

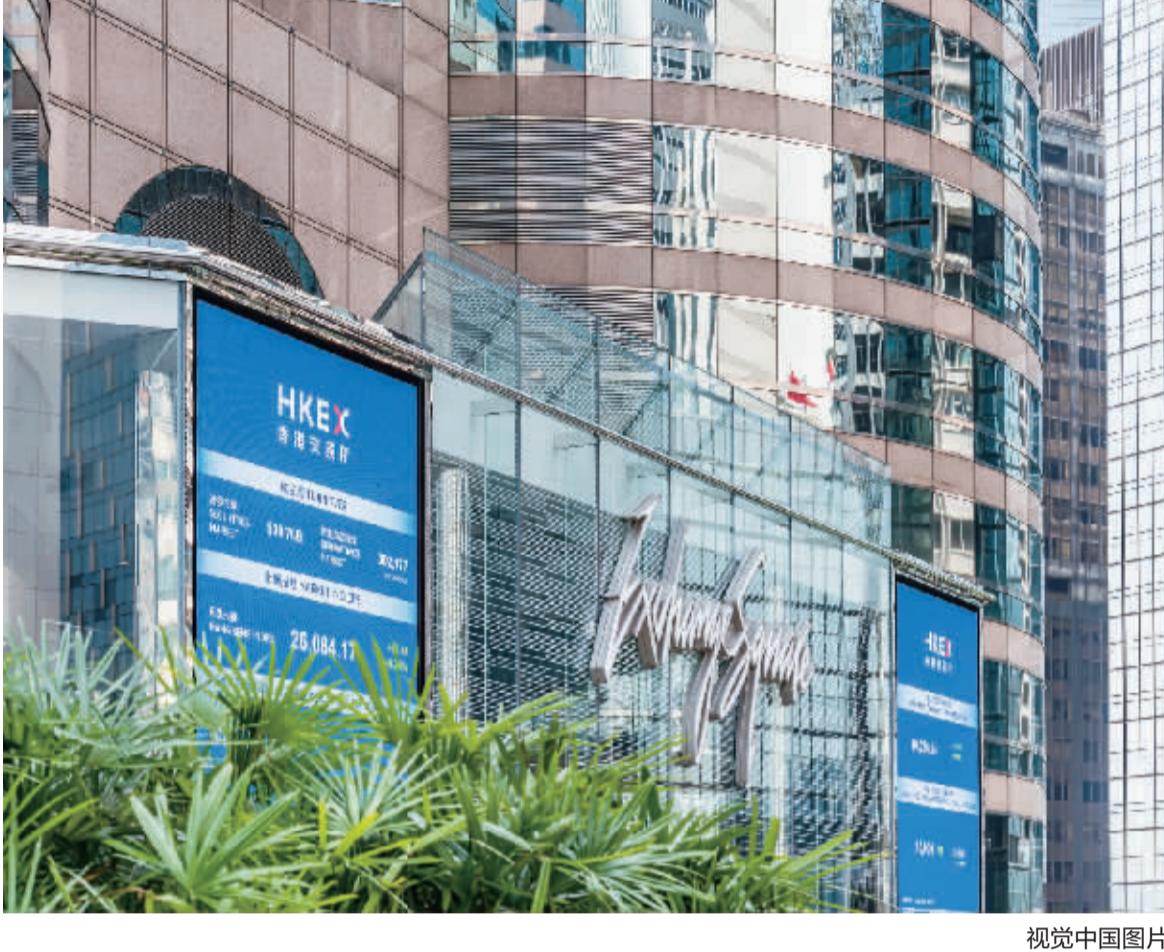
从A到H:

# 政策协同下港股IPO生态重构

在A股IPO审核趋严与市场流动性承压的背景下，2025年港股市场正成为中资企业跨境融资的主战场。Wind数据显示，截至5月13日，今年以来港股股权融资规模达1463.42亿港元，同比大增321.96%。其中，IPO融资额为234.72亿港元，同比增长198.33%。

中国证券报记者调研发现，在境内外政策协同支持下，具备跨境一体化运营能力的头部中资券商正加速深化港股IPO战略布局。依托两地市场资源禀赋与全业务链协同优势，这些机构充分发挥跨境服务专长，深度参与港股发行生态重塑，为企业提供专业化境外融资解决方案，助力中资企业把握全球资本市场机遇，推动企业高质量发展。

● 本报记者 赵中昊



视觉中国图片

近年来，中国证监会与港交所推出一系列合作措施和制度改革，为内地企业赴港上市提供了更加便利的环境，同时也为中资投行在项目执行中提升效率创造了条件。记者了解到，中国证监会近年推出“五项对港合作措施”，明确支持内地企业赴港上市。港交所方面，审核流程的优化（如缩短问询周期）叠加FINI结算平台的推出，令港股IPO时间表明显提速，更具确定性。在新股认购阶段，FINI平台可提升新股市场的结算效率，降低相关市场风险。港交所《上市规则》新增18A和18C章节，为生物科技公司和特专科技公司开辟了上市通道，且允许未盈利企业上市，显著拓宽了客户池。此外，港交所还特别针对“先A后H”赴港上市企业开辟快通道。

“政策组合拳正在深刻重塑港股市场的核心竞争力。”招商证券

记者在采访中了解到，近年来，中资投行在资源分配方面进行了相应调整，纷纷建立起完善的跨境协同工作组，整合A股和港股的专业力量，确保为客户提供无缝衔接的境内外上市服务。针对港股市场扩容的机遇，中资投行也同步扩充了香港团队规模，重点引进具有先进案例实操经验的专业人才，为不同类型的企业提供最具价值的上市解决方案。

华泰证券相关业务负责人告诉记者，近十年来，华泰证券坚定推进国际化战略，打通各业务链境内外服务通道，目前已经发展成

据德勤此前预测，未来将有更多A股上市公司、内地龙头企业、在美上市的中概股赴港上市，港股市场2025年融资规模将达到1300亿港元至1500亿港元。面对这一历史性机遇，中资投行正加大对重点行业的布局力度，通过构建垂直化行业研究体系，聚焦细分赛道价值挖掘。

“招商证券国际积极跟进重点行业各细分赛道，与长期投资人、产业投资人、各类IPO活跃基金等保持密切沟通，协同集团内的直接投资或资产管理单位，联动A股、港股团队，已落地多个Pre-IPO及IPO项目，锁定数个潜在项目。”招商证券国际上述相关负责人表示，公司港股研究团队紧密跟进各政策动向，判断行业潜在风向，深度跟踪超过80家

国际有限公司相关负责人表示，境内监管机构推出的“5项对港合作措施”等系列政策，通过简化备案程序、放宽资金跨境流动限制等实质性举措，与港交所的制度改革形成强大协同效应，共同构建了一个更具包容性和确定性的监管生态。这种“境内政策支持+国际标准运作”的独特模式，不仅显著提升了港股市场对内地企业的吸引力，更在全球资本市场上打造出独具特色的“中国方案”：既保留国际金融中心的制度优势，又充分对接内地经济发展需求。

据招商证券国际介绍，在当前A股与港股市场差异化发展的背景下，中资投行正积极构建“双轨协同、优势互补”的业务布局策略。凭借对两地资本市场的深刻理解，中资投行可以基于企业的行业属性、发展阶段和国际化程度，提供定制化的上市路径规划：对于符合A股定位的优质企业，中

资投行的母公司充分发挥本土优势，提供全流程的上市服务；对于具备国际业务布局或特殊架构的企业，专业的港股团队则能够提供全方位的港股上市解决方案。此外，依托境内外一体化团队的强大协同能力，中资投行亦可以灵活设计“A+H两地上市”或“先H后A”等方案，更好地覆盖客户需求。

中泰国际证券有限公司相关负责人表示，今年港股IPO市场的爆发式增长是政策支持与行业热点共振的结果。一方面，港交所上市制度改革使得上市门槛有所降低。18C机制打破传统盈利要求，以研发投入、技术壁垒等指标作为核心审核标准；2024年9月进一步下调市值门槛：已商业化企业从60亿港元降至40亿港元，未商业化企业从100亿港元降至80亿港元，使大部分“独角兽”企业符合上市条件；下调SPAC并购交易的最低独

立第三方投资额，并明确第三方投资者独立性认定标准，为硬科技企业通过SPAC快速上市提供便利；IPO FINI制度通过重构结算流程、优化资金管理和提升市场效率，全方位强化了港股IPO的吸引力与竞争力。

另一方面，内地政策对“新质生产力”战略扶持，明确支持人工智能、半导体、新能源等硬科技领域，不仅为硬科技企业提供了研发资金，还促使企业通过港股IPO加速产业化进程。

此外，随着AI大模型商业化落地和云计算需求爆发，国内互联网巨头加码AI基础设施建设。在技术突破与估值重构双重逻辑催化下，港股市场AI芯片、机器人、高端制造等领域的企业正成为资金关注的焦点。随着全球化竞争加剧，港股的国际资本流动优势正日益成为科技企业吸纳海外战略投资的关键助力。

为中资投行出海业务中的头部机构，是港股IPO市场中最活跃的投行之一。

在招商证券国际看来，随着中资投资者在香港资本市场影响力的提升，中资投行逐渐展现出区别于传统国际大行的独特竞争优势，这种优势植根于对中国企业和投资者的双重深入理解，正在重塑香港市场的定价模式和发行服务生态。

“对内地企业的深度理解是中资投行的核心竞争优势之一。”招商证券国际上述相关负责人表示，相较于国际投行，中资投行更擅长解读中国特色的商业模式和政策

环境对企业价值的影响。中资投行的优势还体现在估值方法论的创新上：传统国际投行通常采用相对估值法（如PE、PB等）和DCF模型，这些方法在面对高成长但暂未盈利的内地企业时往往显得僵化。相比之下，中资投行更善于开发贴合中国企业特点的估值框架，如针对互联网平台的用户价值分析、针对生物科技公司的管线估值模型等。中资投行在协调发行人与投资者预期方面也展现出更强的文化适应性。

此外，中资投行与境内投资者群体建立的紧密关系使其具备更好的双向服务能力。经过多年积

累，中资投行已建立起覆盖保险资管、公募基金、私募机构及高净值客户的完整销售网络，对这些投资者的决策流程、风险偏好和配置需求有着精准把握。与此同时，在外资投行裁员的大背景下，外资投行人才流向中资投行，带来外资销售资源。综合来看，中资投行能够触达境内外投资者，从而在发行阶段给内地企业最大助力。同时，因对中外资投资者都有充分接触，中资投行可以充分了解投资者的偏好后，对内地发行人进行充分教育，从而将双方的需求全面拉近，最终达成全面市场化地撮合交易。

港交所上市公司，与覆盖跟踪的上市公司建立了长期稳定的互信关系。

值得关注的是，Wind数据显示，2024年港股市场共有70只新股上市，其中首日股价表现明显分化（42只收涨，3只平盘，25只破发），首日破发率达35.7%，远高于A股市场新股首日破发率。在此背景下，如何助力赴港上市企业平衡市场热度与风险管控，成为投行在跨境资本运作中需要关注的核心议题。

“中资投行需综合运用定价策略、投资者管理、制度工具及合规手段，帮助企业在港股市场平衡市场热度与风险防控。”招商证券国际上述相关负责人表示，具体而言，应优化定价策略，避免估值泡沫，动态调整发行节奏；强化

投资者结构管理，通过引入长线基石投资者实现长线资金绑定，同时优化国际配售比例；充分利用制度工具与合规手段，设置绿鞋机制，遵守香港证监会新规；提升信息披露与基本面透明度；谨慎选择行业赛道，规避高风险行业及监管雷区，避免旧股配售与复杂股权结构。

中泰国际上述相关负责人认为，对投行而言，首先要强化定价权，可联合国际投行进行跨境估值对碰，避免“孤岛定价”；发行节奏管理方面，投行应紧密监测公开发行及国际配售的超购倍数，错峰发行，避免超购百倍引发流动性虹吸；后市流动性支持方面，做市商应保障首月成交额，并通过超额配售稳定股价，引导企业上市后释放订单、研发进展等利好信息。对企

业而言，除理性定价、优化投资者结构外，还可通过港元+人民币双币种发行，利用外汇衍生品锁定募资额汇率风险，行业方面聚焦政策支持的AI、新能源等高热度赛道，规避敏感行业，强化ESG披露以吸引国际资金。

华泰证券上述相关业务负责人认为，作为全球最成熟的资本市场之一，港股市场新股发行是否破发通常受到地缘政治、全球经济周期、市场环境与流动性、监管发行规则调整、发行标的质量、投资人预期等多方面因素影响。发行人及承销商应时刻关注这些因素的变动，加强对市场趋势的分析和风险评估，制定合理的发行策略，降低破发风险，在确保企业融资目标实现之外亦保障股东权益。

## 京东集团一季度营收增长15.8% 净利率提升

● 本报记者 杨洁

5月13日晚，京东集团发布一季度业绩情况，公司实现收入3011亿元，同比增长15.8%；归属于公司普通股股东的净利润为109亿元，2024年一季度为71亿元；归属于公司普通股股东的净利润率为3.6%，2024年一季度为2.7%。

“一季度公司迎来2025年的良好开端，收入和利润均取得强劲表现。”京东集团首席执行官许冉表示。

### 核心品类势头强劲

一季度，京东零售收入2638.45亿元，同比增长16.3%，与去年一季度6.8%的营收增速相比，大幅提升。

一季度，京东集团商品收入同比增长16.2%至2423.09亿元，服务收入同比增长14.0%至587.73亿元。具体来看，在商品收入方面，电子产品及家用电器商品收入达到1442.95亿元，同比增长17.1%；日用百货商品收入达到980.14亿元，同比增长14.9%，其中商超品类连续5个季度保持收入同比双位数增长。服务收入中，平台及广告服务收入同比增长15.7%至223.2亿元，物流及其他服务收入同比增长13%至364.53亿元。

京东集团首席财务官单苏表示：“一季度，京东商品和服务收入均实现同比双位数增长，且环比增速进一步加快，同时利润保持稳步提升，对于核心业务京东零售，公司保持并进一步强化了其发展势头。”

一季度，京东集团的季度活跃用户数实现了连续6个季度同比双位数增长，增速超过20%。第三方商家成交用户数和订单量保持同比双位数增长。

日前，京东宣布未来一年内，将大规模采购不低于2000亿元出口转内销商品。截至4月底，已有上万家企业与京东采销进入到实质性采购洽谈阶段。

### 外卖等新业务亏损扩大

包括外卖业务在内的新业务板块，本季度实现收入57.53亿元，同比增长18.1%；去年一季度，京东集团新业务板块收入规模为48.70亿元。京东集团表示，京东从核心零售出发，向实时零售和外卖业务扩展，满足用户在不同场

景下的需求。京东外卖深植于京东生态，并非独立割裂的业务。外卖市场拥有巨大的机会和需求，包括用户对高品质外卖的需求，商家对合理佣金的需求，以及骑手对更好保障的需求等。京东具备把握这些机会和满足市场需求所需要的能力、文化的优势。京东外卖将和现有业务产生协同效应，丰富基于地理位置的商品供给，升级京东的末端配送网络，以及促进用户增长和互动等。京东外卖在极短时间内已经取得显著进展。

在收入规模扩张的同时，经营亏损也相应扩大。公告显示，一季度，京东集团新业务经营亏损达13.27亿元，相比去年一季度的经营亏损（6.7亿元）几乎翻倍。

### 履约开支增加

一季度，京东集团研发开支同比增长14.6%至46亿元。京东集团表示，自2017年全面向技术转型以来，截至2025年一季度，京东体系的研发投入已累计达1456亿元。

AI和智能体是京东研发投入的重要内容。京东集团介绍，智能体正在向深度应用阶段，截至目前，京东内部已有超过1.4万个智能体在运行。京东云基于京东实战经验，成功解耦出协同办公、专业助手、客户服务、营销推广和数据应用五大核心场景，并通过京东云JoyAgent智能体平台向行业输出AI生产力，助力企业实现智能化转型。

一季度京东集团营销开支同比增长13.9%至105亿元；履约开支增加了近30亿元，主要包括采购、仓储、配送、客户服务及支付处理开支，由2024年一季度的168亿元增长17.4%至2025年一季度的197亿元，履约开支占收入的比重为6.6%。

京东集团披露，截至2025年3月31日，包括公司的兼职员工和实习生，以及公司关联公司的人员，京东生态系统的人员总数约为70万名。截至2025年3月31日止十二个月，京东生态系统的人员资源总支出（包括公司的自有员工和外部人员）达到了1288亿元。

截至2025年3月31日，京东集团现金及现金等价物、受限制现金及短期投资总计2034亿元，截至2024年12月31日这一项目为2414亿元。

## 打新赚钱效应显著提升 港股新股有望持续受资金关注

● 本报记者 周璐璐

近期，港股打新赚钱效应显著提升。根据Wind统计，4月14日以来上市的5只新股挂牌首日全部实现上涨，并出现一只上市首日翻倍股。在此之前，今年以来上市的新股挂牌首日有涨有跌。同时，今年以来有多只新股在一级市场受到投资者热捧。例如，日前登陆港股市场的沪上阿姨香港公开发售获3616.83倍认购，蜜雪集团以1.82万亿港元冻资规模刷新港股纪录。

分析人士称，无论是一级市场认购情况，还是二级市场表现，均显示出资金正逐渐加强对港股新股的关注，预计2025年港股IPO市场有望加速回暖。

### 连续5只新股挂牌首日股价上涨

根据香港交易所披露，4月14日以来，共计5只新股挂牌上市，分别为正力新能、映恩生物-B、博雷顿、钧达股份、沪上阿姨。根据Wind数据，上述5只新股上市首日全部实现上涨，涨幅分别为1.45%、116.70%、38.33%、20.09%、40.03%。

在此之前，2025年以来上市的新股挂牌首日有涨有跌。根据Wind数据，2025年初至4月13日，港股市场共计迎来16只新股，其中8只新股上市首日实现上涨，3只新股上市首日收平，5只新股上市首日跌破发行价。

不过，整体来看，港股新股的破发率正逐步走低。根据Wind数据，2025年以来上市的21只港股新股中，上市首日破发的共计5只，破发率为23.81%。2024年全年港股新股上市首日平均破发率为34.29%。

从新股认购情况看，2025年以来，港股投资者的打新热情高涨，多只新股获得超额认购。

例如，日前登陆港股市场的沪上阿姨香港公开发售获3616.83倍认购；蜜雪集团以1.82万亿港元冻资规模刷新港股

纪录，更是在3月3日上市首日涨超43%，击碎了新茶饮企业的破发“魔咒”。

分析人士称，无论是一级市场认购情况，还是二级市场表现，均显示出资金正逐渐加强对港股新股的关注。

### 港股IPO市场持续火热

在打新赚钱效应显著提升的同时，港股IPO市场持续火热。

港股递表、聆讯存在6个月有效期。根据Wind统计，截至2025年5月13日中国证券报记者发稿时，有154家企业的IPO申请仍在有效期内，处于“排队中”的状态。

具体而言，上述154家企业中，151家申请港股主板上市，3家申请港股创业板上市；申请状态方面，已有5家通过聆讯，其余均为递表“处理中”。上述154家排队港股IPO的企业中，有88家企业为2025年首次递表，这些“新面孔”占比超57%。

在政策支持、全球化布局需求等因素驱动下，“A+H”两地上市模式日益流行。2025年以来，宁德时代等多家A股上市公司披露赴港上市计划。5月12日，宁德时代披露发行阶段董事会公告及刊登注册招股书，预计5月20日在港交所主板挂牌并上市交易。此外，剑桥科技、晶澳科技、赛力斯、纳芯微、中伟股份、南华期货、蓝思科技、江波龙、先导智能等多家A股上市公司已向港交所递表。

“2025年港股IPO市场呈现‘科技+消费’双轮驱动的特点。”浦银国际首席策略分析师赖烨烨说，新兴消费和服务型消费涵盖潮流、新式茶饮、宠物、黄金饰品、化妆品、医美等细分赛道，科技板块则聚焦于人工智能、新能源与新材料、机器人以及高端制造等前沿科技范畴。

赖烨烨预计，在多个大型IPO上市、市场流动性改善、政策面利好频出以及市场估值持续提升驱动下，2025年港股IPO市场有望加速回暖。