

资本洞见

三维度观察“H回A”新气象

邢萌

近日,港股上市公司越疆科技创业板IPO申请获受理,深市首个粤港澳大湾区企业“H回A”案例有望落地。此外,艾美疫苗、范式智能等多家港股上市公司正推进“回A”事宜,“H回A”案例将持续涌现。

近年来,越来越多的A股上市公司赴港上市,仅去年就有19家成功登陆港交所,“A+H”已成风潮;与此同时,“H回A”趋势初显,继港股公司百奥赛图去年登陆科创板后,越疆科技公司也纷纷推进A股上市进程。双向通道的贯通,使两地企业得以借助“A+H”平台实现高效融资,优化资本结构,深化内地与香港资本市场互联互通。

可以说,“H回A”案例的频频出现,既是政策红利的集中释放,又是市场价值的战略锚定,更是企业成长的现实路径,笔者认为,其背后有

三重逻辑。

其一,资本市场双向开放向纵深推进,科技型企业上市标准多元包容,为优质港股回归打开制度空间。

2025年6月份,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》,其中明确提出,“允许在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业,按照政策规定在深圳证券交易所上市。”顶层设计率先破局,进一步打开“H回A”制度通道。

此外,随着全面注册制改革深入推进,A股市场科技型上市标准更加多元包容:科创板“1+6”改革举措加快落地,重启未盈利企业第五套上市标准,适用范围扩大至人工智能、商业航天、低空经济等前沿领域;创业板支持优质未盈利创新企业上市,增设第四套上市标准,为

新兴产业和未来产业领域优质创新创业企业提供更好金融服务;北交所不断优化创新型中小企业评价指标体系,持续提升制度适配性。

这一系列举措为不同类型、不同阶段的优质科创企业回归A股畅通了制度通道。当前港股公司对创业板、科创板、北交所的差异化选择,也印证了这一系列制度的包容性。

其二,A股市场交易活跃,流动性强,估值优势明显。

A股依托成熟的交易体系,流动性充裕、定价机制有效。同时,A股深度贴合国内产业逻辑与价值评判体系,定价逻辑更适配新兴产业与硬科技企业成长特质。加之A股再融资、并购重组等资本运作机制高效畅通,可有效盘活资本、助力产业扩容,构建起企业价值成长与资本赋能的正向循环。这共同构成港股企业“回

A”的核心动力。

其三,企业发展需求驱动,便于其进一步深耕内地市场,对接产业资源。

客观来说,“H回A”是企业基于自身发展现实做出的战略选择。

对业务重心在内地的港股上市公司而言,布局A股并非改变企业本身属性,而是进一步强化其在境内资本市场的可见度、融资能力和产业资源对接能力。企业还有望借助A股平台引入战略投资者,形成“资本+业务”的双重绑定,深度融入本土产业链。另外,A股上市公司在内地市场具有更强公信力,有助于提升品牌影响力和人才吸引力。

“H回A”的新气象,映射出我国资本市场的制度竞争力显著提升、国际吸引力与影响力持续增强。展望未来,随着资本市场制度型开放

向纵深推进,“A+H”双向通道将更加通畅,优质企业有望在两地市场间自由选择、灵活布局,中国资本市场也将以更加开放包容的姿态融入全球金融体系。



上市公司分红创新高传递信心

朱宝琛

根据中国上市公司协会最新发布的《境内股票市场上市公司2025年经营业绩报告》,全市场(沪、深、北三家证券交易所)有3711家上市公司公布2025年现金分红方案,合计分红金额2.43万亿元,较上年增加805亿元,平均股利支付率为37.7%。盈利公司分派现金股利的比例近九成(剔除当年亏损仍分红的情况),其中2500余家上市公司股利支付率超过30%。实施一年多次分红的公司达1052家,287家公司分红总额超过10亿元。

事实上,自新“国九条”实施以来,上市公司分红规模不断刷新历史纪录,分红频次显著提升。在笔者看来,这不仅仅是数字的突破,更是在向市场传递信心,有利于增强资本市场吸引力,培育长期投资理念,助力资本市场高质量发展。

对上市公司而言,积极的现金分红能够向市场传递企业盈利状况良好、公司治理水平提升等积极信号。特别是一批龙头上市公司经营

业绩和市值同步高增长,投资者在长期陪伴中获得了可观回报,获得感不断增强。

分红规模创新高背后的核心支撑,是上市公司扎实的经营业绩与稳定的现金流。结合数据来看,2025年,全市场上市公司实现营收73.01万亿元,同比增长1.2%,增速较2024年提高1.9个百分点;整体实现净利润5.40万亿元,增长2.6%,增速较2024年提高4.8个百分点。全市场七成上市公司实现盈利。3235家公司实现营收正增长,2425家公司盈利正增长,370家公司实现扭亏。

随着监管层持续引导上市公司重视股东回报、推动现金分红制度完善,越来越多的上市公司主动提升分红比例、优化分红机制,形成“高盈利—高回报”的良性循环。不过,我们也要认识到,“高分红”并不等于“高质量分红”,要预防部分上市公司陷入“伪高股息”的陷阱。

基于此,监管层需持续完善分红监管体系,强化对分红资金来源、企业可持续发展能力的核查,约束异常分红,进一步优化回报投资者生态;上市公司需立足长远,以公司自治为原则,平衡分红与研发创新、产能扩张的关系,形成“回报增—信心强—资金入”的正向循环,让分红成为“长久计”;投资者则需关注上市公司未来分红的稳定性,聚焦盈利稳定、现金流充裕、分红可持续的优质标的,远离投机炒作。

从2017年全市场分红金额首次突破万亿元大关,到2025年合计分红金额2.43万亿元,这种跨越式增长,反映了资本市场的改革成效与中国经济的韧性。面向未来,我们期待上市公司坚守初心,以扎实业绩支撑持续分红,与投资者共享公司成长成果。

外企为何持续加码“研在中国”

李雯珊

随着我国高新技术蓬勃发展以及数字化智能化加速落地,外资企业加快在华设立研发中心,共享中国产业升级带来的巨大机遇。近日,商务部新闻发言人何卫东表示,外资研发中心是我国创新体系的重要组成部分。不少跨国公司在华“制造基地”正在升级为“创新策源地”,外资在华研发中心正在从本地化适配升级为全球创新支点。

公开资料显示,2025年,我国科学研究和技术服务领域实际使用外资占我国实际使用外资总额近五分之一,占比已连续7年稳步上升,是2018年的3.8倍。2025年该领域新设立外资企业1.4万家,同比增长27.2%。今年一季度,以研发与设计服务为代表的高技术服务业务实际使用外资实现高达127.8%的增长。在智能驾驶、绿色低碳、科技研发等高技术服务领域,不少跨国公司依托中国的产业链、供应链,实现“在中国创新、为全球所用”。

笔者认为,外企持续加码“研在中国”,既是市场发展的必然选择,又是中国创新硬实力、产业配套力与政策开放力的集中体现。

其一,我国拥有完备的产业体系与超大规模市场,筑牢外资研发“基本盘”。当前,我国拥有41个工业大类、207个工业中类、666个工业小类,是唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家;500种主要工业产品中,四成以上产品产量位居全球第一。这种“产业集群效应”大幅降低了研发成果的中试与量产成本,让外资技术落地周期显著缩短。

其二,我国高素质人才集聚与创新投入加码,激活协同创新“新引擎”。人口红利向人才红利的转变,是中国吸引高端研发资源的关键底气。目前,我国每年科学、技术、工程、数学专业(STEM)毕业生数量超过500万人,在全球领先;国际智库统计的中国高校培养的顶尖人工智能(AI)研究人员全球占比超过50%。

此外,2025年,中国全社会研究与试验发展经费投入达到39262亿元,已经多年稳居世界前列,为外资与本土创新主体协同攻关提供

了良好基础。外资与本土人才、技术的深度融合,正催生一批面向全球市场的原创性成果,形成“1+1>2”的创新合力。

其三,我国推进高水平开放与营商环境优化,夯实长期发展“稳定器”。外资研发中心扎堆布局,离不开持续扩大开放的政策支持与不断优化的营商环境。

从《鼓励外商投资产业目录(2025年版)》增加研发类鼓励条目,到外资研发中心认定后进口科研设备可免征关税,再到境外投资者以境内分配利润再投资实施税收抵免政策,中国以制度型开放为外资研发提供了明确预期与实际利好。政策的稳定性、环境的友好性,让中国成为全球资本布局创新的“必选项”而非“可选项”。

从“制造基地”到“创新热土”,外资研发中心的扎堆布局,是中国高质量发展的生动缩影,更是全球产业分工重构下的必然趋势。未来,外资与本土创新力量的深度融合,不仅将为中国新质生产力发展注入强劲动力,更将推动中国在全球创新格局中占据更重要位置,实现“互利共赢、共创未来”的发展愿景。

资本市场制度型开放让外资券商真正“跑起来”

周尚存

资本市场制度型开放持续走深走实,外资券商作为跨境资本联通的重要载体,在华发展迈入深耕提质、价值释放的新阶段。一组最新经营数据清晰勾勒出行业发展新变化:截至2025年末,16家外资参控股券商总资产达534.69亿元,同比增长5.44%;2025年营业收入总和同比大增32.61%。

外资券商经营稳健向好,业绩实现较高增长,不只是机构自身经营发展的市场结果,更是我国资本市场开放红利持续落地、中资与外资机构形成良性协同、全球资本长期看好并配置中国资产的综合体现。笔者认为,当前外资券商正深度融入中国证券行业生态,成为推动市场结构优化、服务能级提升、双向开放提速的重要力量,可从三大维度观察其在华发展的价值与意义。

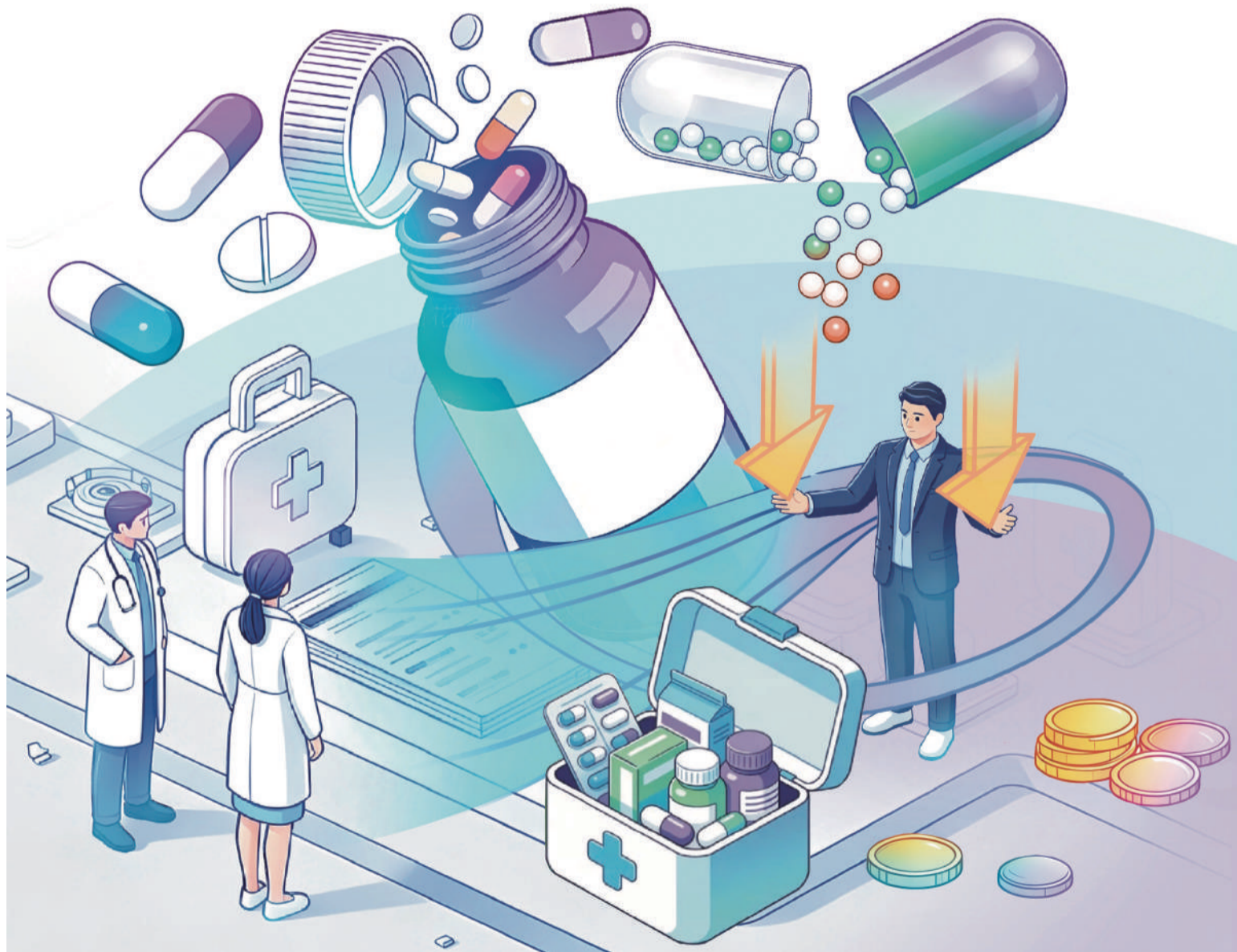
第一,业绩爆发验证制度红利,中国资产核心配置吸引力稳固且不可替代。32.61%的营收增速,是全球资本对中国韧性经济与开放信心的直接回应。摩根士丹利证券(中国)净利润同比增长664%,高盛(中国)以14.61亿元净利润领跑在华外资券商……在头部机构的带动下,外资券商整体业绩回暖势头明显。

这一成绩单的底色,在于我国持续推进资本市场制度型开放、有序破除行业准入与展业壁垒。随着开放步伐稳步加快,外资券商已从初期的试探式布局,转向长期扎根深耕的发展阶段,依托成熟的国际化运营经验与专业化服务能力,实现在华业务的稳步扩容与跨越式发展。

第二,差异化竞争渐成主流,专业服务逐步替代传统牌照红利。外资券商的增长路径呈现出高度的精细化与专业化特征,基本告别了“价格战”与“铺网点”的发展模式。

例如,高盛(中国)高达67%的经纪业务收入占比,主要是其依托QFII业务长期深耕、凭借全球研究实力构建“信任护城河”,即依靠研究定价能力、跨境服务能力和长期合规服务积淀,赢得境外长线资金的持续认可,是专业价值实现的典型体现。摩根士丹利证券(中国)在相关经纪牌照缺失的背景下,并未盲目跟风同质化赛道,而是精准锚定自身国际优势,聚焦投行、固收等特色业务精准发力,走出一条专业化、精细化的突围路径。两家机构截然不同的业务增长结构,也反映出资本市场对专业化分工、差异化定位、精细化服务的需求持续提升。

第三,双向开放不仅是“引进来”,更是服务能级的“双向跃升”。外资券商的深度参与,正在重塑A股的资金结构与投资理念。外资持仓带来的不仅是增量资金,更是成熟的机构投资者行为。在“走出去”层面,外资券商凭借全球网络优势,成为助力中国企业全球化布局的重要金融纽带。其提供的不再是单一的融资服务,而是涵盖跨境并购、风险管理、全球资产配置的全链条解决方案。这种双向赋能,让资本市场真正成为连接国内国际两个市场、两种资源的高效枢纽。总而言之,外资券商的“深耕提质”与“差异化增长”,既是中国资本市场高水平开放的结果,也是证券行业迈向高质量发展的缩影。当中资与外资机构在“专业致胜”的赛道上形成良性竞合,中国证券行业将真正实现从“规模大”向“功能强”的跨越。



如何看待医药行业销售费用连续两年下滑

张敏

销售费用是观察医药行业商业模式与发展健康度的重要指标之一。它既反映企业拓展市场的力度,也隐含着企业合规与否、运行效率高低深层信息。同花顺数据显示,2025年A股医药生物行业销售费用为3291亿元,同比微降,该指标已连续两年呈现下滑态势。

从具体数据分析,一部分企业销售费用下滑,是营收下降的被动结果,属于业务收缩的连锁反应。但整体来看,行业销售费用的下滑态势,其实是企业降本增效的直观体现。深入剖析还可以发现,数字背后隐藏的,是医药行业一场深刻的结构性洗牌。

其一,合规成为行业发展底色,倒逼销售费用“挤水分”。

近年来,医药领域监管体系持续织密,从国家市场监督管理总局发布《医药企业防范商业贿赂风险合规指引》,到今年最高人民法院、最高人民检察院联合出台《关于办理贪污贿赂刑事案件适用法律若干问题的解释(二)》,一系列政策文件的推出,将合规要求贯穿于企业发展全链条。

与此同时,集采政策的持续推进,打破了传统“带金销售”的发展模式,过去隐藏在销售费用中的灰色空间被逐步压缩,倒逼企业摒弃粗放式营销,转向专业化的客户服务与数字化管

理。可以说,销售费用的下滑,本质上是行业告别野蛮生长、走向规范发展的标志性信号。

其二,技术变革的赋能,从效率端改写了医药销售的成本结构,为费用优化提供了新路径。

在数字化浪潮下,AI等新技术正逐步替代传统的“人海战术”,大幅降低企业营销开支。随着会议费、差旅费等刚性成本显著下降,企业销售费用合理减少、结构逐步优化。这既减轻了企业运营负担,也推动行业营销模式向高效、精准转型。

需要指出的是,评价医药企业销售费用的高低,从来没有绝对标准,关键要看其是否与产品生命周期、市场扩张阶段相匹配。例如,部分

头部创新药企在创新产品持续落地的支撑下,销售费用重回增长态势。对于这类企业来说,当创新药进入商业化放量阶段,必要的学术推广和市场教育投入不可或缺,销售费用的适度增长恰恰是企业活力的体现。

面向未来,医药行业的发展逻辑已经清晰可见:产品力与商业化的双轮驱动,才是行业从“规模扩张”走向“价值重塑”的关键。那些缺乏核心产品竞争力的企业,终将被行业洗牌淘汰;而那些在合规与技术赋能下,积极投入研发、打磨产品,并在适当时机合理推进销售的企业,才能穿越周期,赢得未来。