

# 港股IPO从“备胎”变“力推” VC/PE抢抓市场窗口期

证券时报记者 卓泳

常言道“风水轮流转”，一度被 VC/PE（风险投资与私募股权投资）机构视为退出“备胎”的港股市场，今年却成为众多 VC/PE 机构眼中的热门选择，几乎每家机构手中都有已启动或计划赴港 IPO 的项目。这背后，既有赚钱效应带来的态度转向，也暗藏退出分化的隐忧。对一级市场而言，眼下既要审慎评估被投企业与港股市场的适配度，又要全力抢抓当下的上市窗口期，机遇与挑战交织，VC/PE 机构不想错过这场盛宴。

## 投资人提高企业赴港IPO包容度

回顾 2025 年港股市场，上半年热度达到高峰时，曾出现一天五家公司排队敲锣，且多数企业背后都有 VC/PE 机构的身影。“我们有几家被投企业近期有准备明年提交上市材料，比原计划提前了一些，也是赶上了港股 IPO 市场的火热窗口期。”LongRiver 远航投资合伙人李佳安在接受证券时报记者采访时表示。

数据显示，截至 2025 年第三季度末，香港市场共有 69 只新股上市，合计融资 1829 亿港元。香港财政司司长陈茂波近期进一步透露，目前有超过 200 家企业正排队等待在香港进行 IPO。

这种转变颇具戏剧性。此前曾有投资人放出“我们投资的公司若去港交所 IPO，就打断他的腿”的争议言论，如今面对港股行情，该投资人也承认自己“走眼了”，直言只要有优质资产，去港股上市也是不错的选择。

整体来看，投资人对港股态度的转变，主要源于市场今年以来的三大积极变化：一是破发率大幅降低：从今年前三季度港股新股首日表现来看，破发率降至 24% 以下，创下九年来新低。

二是消费与新经济企业表现火爆：被称作“港股三朵金花”的蜜雪冰城、泡泡玛特、老铺黄金，年内股价大幅上涨，为消费领域 VC 机构创造了良好的退出环境；多家明星机器人公司、生物医药公司在港股募资数十亿港元，进一步掀起新经济浪潮。

三是外资与南下资金大幅流入：Wind 数据显示，2025 年上半年，通过港股通南下的资金累计净流入规模超 7300 亿港元，这一数字已达到去年全年的 90%，创下历史同期最高纪录。

# 交易数量和规模齐攀升 私募股权S交易迎三大变局

证券时报记者 卓泳

“2024 年国内私募股权二级市场（S 市场）共发生交易 395 笔，交易规模 1078 亿元，同比提升 46%。2025 年上半年交易笔数进一步攀升至 542 笔，已经超过 2024 年全年交易笔数，交易规模为 784 亿元。”日前，联合联合相关机构共同发布的《中国私募股权二级市场白皮书 2025》显示，近五年，中国私募股权二级市场交易（以下简称“S 交易”）在交易比数和交易规模上都逐年攀升，买方卖方需求强烈，市场生态也逐步完善。

私募股权 S 交易，是当前一级市场退出难度上升、退出周期持续拉长的背景下，主动管理资产、实现价值最大化的重要举措。根据执中 ZERONE 统计，2011 年至 2025 年上半年共备案了 7.1 万只私募股权投资基金，其中存续基金 5.7 万只，清算及注销的备案基金约 1.4 万只，约有 80% 基金仍在继续运作中。

根据基金普遍存续期计算，成立时间在 2011 年—2020 年之间的基金目前正处于退出期，该时间段内共有备案基金约 4.3 万只，其中清算及注销的备案基金约 1.2 万只，仍在运作的基金为 3 万只，也就是说，仍有 71% 的退出期基金未实现退出。该部分存续基金共投资项目超 10 万个，去重后共涉及未上市企业超 4 万家。

尽管行业积极探索 S 交易，但此前常“雷声大雨点小”，落地难度大。证券时报记者仔细研读这份报告发现，中国私募股权领域的 S 交易呈现出新景象，体现在三大变化和趋势，也正是这些变化，给予了 S

在国内 IPO 节奏依旧缓慢、门槛较高的背景下，无论企业是为规避回购对赌风险，还是 VC/PE 机构为寻求快速退出，当前的港股市场都是合适的选择。“很多在国内暂时无法上市，但具备一定概念的公司，纷纷选择登陆港股。这些公司上市时多采用‘迷你 IPO’模式，且大多会做市值管理；加上北上资金喜欢这类公司，所以股价表现较好，锚定投资人收益很高，不过基石投资人能否盈利还不确定。至少在解禁期内，这类公司很受二级市场追捧。而短期赚钱效应和股价上涨效应，又会吸引更多同类公司来港股上市。”资深投资人李刚强认为，这正是近半年来申请港股上市的公司数量增多的核心原因。

## 市场分化明显 企业质地是关键

今年的港股市场，多笔机构退出案例着实吸引了一波眼球：高瓴减持百济神州，回报超过 20 倍；蜂巧资本清仓泡泡玛特，回报也实现超 8 倍；国家大基金减持中芯国际，回报 10 倍以上……投中数据也显示，港交所主板为 VC/PE 机构贡献了 582.03 亿元的账面退出回报，居各交易板块首位。

不过，面对热闹的港股市场，受访机构均不敢断言这会为长期受退出难题困扰的 VC/PE 机构带来一场“退出盛宴”，原因是：一方面，尽管目前有超 200 家企业排队赴港上市，且港股上市的确性显著高于 A 股，但对于一级市场庞大的退出需求而言，仍只是杯水车薪。另一方面，明星企业股价一飞冲天的同时，还有大量普通企业仍出现破发，流动性依然岌岌可危。对押中独角兽的机构来说，2025 年或许是“退出大年”，但更多机构仍在艰难寻找最佳退出路径。

企业上市时的高光时刻，不代表机构解禁时能顺利获利退出。“上市时看似有几百亿市值，但存在一些发行时估值透支或基本面一般的企业，解禁时市值可能‘腰斩’甚至更低，再加上港股本身的流动性问题，这是可能需要面对的最大不确定性。”李佳安坦言。

记者根据 Wind 数据统计，今年以来，截至 10 月 22 日，港股共有 76 家新上市企业，有 30 家当日股价较上市之日下跌，其中三分之二的跌幅超 10%，30 家中有 12 家跌幅超 30%，最高跌幅达 77%，这其中有多家企业仍未到解禁期。与此同时，76 家企业中有约 30% 的公司涨幅超 30%，较多集中在生物医药和人工智能（AI）赛道。

交易市场更积极的信号和信心。

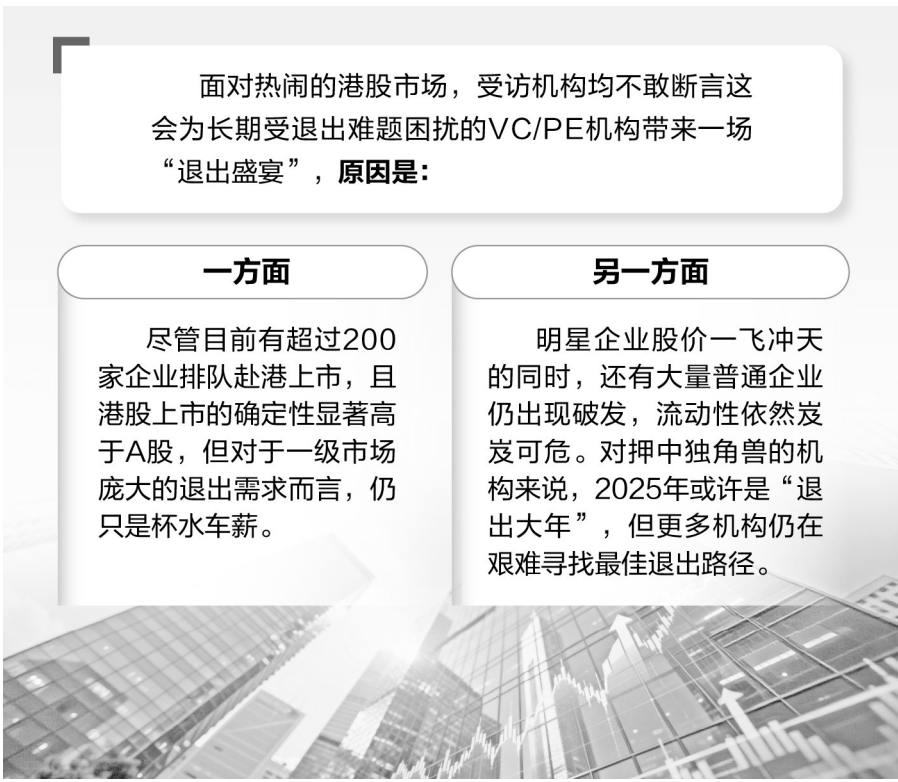
## 参与队伍扩容 国资走向C位

早几年，S 交易市场上的买家主要以传统的母基金与市场化私募股权二级市场基金（S 基金）为主，但近两年在政策持续助推下，各地国资均在纷纷成立 S 基金，出资规模从“亿级”到“十亿级”。根据执中 ZERONE 统计，2024 年至 2025 年上半年新增的 17 只 S 基金均与地方国资相关。此外，险资、资产管理公司（AMC）、地方资产管理公司自 2022 年起加速入场，银行理财子也逐步参与，S 基金有限合伙人（LP）阵营的多元化格局进一步成型。

这一转变颇具突破性——某市场化 S 投资机构负责人坦言，2020 年运作首只 S 基金时，国资份额转让几乎无法落地；而如今，各地国资转让需求愈发迫切，部分已实现对外转让，规模实现“从无到有”的跨越。

兴湘资本首席财务官江素云指出，国资布局 S 基金是“政策响应与自身发展的双赢”：既契合服务国家战略、扶持产业发展的要求，又能依托 S 基金“底层清晰、风险低、项目经市场验证”的优势，实现国有资本金短期现金回报与账面回报的双重目标；同时，还能通过 S 交易对接各行业优质成熟项目、链接专业赛道机构，优化自身布局的同时助力行业缓释退出压力。

当然，国资参与 S 交易仍存挑战。孚腾资本管理合伙人章锟钊言，国资基金退出难度较大，核心在于缺乏有效容错机制，导致转让动力不足、定价机制对折扣交易认同度低，增加评估决策难度，且转



图片来源：AI生成

事实上，投资人普遍意识到港股市场已出现明显分化：对于科技板块公司及热门赛道的龙头企业，或许能制定较好的收益策略；但对其他公司而言，退出收益的预期未必充足。

因此，企业质地的重要性毋庸置疑。北京一家 VC 机构创始合伙人对记者表示，企业赴港上市的根本前提是具备规模性利润与高增长属性，这也是资本市场高质量发展根本；此外，强生存能力是长期发展的关键，即便赶上市场窗口期，若基本面不佳，无论在美股、港股还是 A 股，都难以实现退出，股东少量减持就可能引发股价大幅波动。

## 港股市场生态转变 机构抢抓“窗口期”

尽管当前港股市场的热度为一级市场提供了更多退出选择，但对于这股热潮能持续多久，受访机构人士的共识是“需抓住窗口期”。

“我们目前会持续推荐被投企业赴港上市，并且建议企业加大准备力度、加快推进节奏，争取赶上时间窗口。”深圳一家投资机构负责人对记者表示，基于当前 A 股

让流程较长易抬升交易风险。不过，上海、深圳等地国资及央企已率先开展份额转让尝试，整体方向持续向好。

## 交易模式从单一份额转让走向多元创新

上述报告指出，从 S 基金的交易模式来看，随着普通合伙人（GP）对 S 交易的接受度和理解度越来越高，近两年呈现出日益创新化、专业化、复杂化的趋势。市场交易模式从早期单纯的份额转让，逐步发展到比较多元化的形态。例如以“GP-led”接续重组基金为例，从 2024 年下半年开始到 2025 年，其投资空间越来越大。

盛世投资合伙人李岩表示，当前交易模式已拓展至接续重组基金，与此同时，围绕资产转让设计的灵活交易结构、前后端合作的结构化安排，以及股权份额质押融资等模式也不断涌现。无论是市场规模增长、参与主体多元化，还是模式创新度，实际变化均超预期，呈现显著升级态势。

不过，模式创新也伴随挑战。章锟指出，S 基金交易结构已突破“简单份额转让”，常涉及多权益主体、多样化资产组合及特殊条款设置，大幅增加估值复杂性与不确定性；加之 S 基金属新兴领域，尚无明确操作规范与成熟经验，相关实践仍在探索中。

报告指出，随着 S 交易逐渐多元化，未来 S 市场的产品也将逐渐分层分化。例如，推出“结构化+主题型”产品，通过“优先级+劣后级”设计，分别匹配国资及金融机构的“稳健需求”与市场化机构的“收益诉求”，进一步提升交易适配性。

此外，值得注意的是，2024 年下半年

IPO 节奏较慢的态势，预计短中期会有大量企业被引导至港股上市，港股 IPO 热度有望持续稳定至少 12 个月。在他看来，尽管退出收益因企业而异，但港股至少提供了一个相对快速的流动性退出渠道。

不过，对于窗口期的具体持续时间，各方均无确切答案。李刚强认为，短期来看，2024 年上市的港股公司若能平稳度过解禁期，将证明其获得市场认可，也能支撑港股热度；长期来看，港股能否维持稳定热度，仍取决于宏观经济、大国博弈等外部因素。

李佳安则观察到港股市场的一个重要逻辑转变：以生物医药为代表的领域，已涌现出一批“很能打的”企业，这成为吸引资金流入的关键。“现阶段港股市场的贝塔系数较好，一方面优质公司在加速聚集，另一方面新股发行定价相对克制，不再追求过高发行价。我在香港与外资交流时发现，他们对我们的项目普遍很感兴趣。”

在李佳安看来，即便港股存在上市窗口期，只有具备基本盘的企业才能拥有较好的持续性——这类企业不仅能吸引境外投资人、公募基金及南下资金，持有它们股份的投资人心态也会更平稳，无需过度焦虑，上市后商务拓展（BD）交易的产生或预期兑现，才是投资人更想看到的长牛股。

起，GP 主导的接续交易开始放量，未来占比将持续提升。对 GP 而言，成功主导接续交易不仅是专业能力、责任担当与品牌信誉的证明，更能成为后续募资的“信用背书”，帮助其在激烈的募资竞争中突围。

## 估值定价将从“捡漏时代”迈向“专业定价时代”

S 交易的“非标属性”与“信息不对称”，长期导致估值标准难统一，买卖双方定价难达成一致，成为制约市场发展的核心瓶颈。但当前，随着市场认知深化与买方格局变化，定价效率正逐步提升。

报告指出，一方面，GP 与 LP 对 S 交易的认知不断加深，经验丰富的交易方已形成个性化估值定价策略；另一方面，国资、金融机构成为买方“主力军”，这类机构对估值、风控、资产流失的严格要求，倒逼市场提升定价专业性与透明度——单纯依靠信息不对称获取暴利的机会逐渐消失，基于专业估值的精细化定价成为主流，中国 S 市场正从“捡漏时代”迈向“专业驱动的定价时代”。

华控基金董事总经理李煜进一步建议，解决定价难题的关键在 GP：定价环节的启动，意味着各方利益诉求已收敛量化，交易成功概率达 80%，但信息不对称，涉及买卖双方、买方 LP、卖方底层资产团队等多主体认知差异，这些仍是核心障碍。而 GP 作为对资产的过往、当下与未来最了解的人，需主动专业呈现资产的风险、收益、流动性及未来预期，推动自身判断与买方逻辑匹配，从而降低交易成本、提升效率与成功率，避免交易停留在“方案探讨”阶段。

2025 年以来，港股市场的创新药板块批量式诞生了一大批牛股，同时还有源源不断的中国创新药企奔赴港股市场。在这一背景下，国际资本也在持续加码中国创新药。

对此，不少创投机构人士指出，近年来中国创新药发展迅速，获得了众多国际医药巨头的青睐，签署了一大批共同开拓全球市场的合作协议，产业繁荣也将带动资本繁荣，未来也势必会被更多国际资本青睐。不过，也有行业人士指出，中国创新药未来不仅需要补齐出海短板，还需要更多原创。

## 国际资本多渠道加码

2025 年以来，国际资本正通过签署 BD（Business Development，业务发展）协议、参与基石投资、二级市场增持等多种方式持续加码港股市场上的中国创新药资产。

根据医药魔方数据，截至 2025 年 8 月，中国通过对外授权（License-out）出海的 BD 交易数量已达 93 笔，占全球交易数量 32%，License-out 首付款总额已达 43 亿美元，总金额 848 亿美元，首付款与总金额均已超过去年全年总额，并有望创下近十年新高。

而在 10 月 22 日，又一中国创新药企业信达药业与国际制药巨头武田制药签署了一项总交易额最高可达 114 亿美元的 BD 协议。根据协议，武田制药将向信达生物支付 12 亿美元首付款，其中包括 1 亿美元的战略股权投资。每股认购价格为 112.56 港元，较信达生物过去 30 个交易日的加权平均股价溢价 20%。

同时，从一些今年在港股上市的创新药企来看，其基石投资者中有不少均是国际资本。以 9 月上市的劲方医药-B 为例，其基石投资者中就包括瑞银环球资产管理（新加坡）有限公司、RTW Master Fund 等知名国际资本。

此外，一些国际资本也在二级市场上持续买入，以最为活跃的新加坡政府投资公司（GIC）为例，其近期在二级市场上连续增持了和铂医药-B 和基石药业-B，显示出国际资本对中国创新药产业的看好。

对此，一家创投机构人士黄鹏（化名）告诉证券时报记者：“国内的创新药确实发展得很快，中国的创新资产占全球的比例也越来越高，未来肯定会有更多的国际资本青睐，行业会继续蓬勃发展。”

## 多因素推动创新药牛市

在国际资本不断加码以及众多中国资本的合力加持下，2025 年港股市场诞生了一场久违的创新药牛市。Wind 数据显示，2025 年至今，共有 37 家 18A 公司涨幅超过 100%，其中更有 17 家超过 200%，涨幅最大的更是超过 1400%。

对此，高特佳投资总经理孙佳林表示，此前市场经历“寒冬”，创新药本身研发投入大、周期长等风险特性导致投资者却步。“但高特佳在创新药领域的投资项目从未中断，我们始终认为生物医药行业具备独特的产业韧性与发展优势，License-out、新公司（NewCo）等退出路径相对清晰，政策制定也不断透露出积极信号。2025 年以来的市场表现也印证了我们的观点，港股创新药板块涨幅显著。”寒冬“即将离去，创新药也将迎来发展的新阶段。”

黄鹏指出，牛市的核​​心是极低的估值。“上半年，创新药行业内迎来很多重要的催化剂，出现了大量的大型 BD 交易。同时，中国股市整体上稳中向好，我国也整体进入了工业化后期，各行业大的资本开支已结束，医药相比其他行业有比较突出的优势，比如真实的长期需求、不断创新的技术和产品等。”

“从市场来看，今年港股创新药非常火热，创新药公司给投资人创造了较好回报，这让投资人看到了赚钱效应。过去几年，创新药行情冷淡，很难找到市场化的投资人，现在则不同，最近多家创新药公司发行首日都有大幅上涨，因此投资人包括基石投资人也非常活跃。”基石资本投资部董事余忠说。

## 创新药还需更多原创

在一片繁华之下，中国创新药行业也并非完全一片坦途。事实上，大量的 BD 交易也折射出中国创新药企在出海能力上的短板，此前有不少观点都认为，中国药企正在将“青苗贱卖”。

“创新药行业最大的问题还是，中国企业在美国做临床的能力需要突破。目前国内企业更多是以 BD 形式去参与全球市场，但这种形式其实非常不经济，过往也有很多品种卖的很便宜，我们好不容易做出一个创新产品，结果因为自己没有临床能力，在 BD 交易上吃这种亏，很不划算。”黄鹏说。

在黄鹏看来，目前中国药企在创新性上仍不突出。“现在国内还是以快速模仿居多，以成熟靶点的小幅改进为优势，真正的原创性在生物机制上创新的东西还较少。”

而创新药在港股二级市场的火热目前也尚未完全带热一级市场的投资。黄鹏表示：“不管怎么说，只要二级市场火热，IPO 会改善，必然影响和带动一级市场，所以趋势应该往二级市场靠拢，但进度和速度都不会很快。今年一级市场相比前两年略好，但整体一级市场还是比较谨慎，活跃的市场化普通合伙人（GP）并不多，大多数资金还是在看港股基石机会。”

涌津投资指出，创新药投资同样要注重风险。技术风险是首要挑战，由于只有 First in Class（最快出现的）或 Best in Class（最好质量的）的产品才能获得大部分市场，创新药行业是一场“胜者为王”的竞赛。在技术迭代、政策变革与全球竞争的交织中，中国企业在全球舞台上逐步崭露头角。投资者既需具备长坡厚雪的耐心，也要拥有精准狙击的敏锐——在众多管线中识别出真正的潜力股。未来，随着中国创新药企业技术实力的持续突破，这场医药盛宴必将诞生更多市值传奇。

此外，针对哪些医疗健康企业受到市场青睐的问题，余忠坦言：“目前市场对创新药公司的关注点在于产品管线和技术实力。有稀缺性技术的企业会受到青睐。产品管线方面，投资人会青睐产品空间大、临床进展快、临床数据优于同行，同时，投资人也极为关注产品的 BD 潜力。”

中国创新药获国际资本持续加码 补齐出海短板还需更多原创

证券时报记者 吴瞬