

详解拆红筹系列之一： 2026 年拆红筹热潮的成因以及是否拆红筹的核心考量因素

作者：史成 | 白春慧

红筹架构是中国境内居民企业或自然人搭建的主流跨境股权架构，其核心是通过在境外设立离岸控股平台，以股权收购或者 VIE 协议控制方式将其于境内持有的经营实体的业务和权益注入至境外控股平台，并依托境外控股平台开展融资、上市等资本运作，是中资企业对接国际资本市场的核心模式。红筹架构又细分为股权控制和 VIE 协议控制两种模式。

根据公开市场信息，2026 年再次进入拆红筹的热潮。近期包括阶跃星辰、元戎启行在内的多个市场关注度比较高的企业陆续被公开媒体披露已经或正在考虑拆除红筹架构。今年 3 月中旬，一张据说是中国证监会国际司对某以红筹架构赴香港上市企业的申请回复“请发行人拆除红筹架构后赴香港直接上市发行 H 股”的截图在公开网络广为流传，并引发了资本市场和拟赴港上市企业的极大关注。此后市场上又多次传出关于是否需要拆红筹的不同口径，包括“原则要求拆除，但符合特定条件可申请保留”。但截至目前，尚未有正式规定明确禁止或限制红筹架构企业境外上市，且我们也注意到实操中仍有少量企业以红筹架构完成了境外发行上市(比如，2026 年 4 月 24 日，大搜车取得境外发行上市备案通知书，并成为 2026 年首家获准赴美上市的红筹架构企业；2026 年 6 月 18 日，Momenta 取得境外发行上市备案通知书并于 2026 年 7 月 8 日正式登陆香港联交所主板)。尽管如此，我们了解到大部分企业均在考虑或者已经着手拆除红筹架构。

基于此，我们拟对拆红筹市场热潮的成因、是否拆红筹的核心考量因素、制定拆红筹方案的核心准备工作和主要关注点、拆除股权红筹架构及 VIE 架构的常规方案和主要步骤、拆红筹相关的税务考量、拆红筹所涉外汇合规要点、拆红筹后境外 ESOP 的处理方式以及拆红筹后 H 股上市和回归 A 股上市的监管审核要点等通过系列文章进行深入探讨。

本文系一系列文章的第一篇，拟对近期企业拆红筹热潮的成因，以及是否拆红筹的核心考量因素进行分析总结，以供参考。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

一. 近期拆红筹热潮的背景

(一) 上市审核政策的影响

1. 境外上市备案新规实施的影响

(1) 制度层面：红筹架构上市与 H 股上市境内备案程序趋同

2023 年 3 月 31 日《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》(“境外上市备案新规”)实施以前, H 股上市需要取得中国证监会的“小路条”和“大路条”方可进入联交所聆讯流程, 整体审核周期较长, 审核内容繁复, 且外资限制行业的企业 H 股上市难度较大。相比之下, 在当时的监管框架下, 红筹架构只需接受联交所上市审核, 无需在中国证监会备案, 是当时更快捷的港股上市路径。根据市场公开信息, 在 2023 年之前, 市场上超过 90%的内地企业赴港上市均选择了红筹架构模式。

境外上市备案新规将境内企业间接境外发行上市(包括红筹架构)统一纳入备案管理。若同时满足以下两项指标, 红筹架构企业即需履行与 H 股实质相同的备案程序:(1) 境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或者净资产, 任一指标占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过 50%; (2) 经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内, 或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地位于境内。境内企业间接境外发行上市的认定, 遵循实质重于形式的原则。

现实情况是绝大多数红筹架构企业均同时满足以上两个条件, 或者即便不满足上述条件, 但中国证监会还是会基于实质重于形式的原则要求备案, 例如 2025 年 10 月, 中国粮投集团有限公司(“中国粮投”)认为其不符合境外上市备案新规项下需要备案的条件, 因此在未完成境外上市备案程序的情况下通过与特殊目的并购公司合并交易在美国纳斯达克证券交易所上市, 后被中国证监会根据跨境监管合作机制安排向美监管部门及交易所通报了有关信息, 中国粮投上市当天即被停牌, 黑龙江证监局也对其作出行政处罚。

(2) 实操层面：中国证监会国际司对红筹架构备案逐步趋严, H 股反而具备了审核优势且流通性问题得到改善

据市场公开信息和数据统计, 境外上市备案新规实施后, H 股上市的中国证监会备案时间普遍短于红筹架构的备案时间, 且 H 股全流通改革及港股通机制日益成熟, 其以往的流通性劣势亦明显得到改善。

根据市场公开信息, 2025 年境外上市备案超过 150 家企业, 其中股权红筹架构一共 40 家(其中, 港股 22 家、美股 9 家, 剩余为新加坡等其他境外资本市场), VIE 架构一共 10 家(港股 7 家、美股 3 家); 2026 年上半年境外上市备案超过 90 家企业, 其中超过 80 家是 H 股, 红筹架构数量显著下降。

2. A 股估值溢价对企业有较强吸引力, 而红筹架构回归 A 股较为困难

当前 A 股审核政策仍然普遍严于境外资本市场。实操中, 企业基于业绩对赌压力、投资人的退出要求, 以及率先登陆公开资本市场以更好锁定行业龙头地位等综合因素的考量下, 往往会先选择境外上市, 但同时基于 A 股估值溢价明显、市场交易量显著优于境外资本市场等特点, 也希望保留在企业未来满足 A 股审核政策的情况下回归 A 股的可能性。

根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(2018 年 3 月 22 日实施)、《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》(2020 年 4 月 30 日实施)、《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》(2023 年 2 月 17 日实施)等规定, 已在境外上市的大型红筹企业, 申请境内发行股票或存托凭证, 要求市值不低于 2000 亿元人民币, 或市值 200 亿元人民币以上, 且拥有自主研发、国际领先技术, 科技创新能力较强, 同行业竞争中处于相对优势地位。

由于上述标准及审核实践极为严格, 保留红筹架构在 A 股科创板上市的案例非常少, 且多为科创板初期的“试点”企业, 比如华润微电子、中芯国际、九号公司、格科微、百济神州、诺诚健华、华虹半导体。因此, 对于绝大多数红筹架构企业而言, 拆除红筹架构以保留后续回归 A 股的可能性逐渐成为普遍选择。

(二) 外资开放力度持续加强, 部分产业的外资受限情况发生了实质变化

《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2024 年版)》(“负面清单”)已限缩至 29 项, 因外资准入限制需要搭建 VIE 架构的必要性进一步降低。生物技术、增值电信、外商独资医院等领域正稳妥推进开放试点。

举例而言, 负面清单第 17 项列明: 禁止投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。而在 2024 年 9 月 7 日, 商务部、国家卫生健康委、国家药监局三部委联合发布《关于在医疗领域开展扩大开放试点工作的通知》, 在生物技术领域, 在中国(北京)自由贸易试验区、中国(上海)自由贸易试验区、中国(广东)自由贸易试验区和海南自由贸易港允许外商投资企业从事人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和技术应用, 以用于产品注册上市和生产。我们注意到, 拟赴港股上市的嘉因生物原先在杭州开展细胞与基因治疗业务并搭建了 VIE 架构, 后于 2025 年 11 月在广东自贸区内设立了广州运营公司, 并将全部细胞与基因治疗业务及相关资产转移至广州, 进而拆除了 VIE 架构。

综上，我们认为本次拆红筹热潮背后折射出的监管思路并非简单地针对红筹架构本身进行否定或限制，而是在当前复杂政治经济与国际关系背景下，国家从更高维度对跨境资本流动、税收主权和金融安全作出的系统性回应。一方面，在全球地缘政治博弈加剧、主要经济体货币政策外溢效应显著的背景下，监管层不希望企业通过红筹架构将大量融资资金、利润及资产长期留存境外；另一方面，税务监管正从形式合规走向实质穿透。随着 CRS、BEPS 2.0 等国际税收改革推进，以及境外上市备案新规、国家税务总局《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》等规则的落地，境外架构的税务筹划空间被大幅压缩，这与近期财政部、税务总局《关于离岸信托个人所得税有关事项的公告》(2026 年 7 月 24 日起实施)在监管逻辑维度也是一脉相承的。

二. 决策是否拆红筹的主要考量

如上文提及的，在近期市场拆红筹的热潮中，仍然有大搜车、Momenta 这样的案例维持红筹架构并实现了境外发行上市。诚然，该等案例并不具有市场普适意义，但也再次表明，红筹架构并未被中国证监会完全禁止。此外，红筹架构在企业跨境融资、员工激励、境外并购及全球化业务布局中仍具有不可替代的功能价值。

因此，我们不建议企业盲目拆除红筹架构，而是可以基于以下因素综合考虑并作出更适合企业自身的决定：

(一) 行业监管政策是否支持上市

企业应当首先判断所处行业是否属于外商投资限制或禁止类，以及是否涉及特殊行业前置审批(如教育部门的办学许可、卫健委的医疗机构设置审批、网信部门的网络安全审查等)。对于 K12 义务教育等已被明确封堵上市路径的行业，架构调整本身已无意义；对于需经网络安全审查的行业，审查结果直接决定能否上市。因此，企业应当在了解行业主管部门态度后，再考虑架构选择，进一步评估拆除红筹的必要性和可行性。

值得一提的是，即便行业准入无障碍，行业监管要求仍可能影响具体方案设计。例如，数据敏感行业可能需要调整股权架构以满足数据安全要求；医疗机构需要确保资质持有主体在重组后不受影响。行业监管政策是拆红筹决策中具有“一票否决”性质的前置条件，建议企业首先与行业主管部门进行充分沟通，确认监管态度，在此前提下再推进架构拆除方案的制定。

(二) 外资限制是否有试点开放的趋势

如上文提及的，在负面清单之外，部分行业领域正逐步推进开放试点。部分此前因外资限制而搭建 VIE 架构的企业，亦可借此契机拆除架构。因此，企业应审慎评估所处行业的外资准入政策变化和趋势，若外资限制已实质解除或可通过自贸区试点等方式规避，则保留 VIE 架构的必要性将大幅降低。

(三) 上市时间表和拆红筹成本

拆除红筹架构是一项复杂的系统工程, 涉及法律、业务、财务、税务、外汇等多重维度, 通常需要数月至一年的时间周期。企业需结合自身上市时间表、融资需求及市场窗口, 审慎评估拆除红筹所需的时间成本和经济成本。如短期尚没有明确上市时间表的, 则不必急于拆除。

(四) 业务开展的需要

红筹架构在跨境资金调度、境外并购、全球化业务布局中具有天然的便利性。对于境外收入占比较高、需频繁进行跨境资本运作的企业, 保留红筹架构有助于维持运营灵活性。

特别是近期 ODI 审核趋严, 相关政策也处于陆续更迭的过程中(比如自 2026 年 7 月 1 日起施行的《国务院关于对外投资的规定》, 国家发改委于 2026 年 8 月 21 日在官网发布《对外投资管理办法(修订征求意见稿)》), 因此有实际境外展业需求的企业, 暂时维持红筹架构反而有利于业务持续稳定的开展。

(五) 其他保留红筹架构的合理情形

1. 已完成境外上市并拟赴港二次上市的企业。对于已在境外上市的红筹企业, 保留原有架构进行二次上市可避免重复搭建架构的成本与时间。
2. 对于确实因外资准入限制而必须采用 VIE 架构的企业, 若能充分论证该架构的必要性、合规性及“Narrowly Tailored”属性(即 VIE 架构的范围严格限于外资限制业务, 不扩展至非受限业务), 则仍有可能获得监管认可。

综上, 拆除或保留红筹架构并非简单的二选一, 而是需要综合行业监管政策、外资限制趋势、上市时间表、拆除成本、业务开展需要等多重因素的系统性决策。建议企业在做出最终决定前, 聘请具有相关经验的法律、税务及财务顾问团队, 进行全面的可行性评估与成本测算, 以确保架构调整方案既符合监管要求, 又能最大程度维护企业的长期利益。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



史成
+86 21 3135 8738
colin.shi@llinkslaw.com



白春慧
+86 21 6043 5835
chunhui.bai@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026