所受理，目前正在问询阶段。

