

中概股追踪：未来出路与可能演变

在外部环境变化和监管合作不确定性犹存的大背景下，中概股未来将何去何从始终是市场关注的焦点话题。那么，未来将如何演变？是否还存在变数？中概股前景如何？

当前情形：中概股问题的来龙去脉与现状

► **中概股问题的来龙去脉。** 2002 年在美国安然财务造假丑闻的催化下，美国国会通过了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)，旨在加强政府对上市公司财务申报及会计事务所的监管。基于该法案，美国政府创建公众公司会计监督委员会 (PCAOB)，加强监督对上市公司和其他发行人的审计，以保护投资者利益。

2020 年 12 月 18 日，美国时任总统特朗普正式签署当年由参议院与众议院通过的《外国公司问责法》；2021 年底，美国证监会 (SEC) 进一步出台了依据该法案的实施细则。今年 3 月初年报披露期，美国 SEC 依据《外国公司问责法》将首批 5 家中概股企业列入其“初步识别名单”中，标志着对于中概股监管从制度建设正式步入法律执行阶段，随即引发市场担忧。随后越来越多的中概股公司被纳入名单，截至 2022 年 8 月 25 日已经有总计 150 只中概股上榜“确定识别名单”，

另有 4 只列入“初步识别名单”。8 月 12 日，中国石化、中国石油、中国人寿、中国铝业和上海石化等 5 家中国企业相继发布公告，申请自愿将其美国存托股份从纽约交易所退市。

► **中美监管合作推进仍是大方向。**中美双方针对这一问题的协商一直在进行，尤其是今年 3 月正式实施以来。如在 3 月 10 日 SEC 将首批中概股企业列入“初步识别名单”后，证监会 3 月 11 日凌晨发布公告表示“愿通过监管合作解决相关问题”。3 月 16 日，国务院副总理刘鹤主持金融委会议表示，中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案，中方继续支持各类企业到境外上市。

不仅如此，一些配套的政策也在推进修改优化以适应新的内外部环境。2021 年 12 月和 2022 年 4 月，国务院和证监会先后对起草《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（征求意见稿）》与修订《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》（下称《保密新规》）征求意见，增加对赴中国香港和美国上市的境内企业的覆盖，为跨境监管合作提供制度保障，这也为中美监管双方合作流出了一定空间。整体来看，尽管期间不排除可能出现一些波折和反复，但在一定程度上达成合作仍可能是大方向。

后续演变：后续中概股问题发展的关键节点

► **最终时点：2024年3~5月财报季。**根据《外国公司问责法》，首批“被识别公司”如果连续三年不能满足法案要求，将会面临退市风险，从2021年财报算起，2023年财报也就是2024年3~5月财报季（对于多数公司而言）将成为最终时点。此前，美国国会提议的《加速法案》计划将这一时间提前一年，但目前看这一法案通过概率并不大。

► **实际时点：2023年11月。**不过，由于审查流程需要时间，因此实际时间可能要更为提前，相关公司需要在2023年11月乃至更加提前便做好准备。美国SEC国际事务主管YJ Fischer也在一次讲话中提到[1]，尽管当前中美双方正在就中概股问题积极磋商，即使未来能够达成一定协议，但这也只是第一步。PCAOB对中概股公司进行重新审核也需要一定时间，而这一审核往往需要在名单发布前一年的11月初就完成。

值得注意的是，由于各个公司的财政年截止日不同，因此“被识别公司”名单是全年滚动披露，并非固定一致。首批“被识别公司”是财年截止日为12月31日（对应年报披露时间为第二年4月；财年截止非12月公司将依次顺延）。



图表：2020 年以来，中概股面临的外部监管环境不确定性持续增加

资料来源：中国证监会，美国证监会，港交所，中金公司研究部

核心问题：多大程度和范围内能够提供审计底稿是关键

除了国企涉及到的政府控制问题外，**审计底稿是在美上市中概股问题的核心**。在这一问题上，美方不论是 PCAOB 还是 SEC 官员都表示，需要全面底稿权限而不接受部分删节的版本。因此，除了国企必然退市但影响更多是象征大于实质外，**在多大程度和多大范围能够提供审计底稿就成为关键其他中概民营企业能否继续在美上市的关键**。

这其中，美方如何认定何种程度是全面的审查权限、以及我方依据《保密新规》哪些底稿可以提供都是需要考虑的细节问题。**例如，可能也存在中美双方达成监管合作协议，但并非所有公司都能提供底稿的情形**。这种情形下，多数公司可能都可以符合继续在美上市的条件，进而打消尾部风险；但部分不符合条件的公司可能需要最终从美退市，类似于近期退市的国企。

**未来出路：国企退市，中资民营股仍有选择空间；
回归港股和主要上市是大势所趋；短期或影响流动性**

假设中美能够在一定程度上达成监管合作，我们认为未来中概股的前景与选择可大致分为以下几种情形：

► **国企退市是基准情形**：根据《外国公司问责法》要求，外国公司需披露其与外国政府之间的关系并证明其没有被外国政府所有或控制，因此国企基本都将选择退市。实际上，中国石化、中国石油等 5 家国企于 8 月 12 日宣布启动美国退市，也正是出于此项考虑，基本符合市场预期。

► **中资民营股仍有选择空间**：若达成一定监管合作，多数企业可在符合《保密新规》的前提下向 PCAOB 开放审计底稿访问权限，因此可以维持在美上市。但是，不排除部分企业会由于涉及敏感信息而无法满足一些监管要求，继而选择退市，进而带来情绪和流动性冲击，因此后续监管进展和细节值得关注。

无论最终在美退市与否，选择赴港上市都将是中概股对冲外部风险的择优之选。 在外部环境日益复杂的背景下，已有 26 家公司通过二次上市或双重主要上市回归港股（其中 17 家为二次上市，9 家为主要上市），以寻求美国意外退市风险下的“安全垫”，更不用说回归港

股可以提升公司多维度融资能力、引入中资及长线投资者以优化其股东结构等多方面积极意义。往前看，在外部环境依然面临较大变数情况下，**我们预计更多符合条件的中概股公司回归港股、且采用或者转为主要上市方式将成为主流。**

回归方式上，采用或转为主要上市将成为主流。相比作为海外上市主体“投影”的二次上市，选择双重主要上市方式回港可以使在港上市地位不受海外上市状况影响，同时还可纳入港股通范围。实际上，我们注意到越来越多的公司（小鹏汽车、贝壳）选择双重主要上市回归港股，且再鼎医药、哔哩哔哩和阿里巴巴等公司也已经申请或完成了二次上市向主要上市地位的转换。我们测算，上述公司如果转为主要上市并纳入沪港通后，有望带来 450 亿港元的资金流入。

中概股回港和退市或对港股短期有流动性扰动，但长期有助于优化港股结构并强化吸引力。我们预计大量中概股回归和股份转到港股交易，的确将会对港股本就不非常充裕的流动性造成一定影响，目前已经回归的主要中概股公司在港交易的比例平均已达 20%左右（如阿里巴巴 20%）。我们测算，27 家潜在回归公司新增融资和股份转换交易可能带来每年 277 亿港元的流动性吸收（相当于 2021 年全年港股主板 IPO 募资金额的 9.1%）。当然，采用介绍上市方式（不新增融资，例如蔚来和贝壳）可以减轻上述压力。从中长期看，我们认为更多中概股公司的回归有助于进一步优化港股市场结构，吸引资金沉淀，进

而形成优质公司和资金的正反馈。此外，我们预计港股或将部分替代美股为中国创新企业（尤其是美元基金所投资的企业）的首选融资地之一，这都将进一步巩固港股市场作为区域金融中心以及中国“新经济桥头堡”的地位。

#	代码	公司名称	行业	港股二次上市时间	收盘价 (港元)	公司市值 (十亿港元)	新股发行数量/二次上市前总股数	港股上市募集资金额 (十亿港元)	于香港中央结算系统的持股量/总股数	港股市值 (十亿港元)	三个月日均成交额 (百万美元)	盈利增速		市盈率(X)		市净率(X)		
												2022E	2023E	2022E	2023E	2020A	2022E	2023E
1	9988.HK	阿里巴巴-SW	可选消费	2019/11/26	93.8	253.2	2.8%	101.2	46.5%	117.7	741.4	-15%	26%	14.3	11.4	1.6	N/A	2.0
2	9618.HK	京东集团-SW	可选消费	2020/6/18	246.2	84.6	5.1%	34.6	52.0%	44.0	324.6	-711%	34%	33.3	26.8	3.0	3.1	2.8
3	9999.HK	网易-S	通信服务	2020/6/11	142.3	59.6	6.4%	24.3	19.5%	11.6	145.9	21%	16%	20.1	17.3	3.8	6.1	5.9
4	9888.HK	百度集团-SW	通信服务	2021/3/23	141.8	39.8	3.6%	23.9	18.4%	7.3	111.2	66%	23%	23.5	18.1	1.5	1.5	1.7
5	9866.HK	蔚来-SW	可选消费	2022/3/10	151.0	29.3	0.0%	0.0	2.3%	0.7	17.9	72%	-68%	N/A	N/A	6.8	7.4	7.1
6	9987.HK	百胜中国-S	可选消费	2020/9/10	385.2	20.6	11.1%	17.3	6.7%	1.4	13.8	-53%	68%	45.3	26.0	2.8	2.8	2.6
7	9961.HK	携程集团-S	可选消费	2021/4/19	223.0	18.2	6.0%	9.8	12.6%	2.3	21.9	-306%	343%	110.6	25.5	1.2	1.2	1.1
8	2057.HK	中通快递-SW	工业	2020/9/29	198.0	15.2	6.8%	11.3	4.7%	0.7	2.3	30%	30%	22.9	17.4	N/A	2.6	2.3
9	1179.HK	华住集团-S	可选消费	2020/9/22	31.3	12.8	0.7%	7.0	6.8%	0.9	6.1	-58%	-12.8	1,091.9	40.2	7.8	8.0	7.1
10	9626.HK	哔哩哔哩-SW	通信服务	2021/3/29	198.8	7.8	7.9%	23.2	34.2%	2.7	58.7	4%	-34%	N/A	N/A	N/A	4.9	6.8
11	9698.HK	万国数据-SW	信息技术	2020/11/2	26.4	4.9	13.7%	14.9	20.4%	1.0	10.6	42%	-7%	N/A	N/A	N/A	1.9	1.9
12	9901.HK	新东方-S	可选消费	2020/11/9	21.2	4.6	0.6%	11.6	18.6%	0.9	11.0	-204%	-157%	N/A	7.8	1.2	0.3	1.2
13	2518.HK	汽车之家-S	通信服务	2021/3/15	70.4	4.5	5.2%	4.4	4.3%	0.2	0.3	-11%	13%	16.1	13.8	N/A	1.3	0.6
14	9898.HK	微博-SW	通信服务	2021/12/8	153.0	2.8	3.0%	1.9	1.1%	0.0	0.6	35%	14%	8.0	7.0	N/A	1.4	1.2
15	6686.HK	诺亚控股-S	金融	2022/7/13	283.0	1.1	3.7%	0.3	3.3%	0.0	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
16	9991.HK	宝尊电商-SW	可选消费	2020/9/29	21.0	0.4	33.0%	3.6	9.7%	0.0	0.2	-232%	129%	15.8	9.1	N/A	0.8	0.7
17	2015.HK	理想汽车-W	可选消费	2021/8/12	116.1	25.6	5.8%	13.4	21.3%	5.5	122.5	-22%	-13.6	N/A	69.9	N/A	4.3	4.1
18	2423.HK	贝壳-W	房地产	2022/5/11	47.3	21.9	0.0%	0.0	4.4%	1.0	1.9	-348%	302%	117.7	29.3	N/A	2.2	2.1
19	6160.HK	百济神州	医疗健康	2018/8/8	107.8	18.5	5.1%	7.1	7.4%	1.4	17.7	11%	-18%	N/A	N/A	N/A	4.4	4.1
20	9868.HK	小鹏汽车-W	可选消费	2021/7/7	75.9	12.7	6.0%	16.0	11.6%	1.5	92.8	53%	-36%	N/A	N/A	N/A	3.3	3.6
21	0013.HK	和黄医药	医疗健康	2021/6/30	19.7	2.2	16.1%	4.8	21.5%	0.5	5.2	95%	-4%	N/A	N/A	N/A	3.5	7.8
22	9896.HK	名创优品	可选消费	2022/7/13	11.6	1.9	3.4%	0.6	1.8%	0.0	0.7	-159%	35%	16.8	11.9	N/A	1.6	1.4
23	2390.HK	知乎-W	通信服务	2022/4/22	20.9	0.8	8.7%	0.8	26.2%	0.2	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
24	2391.HK	涂鸦智能-W	信息技术	2022/7/6	10.9	0.7	1.3%	0.1	21.4%	0.1	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
25	6638.HK	金融壹账通	信息技术	2022/7/4	2.9	0.4	0.0%	0.0	27.9%	0.1	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
26	9688.HK	再鼎医药-B	医疗健康	2020/9/28	35.3	4.4	1.3%	6.8	17.4%	0.8	3.6	-36%	-0.1	N/A	N/A	N/A	5.4	2.8
Total						648.5		338.9		202.4								

图表：2018年上市制度改革后，已有26支美国中概股通过二次上市和双重主要上市回归港股

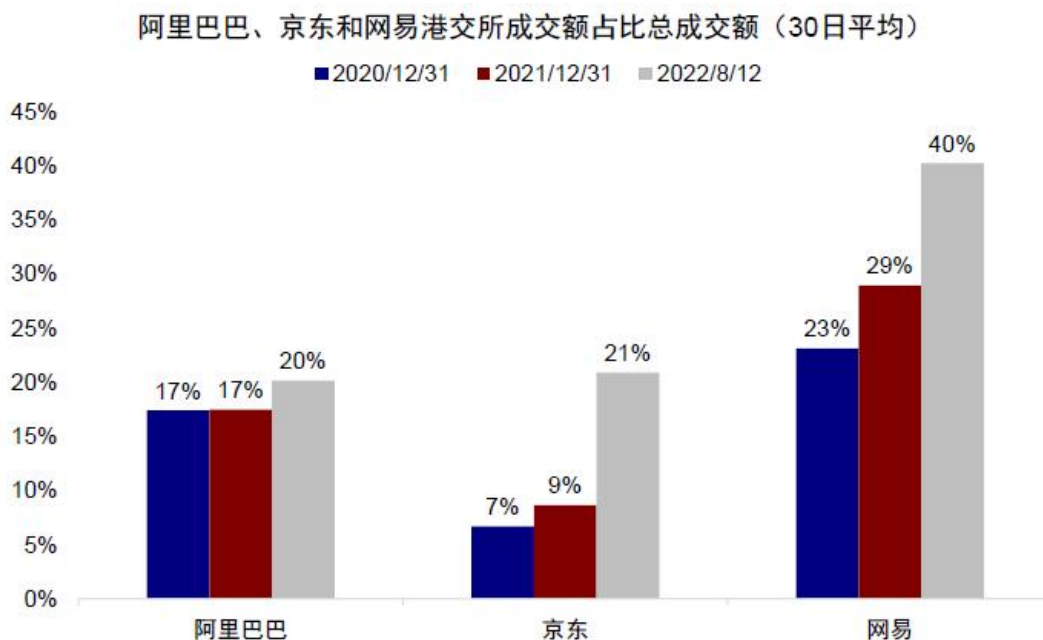
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

注：数据截止至2022年8月25日；估值基于Bloomberg一致预期



图表：赴港上市中概股在中国香港部分的占比呈现上升趋势，但主要成交仍还在美国

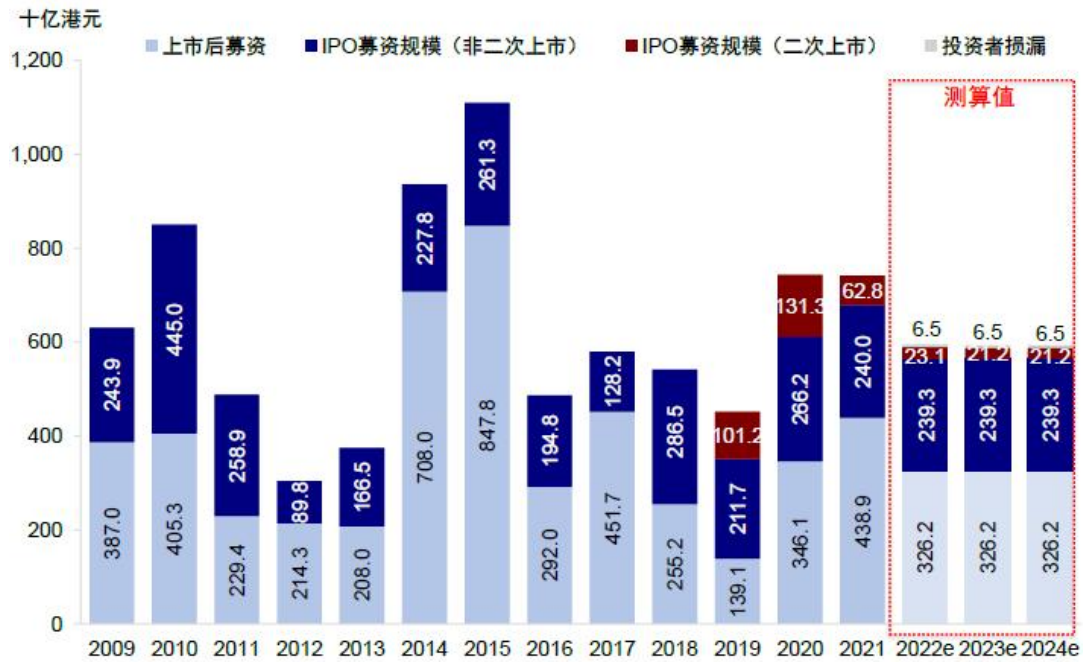
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表：目前已经回归的主要中概股公司在港交易的比例平均在 20%左右，其中阿里巴巴 20%、

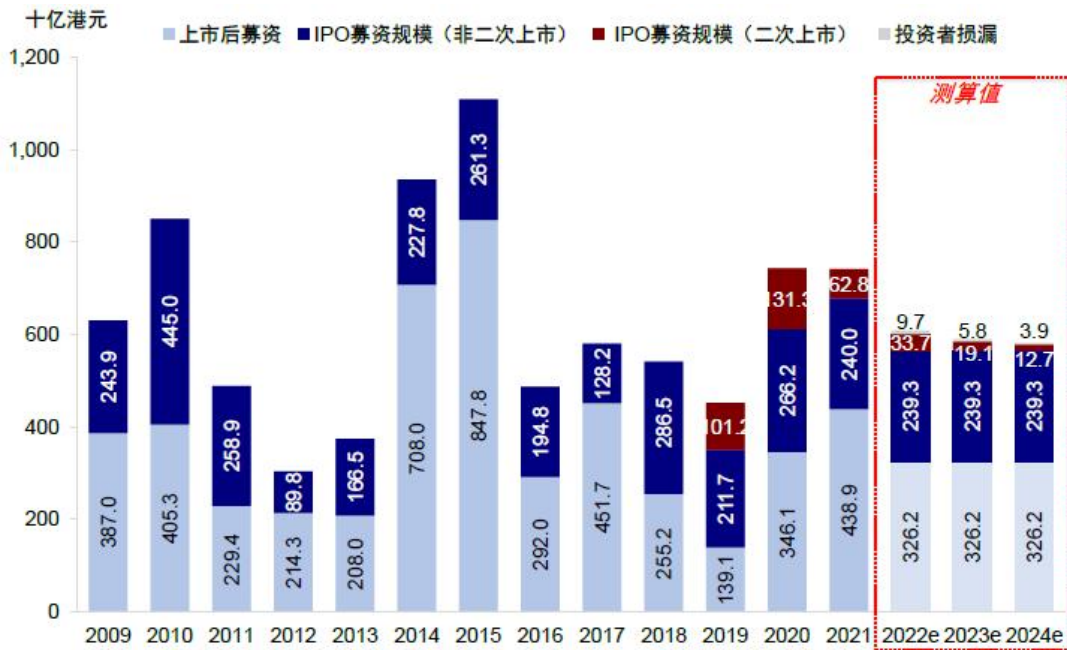
京东为 21%

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表：27 家潜在回归公司新增融资和股份转换交易可能带来每年 277 亿港元的流动性吸收

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表：即便 27 家中概股集中在 2022 年和 2023 年赴港上市，新增融资规模也仍在历史较合理的范围内

资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

#	代码	证券名称	收盘价 (港元)	港股流通市 值 (十亿港 币)	GICS行业	对标公司			潜在资金流向 (百万港币)	
						代码	证券名称	港股流通市值 (十亿港币)		港股通持股 比例 (%)
1	9988.HK	阿里巴巴-SW	93.8	251.1	可选消费	0700.HK	腾讯控股	3,125.9	7.5	18,808
2	9618.HK	京东集团-SW	246.2	76.6	可选消费	3690.HK	美团-W	976.8	10.4	7,939
3	9999.HK	网易-S	142.3	59.8	通信服务	0700.HK	腾讯控股	3,125.9	7.5	4,478
4	9888.HK	百度集团-SW	141.8	38.4	通信服务	3690.HK	美团-W	976.8	10.4	3,980
8	2057.HK	中通快递-SW	198.0	15.8	工业	1919.HK	中远海控	39.0	22.4	3,540
7	9961.HK	携程集团-S	223.0	16.8	可选消费	3690.HK	美团-W	976.8	10.4	1,737
5	9866.HK	蔚来-SW	151.0	32.0	可选消费	9868.HK	比亚迪股份	7.4	4.3	1,378
6	9987.HK	百胜中国-S	385.2	20.5	可选消费	6862.HK	海底捞	96.5	4.1	848
10	9626.HK	哔哩哔哩-SW	198.8	7.8	通信服务	0700.HK	腾讯控股	3,125.9	7.5	582
9	1179.HK	华住集团-S	31.3	13.1	可选消费	6862.HK	海底捞	96.5	4.1	543
12	2518.HK	汽车之家-S	70.4	4.5	通信服务	0700.HK	腾讯控股	3,125.9	7.5	335
11	9698.HK	万国数据-SW	26.4	5.4	信息技术	0909.HK	明源云	11.6	5.0	270
14	9898.HK	微博-SW	153.0	2.7	通信服务	0700.HK	腾讯控股	3,125.9	7.5	206
15	6686.HK	诺亚控股-S	283.0	1.2	金融	0165.HK	中国光大控股	9.9	15.2	181
13	9901.HK	新东方-S	21.2	4.3	可选消费	6862.HK	海底捞	96.5	4.1	177
16	9991.HK	宝尊电商-SW	21.0	0.6	可选消费	0909.HK	明源云	11.6	5.0	28
合计									45,031	

图表: 若二次上市公司被纳入港股通合格标的, 可能带来的潜在被动资金测算

注: 数据截止至 2022 年 8 月 25 日

资料来源: 港交所, Wind, 中金公司研究部



图表: 中概股回归路径解析

资料来源: 港交所, 中金公司研究部

	香港二次上市	香港双重主要上市
上市地位	<ul style="list-style-type: none"> 二次上市地位，若海外主上市地发生变更，则可能受损； 上市后可申请转换为主要上市地位 	<ul style="list-style-type: none"> 主要上市地位，即上市地位不受其他上市地位变更影响
审核难度及节奏	<ul style="list-style-type: none"> 享受诸多豁免，信息披露要求及审核要求均相对较低，原则上以境外主要上市地的要求为准，审核节奏较快 	<ul style="list-style-type: none"> 对于双重主要上市的申请人，联交所的审核整体与一般港股IPO趋同，审核要求高于第二上市，审核节奏相对较慢
公司治理调整	<ul style="list-style-type: none"> 香港第二上市对于公司治理原则上遵循境外主要上市地的要求，享受诸多豁免，需要作出的调整相对较少 	<ul style="list-style-type: none"> 香港双重主要上市需同时满足两地交易所对公司治理的要求，包括但不限于VIE架构合规性、关连交易及重大交易的相关审批权限、股份期权计划的决策程序等
持续信息披露	<ul style="list-style-type: none"> 联交所对第二上市的公司信息在重大交易通函、须予公布交易的披露与决策、关联交易的披露与决策、年报及中期报告具体条文要求等方面均有所放松 	<ul style="list-style-type: none"> 对于双重主要上市的申请人，上市后的持续信息披露需符合联交所上市规则的相关要求
上市后是否有资格纳入港股通标的	<ul style="list-style-type: none"> 无资格 	<ul style="list-style-type: none"> 有资格

图表：香港双重主要上市 vs. 二次上市对比

资料来源：港交所，中金公司研究部

[1]<https://www.sec.gov/news/speech/fischer-remarks-international-council-securities-associations-052422>

文章来源

本文摘自：2022年8月26日已经发布的《中概股追踪：未来出路与可能演变》

刘刚，CFA SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

寇玥 SAC 执证编号：S0080120120022 SFC CE Ref: BRH427

张巍瀚 SAC 执证编号：S0080122010112

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454