

首页 > 正文

中环观察 | IPO “黑函” 频现 港交所 “密交” 扩容箭在弦上

2026年03月11日 21:10 南方财经全媒体集团 张伟泽



南方财经21世纪经济报道记者 张伟泽 香港报道

一家拟上市公司，在通往IPO的道路上，提前数月将自己的核心客户名单、产品毛利率、供应商体系等“商业地图”公之于众，最终可能等来的不是投资者的热捧，而是竞争对手的“定点狙击”与上下游伙伴的“重新议价”。这并非危言耸听，而是许多拟上市公司在公开递表后面临的真实困境。

“现在这几乎成了流程中的固定环节，基本上每一个香港上市申请人都免不了收到‘黑函’（如来自竞争对手的匿名举报信或负面舆论）。”一位香港IPO市场的服务机构负责人对21世纪经济报道记者说，“我看到过最极端的例子，一个上市申请收到数十封黑函。整个过程当中，联交所也为此投入了大量时间去处理。”

如今，为破解这一痛点，港交所正酝酿一场意义深远的上市制度改革。2月26日，港交所行政总裁陈翊庭在2025年全年业绩发布会上对21世纪经济报道记者确认，港交所正全方位研究上市规则优化，其中包括将已在科技公司中成功试点的保密申请（又称“秘密交表”）机制，扩大至更广泛的行业。

针对递表上市的“黑函”

对于拟上市公司而言，在递交上市申请与通过聆讯之间，通常有数月的时间窗口。根据现行非保密发行制度，企业需在递表之初便公开其招股书，其中包含了大量核心商业信息。

“传统公开递表，会在几个月甚至更长时间暴露公司融资意图、估值预期和业务指标，一旦市场环境逆转，撤单成本极高，包括声誉、客户和员工士气的负面影响。”香港证券及期货专业总会理事侯思明对21世纪经济报道记者表示。

香港中小上市公司协会主席席春迎对此表示认同。他对21世纪经济报道记者表示，常见的冲击一般包含四类情况：竞争对手针对性布局、客户或供应商重新议价、关键人才被挖角，以及被动引发商业纠纷升级。



热文排行

- 1 财政部：花呗、微粒贷、信用卡账单分期业务等都可享受贴息
- 2 吴清定调券商发展：优质头部机构做强做大，中小券商差异化发展
- 3 美股三大股指盘前全线跳水，欧股集体大跌，黄金白银下挫，国际油价失守110美元
- 4 深圳龙岗拟首发“龙虾十条”培育智能...
- 5 中东战火“烧”到塑胶市场：涨价传导...
- 6 哈梅内伊之子当选伊朗新任最高领袖；...
- 7 美股盘前集体走高，金银快速拉升！港...
- 8 腾讯出手！A股13只“龙虾股”涨停，...
- 9 涨停潮来袭！商业航天概念再“点火”...
- 10 伊朗提出停火条件

财经日历

2026年 3月						
<	二	三	四	五	六	>
一	23	24	25	26	27	28
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31	1	2	3	4	5

今日要点 全球大事 经济数据

全国政协十四届四次会议今日闭幕；官方再次提示“养龙虾”风险 | 21早新闻

21早新闻

高压直流供电技术，值得关注的五大受益方向 | 商情简报



查看全部

“一旦披露毛利率区间、客户集中度，交易对手会立刻把‘你要上市、你需要稳业绩’当作筹码，提出更苛刻的条款，直接影响利润与现金流质量。”席春迎强调，这些冲击并非仅仅发生在科技公司，传统行业若高度依赖少数大客户，提前曝光的伤害反而更直接。

“现在最典型的一个例子，就是一些网络软件公司，会通过中介紧盯联交所的所有上市申请。”A表示，“他们第一时间就去查这家公司的雇员人数，然后比对购买软件的数量。比如发现只买了两三套，便会推断这家公司可能使用了大量盗版软件。”

除了对公司主体业务的影响，竞争对手的攻击也会影响企业上市节奏。资本市场瞬息万变，上市窗口可能转瞬即逝。

C资本CEO郑彦斌对21世纪经济报道记者表示，一旦竞争对手得知企业准备公开递表，就必然会尝试通过匿名举报等方式施加影响。“即便这些指控并无实据，监管机构也必须按照程序展开调查，少则耗费数周，多则拖延数月。对于高度依赖市场窗口的IPO而言，错过一个关键的发行时机，往往意味着整个上市计划的延误甚至流产。”

去年成功登陆港股的生物科技公司，银诺医药(02591.HK)对此深有体会。

银诺医药企业事务部运营及政府事务总监邱阳对21世纪经济报道记者坦言，“黑函”在生物医药公司IPO过程中几乎是标配。“对我们这类公司，攻击点更集中在核心技术专利的有效性、临床数据的解读，甚至是核心科学家的背景。这些指控很多是断章取义甚至是凭空捏造，但回应起来却需要耗费公司大量的时间和资源，严重干扰了正常的上市节奏。”

静默期的价值

保密申请制度，正是为了化解这一痛点。它允许拟上市公司在通过聆讯前，无需公开披露其上市申请文件，从而获得一个宝贵的“静默期”。

侯思明认为，这不仅能有效保护商业秘密，更重要的是赋予了企业在选择上市时机上的灵活性。“传统公开递表，会在几个月甚至更长时间暴露公司融资意图、估值预期和业务指标，一旦市场环境逆转，撤单成本极高。”

席春迎亦指出，保密申请的最大好处在于降低了上市周期里的不确定性成本，让企业可以在监管沟通、资金安排等关键环节更稳妥推进，并在合适的时间窗口公开，同时也能有效减少“被动舆情与市场波动”对管理层的干扰。

保密申请为拟上市公司带来了两重核心价值：其一，保护商业秘密不被提前曝光；其二，让企业得以自主掌握信息披露的节奏与时机。

亚司特律师事务所亚洲区公司业务负责人毕然对21世纪经济报道记者表示，保密申请的关键价值，并非完全阻断外部投诉，而是大幅压缩攻击者可以操作的时间窗口。

此外，保密申请还能显著降低企业的“试错成本”。毕然指出，保密申请从很大程度上能够为这些发行人提供稳定性。即使最终监管机构没有审批通过企业的上市请求，企业也不会有太多的负面曝光。

企业保密需求与知情权的平衡

展望未来，若港交所正式就扩大保密申请范围展开市场咨询，首要议题便是：改革的边界划在哪里？

多位专家均认为，扩容不会是“一刀切”的全面放开。毕然的判断是，改革将优先覆盖业务本身具有敏感性的行业，例如消费类和矿业类，这些行业涉及国家政策面或战略资源，敏感性较大。对于难以明确框定的行业，则可能采取专案专办的方式，由联交所上市科逐案判断是否符合保密申请的条件。

席春迎则给出了更细化的分层逻辑，他认为扩容方向将按风险特征与信息敏感度逐步推进，依次覆盖四类发行人：传统行业里的“高竞争/高敏感”细分赛道、跨境或地缘政治敏感度较高的企业、正在谈判重

每日智库看点

培育数据流通服务机构，推进数据要素市场化价值化 | 营商环境周报

中法华南创新商业交流会

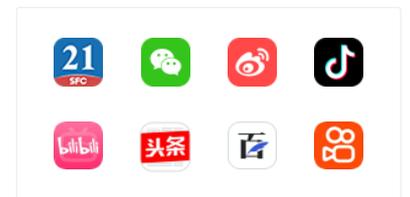
17把奥运火炬、7座冠军奖杯亮相香江1号，点燃城市冬奥氛围

国务院：不得强制推广下载使用政务应用程序 | 营商环境周报

财政部等五部门：实施中小微企业贷款贴息政策 | 营商环境周报

[查看全部](#)

关注我们



公告

- 自拟项目选择制度 (21基金会)
- 差额选举程序 (21基金会)
- 基金会2020年度审计报告
- 绩效考核制度
- 考勤管理制度
- 秘书长绩效考核指标 (21基金会)

[查看全部](#)

大交易或重大重组的企业，以及更广泛的“已具备一定规模与合规成熟度”的公司。

然而，邱阳则向记者表达了另一层思考。“机构和散户投资人能看到企业经历层层舆论检验后完成上市，这样带来的市场评价其实是比较健康的。”在他看来，完全的静默也意味着上市前与市场充分沟通、接受公众检验的缺失。

如何平衡企业保密需求以及投资者的知情权，考验着监管的智慧。德勤中国资本市场服务部上市业务华南区主管合伙人吕志宏对21世纪经济报道记者表示，这个平衡点不在于披露内容的质量，而在于披露的时间点。在他看来，企业一旦完成聆讯并拿到上市资格，就应将包括财务数据、风险因素在内的完整招股书公之于众，这是对投资者知情权的应有保障。

席春迎则建议用“三道闸门”来做精细化平衡：第一道是“资格闸门”，要求发行人证明其信息敏感性，并非所有企业都能自动适用；第二道是“时间闸门”，确保保密只覆盖早期审阅阶段，在定价前留给市场充足的消化时间；第三道是“披露闸门”，在公开后强化信息可比性与可验证性，对选择性披露保持高压监管。

时机已至改革提速

实际上，港交所的这一改革构想，是与国际主流资本市场的演进趋势同频共振。将保密申请从一项针对特定企业的“特权”扩大为一项普惠性制度安排，是国际成熟市场的共同选择。

2012年，美国国会通过《创业企业融资法案》（JOBS Act），首次以立法形式确立保密申请制度，允许年收入低于约10.7亿美元的“新兴成长公司”（EGCs）在IPO前以非公开方式向SEC提交注册声明草案供审查，而超过收入门槛的大型公司仍须从一开始就公开提交所有文件。2017年7月，SEC将这一制度的适用范围从新兴成长公司扩大至所有发行人，同时规定后续融资须在IPO注册声明生效后12个月内方可适用。

席春迎认为，港交所的改革探索，既是对自身“科企专线”成功经验的总结推广，也是其主动对标国际最佳实践、巩固其全球领先金融中心地位的必然一步。

港交所此次考虑扩大保密申请范围，其底气正来自于自2018年以来一系列上市制度改革的成功，尤其是“科企专线”的积极反馈。

2018年，港交所推出IPO上市制度改革，增设18A章，首次允许未有收入的生物科技公司来港上市。2023年，港交所进一步推出18C章，将特专科技公司纳入上市框架。在此基础上，2025年5月，港交所与香港证监会合作推出科企专线，为这两类公司提供上市前专门指引，并将保密申请作为其中的核心配套措施。陈翊庭透露，目前排队上市的18A、18C类企业已超过100家，该专线已初步显现成效。

毕然分析，正是因为保密申请的受欢迎程度越来越高，且可能港交所收到了大量来自科技行业以外公司的申请需求，才促使改革提上日程。

吕志宏补充道，在国家政策支持下，赴港上市的应用数量持续增加，其中不乏市值超过百亿的大型企业。这些公司在筹备上市的过程中，对商业秘密保护、供应商关系维护以及竞争格局的顾虑与日俱增，由此推动了市场对保密申请制度的讨论不断升温。

而对于秘密递交机制扩大的影响，席春迎判断，保密机制扩容对申请数量的弹性将大于融资规模的弹性。“这降低了企业的试错成本，会进一步抬升递表的边际意愿。”他解释，对于那些原本因担忧信息提前曝光而对香港上市心存顾虑的企业而言，保密申请的普及，实际上是在降低进场门槛。

在改革时间表方面，陈翊庭此前在发布会上表示，相关方案完成后将启动公开咨询。席春迎基于监管流程经验推断，2026年上半年看到咨询与定稿的概率较高，但正式生效时间仍取决于咨询反馈与配套规则的复杂度。

吕志宏强调，无论最终推出什么方案，都必须在满足市场需求的同时，展现香港金融市场的优势和竞争力，在企业风险管理与市场需求之间取得平衡。

[返回21经济网首页 >>](#)

分享到:

相关新闻

中国半导体IP第一股，冲刺港股IPO

6小时前

21观公司 | 天星医疗转战港股，80后工科博士再冲刺IPO

2026年3月9日

“眼茅”市值已跌破千亿，拟赴港IPO？公司回应

2026年3月9日

5家递表、2家通过聆讯，细分龙头争相赴港 | 港股IPO周报

2026年3月9日

IPO新信号！吴清主席定调创业板，将推出六大改革措施！

2026年3月6日

[关于我们](#) | [加入我们](#) | [联系我们](#) | [版权声明](#) | [友情链接](#)

粤ICP备2021113567号 互联网新闻信息服务许可证编号: 44120250004 广播电视节目制作经营许可证

中国互联网举报中心 违法和不良信息举报电话: 020-87399755 law21@21jingji.com

广东二十一世纪经济报道报社有限公司

粤公网安备 44010402000579号