

红筹降温:从“首选通道”到“审慎例外”

今年以来,曾是中国新经济企业境外上市标配的红筹架构明显降温。Wind统计数据显示,截至4月8日,41家港股上市的公司中,属红筹架构的仅有两家,占比不足5%。而在2025年,这一比例尚有约三成。

从“首选通道”到“审慎例外”,红筹架构地位逆转的背后,是境外上市备案制全面落地、数据安全治理纵深推进、A股注册制成熟与H股全流通落地等多重因素影响,红筹赖以存续的制度红利被大幅压缩。

红筹降温:从标配到例外

红筹架构的核心特征清晰明确:企业注册于开曼、英属维尔京群岛等离岸属地,核心资产、主营业务与经营团队扎根境内,最终登陆香港等境外资本市场,与境内注册境外发行的H股模式形成明显分野。而可变利益实体(VIE)协议控制架构,更成为红筹突破政策壁垒、实现跨境融资的关键创新。

“今年我们几乎不再建议企业新设红筹,已有红筹架构的项目,多数在启动备案前就转向拆除,改报H股。”华南一投行相关负责人向记者直言,红筹上市的窗口期明显收窄,监管导向已十分清晰,过去企业一上来就问怎么搭红筹,现在先问能不能不走红筹。企业对红筹的态度,已从“趋之若鹜”转向“谨慎回避”。

市场数据印证这一趋势,据瑞恩资本统计,截至3月18日,在港交所递交的186家企业中,拟以红筹模式申报的仅27家,占比仅14.5%;选择H股上市的企业多达154家,占比高达82.8%。备案数据更具指向性:今年以来,仅有群核科技1家红筹企业获批备案,而2025年同期这一数字超过20家。

中介机构业务重心同步转向。记者调查发现,多家头部中介机构已全面收缩传统红筹搭建业务,将核心资源与人力转向H股上市辅导、红筹架构拆除、红筹企业回归、CDR发行等合规服务。红筹业务的收缩,倒逼中介机构提升合规专业能力。

监管层面,红筹企业已进入“穿透式合规体检”阶段。

天达共和律师事务所上海办合伙人姜璐璐表示,根据监管部门过往针对境外上市企业备案问询,红筹企业的监管重点主要包括:创始人等自然人股东返程投资是否按规定办理了外汇局“37号文”登记、返程投资过程的合规性、境内投资者翻红筹过程中境外投资等合规问题。

“这些都是企业向证监会申请上市备案所必须具备的合法性前提,通过上市备案阶段穿透式核查,促使企业从设立之初就关注到这些红筹企业特色风险问题。”姜璐璐表示,随着监管口径变化,可



能有越来越多的企业选择H股上市,那么从实控人股权传承和控制权稳定性角度考虑,亦需要从境内角度考虑,如何通过法律架构、金融产品相结合,评估创始股东的个人情况,以制定有效的股权传承计划,确保在不同市场环境和法律变动下,控制权的稳固与传承能持续下去。

空间压缩:合规要求提升

回望三十余年发展,红筹架构能够长期稳居企业境外上市“C位”,绝非偶然。其核心优势包括突破外资准入政策限制,适配高成长科创企业的发展节奏;全流通股权设计与差异化治理,深度贴合创投机构与创始团队的双重诉求;离岸架构赋予的全球化资本运作空间,为企业出海赋能增效等。这些优势精准满足了特定阶段产业发展与资本融通的核心需求。

然而,格局已变。红筹的转折点,定格在2023年。当年2月,证监会正式发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及五项配套指引,同年3月31日全面落地境外上市备案管理制度,成为改写红筹命运的关键政策节点。新规彻底终结了

过往红筹架构“事前宽松、事后默许”的监管模式,明确实施穿透式监管、实质重于形式的审核原则。无论红筹还是H股上市,只要核心资产与主营业务在境内,境外上市必须履行境内备案流程。

此外,随着数据安全法、个人信息保护法全面实施,人工智能、大数据、金融科技等数据密集型行业,面临严格的数据出境安全评估。VIE协议控制下,境内核心数据可被境外主体间接调取使用的结构性短板,已成为监管重点关注的风险点,直接收窄红筹的适用边界。

南开大学金融学教授田利辉表示,红筹架构的本质是“法律主体的跨境隔离”与“监管套利”。过去备受追捧,根本在于境外上市无需经中国证监会实质性审核,重组灵活、股份全流通,且能规避《外商投资准入负面清单》对部分行业的限制。同时,开曼等离岸法域提供高度弹性的公司治理与股权激励安排,契合美元基金退出需求。可以说,红筹模式在制度缝隙中为企业提供了“低摩擦、高效率”的境外融资通道,是一种典型的制度红利驱动。

全球资本格局的深度调整,最终完成了红筹红利的收尾。近年来,美元私募股权基金对内地企业的投资规模持续下滑,退出渠道持续收窄;反观人

民币基金规模稳步扩容,已成为科创企业融资的核心主力。清科研究中心数据显示,2025年,我国股权投资市场人民币基金主导地位进一步提升。全年共有5006只人民币基金完成新一轮募集,同比上升27.0%;募资规模为16124.96亿元,同比上升16.1%;数量及规模占比分别达到了99.3%、97.8%,同比分别增加0.3个、1.7个百分点。

“过往红筹架构主要服务于美元基金的退出需求,而在人民币资本主导的当下,企业无需刻意搭建离岸架构对接境外资本。加之沪深港通、港股通互联互通机制日益成熟,境内资金可直接投资合规境外上市企业,红筹链接全球资本的核心价值逐步弱化。”华南一投行相关负责人告诉记者。

存量抉择:转身还是留守

增量项目谨慎回避,存量红筹企业则面临“拆还是留”的复杂抉择。拆除红筹并非简单的架构调整,而是涉及外汇、税务、投资人利益的系统工程。

姜璐璐告诉记者,拆除红筹,从表观形式上是将境外持股架构“平移”到境内,需要考虑注销个人股东“37号文”登记、境外投资与资金跨境支付合规等问题。“除了合规问题以外,有一项变量很容易影响拆除红筹的时间表:企业和投资人之间的利益博弈,尤其是美元基金投资人。”她指出,一方面,投资人已经实际投入了真金白银,在股权回购回归境内的过程中,投资人持股回归境内,需要考虑股权定价、是否涉及跨境资金支付和税基问题;另一方面,红筹架构融资协议通常会约定投资人优先权利和保护条款,例如业绩对赌、清算优先、反稀释等。境外架构平移到境内,各方又需要重新沟通这些权益分配。

尽管流程复杂,但合规是底线。姜璐璐建议,企业无论选择何种路径,都应完成全面合规梳理,把外汇、税务、数据、股权等问题解决在前端。

“红筹架构的拆与不拆,表面上是上市路径的选择,实质是相关企业如何在深度融入全球创新网络的同时,构建自主可控的资本循环体系。”前述华南投行相关负责人表示,监管调整的初衷,是引导企业在更加透明、规范的制度框架下实现境内外市场良性互动,为企业提供多元化选择与穿越周期的确定性。

三十余年潮起潮落,红筹模式的演进,正是中国资本市场从探索开放到规范发展、从规模扩张到质量提升的生动缩影。从红筹一枝独秀到境内外多路径并行,从制度套利空间收窄到合规发展成为共识,红筹的转型重构,恰恰印证中国资本市场更加成熟、更加稳健、更具国际竞争力。未来,在安全与发展并重、开放与规范协同的框架下,中国企业将拥有更多元、更畅通、更可持续的资本通路,在全球市场中行稳致远。

据《证券时报》作者:吴少龙

券商去年服务实体经济直接融资超8万亿元

4月8日,记者从券商处获悉,中国证券业协会近日向券商下发了《证券公司2025年度经营情况分析》。数据显示,2025年,证券行业全年服务实体经济直接融资超8万亿元,为105.58万亿元客户资产提供托管服务。

自营业务是营收核心支撑

经营质效稳步提升。去年,证券行业实现营业收入5411.71亿元、净利润2194.39亿元,同比分别增长19.95%、31.2%。同时,行业盈利面显著扩大,128家公司实现盈利,盈利面达85.3%,行业平均净资产收益率为6.79%,同比提升1.29个百分点。

从营收构成来看,2025年,券商业务结构呈现多元支撑、结构均衡的特征。自营业务、经纪业务、利息净收入、投行业务、资管业务五项收入的占比保持平稳,分别为34.24%、33.68%、11.95%、7.38%、

4.41%。自营业务凭借稳健的业绩表现,蝉联券商第一大收入来源,成为行业营收的核心支撑。

细分业务中,经纪业务增速最为亮眼。2025年,全行业经纪业务净收入1822.84亿元,同比增长42.5%。全行业自营业务收入1853.24亿元,股票投资规模同比增长36.47%,股票投资规模占自营投资总规模的比重同比提升2.28个百分点。

在践行“以投资者为本”理念方面,券商积极开展互换便利操作,加大逆周期布局。截至2025年末,互换便利操作金额累计1050亿元,为A股带来增量资金,增强了资本市场内在稳定性。

同时,上市券商积极回报投资者,一年多次分红成为常态,2025年现金分红、回购金额连续两年超500亿元,有效提升了投资者获得感,引导投资理念向长期价值投资转变,加快形成投融资更加协调的市场生态。

在构建多元金融产品矩阵,强化优质产品供给

方面,2025年,围绕数字金融,证券行业借助AI赋能、投顾队伍建设、投研能力提升等,持续丰富A股市场指数、ETF、衍生品等产品服务。

多元金融工具服务实体经济

2025年,证券行业持续提升服务科技创新的能力,依托多层次资本市场,综合运用股票、债券、并购重组等金融工具,精准赋能科创企业,为培育新质生产力、巩固壮大实体经济根基注入强劲动能,全年服务实体经济直接融资超8万亿元。

在股权融资方面,券商紧扣新质生产力,构建满足不同类型、不同发展阶段企业的全生命周期服务链条。2025年,行业共服务116家企业IPO,实现融资1317.71亿元,其中服务78家企业登陆科创板、创业板、北交所,实现融资708.98亿元,IPO家

数、融资金额分别占全市场的67.24%、53.8%,畅通“科技-产业-资本”良性循环。

在债券融资方面,券商创新债券工具供给,拓宽科创企业融资渠道。2025年,券商自身作为主体发行科创债79只,融资金额834.4亿元,从债券发行、资金投资到债券做市,强化对科创企业的全方位支持。券商全年承销科技创新债券998只,合计金额1.02万亿元,同比增长66.52%。

在并购重组方面,随着“并购六条”及重组新规落地,A股并购重组市场活跃度显著提升。2025年,上市公司共披露并购重组交易超4000单,其中完成重组超2000单,涉及交易金额超1.7万亿元。作为独立财务顾问,券商充分发挥专业优势,全年共服务82家上市公司完成重大资产重组,交易金额超6000亿元,助力上市公司实现外延式、跨越式发展。

据《证券日报》作者:周尚仔

文明健康 绿色环保 公益广告

低碳出行 与未来同行