

深度报告

中概股回归的 N 条潜在路径

中概股回归在政策引导与市场需求推动下持续深化。

- 随着中美关系的紧张和美国对中概股的监管日益严格，中概股面临较大的退市压力。这一局势促使大量中概股企业考虑回归中国资本市场。中国政府通过政策支持，如注册制和 CDR 制度，建立了多元化的回归路径，为中概股的回归创造了有利的制度环境。不仅为企业提供了法律保障，还帮助企业在资本市场重新获得融资机会，并增强了市场流动性。
- 港股二次上市与双重主要上市：许多已在美国上市的中概股选择通过二次上市或双重主要上市的方式回归港股市场。港交所的灵活机制、较低的上市门槛以及“同股不同权”政策，为中概股提供了一个便捷且具有吸引力的回归平台。
- 私有化退市再上市：一些中概股通过私有化退市再通过港股或 A 股 IPO 的路径实现回归。这一途径使企业能够摆脱美国监管的压力，且能够借助中国香港资本市场获得更合理的估值，并拓展多元化的融资渠道。同时，企业通过重组和优化战略，提升了其市场竞争力。
- CDR（中国存托凭证）发行，允许企业在不改变其境外治理结构的前提下，通过 CDR 在 A 股市场“变相上市”。这一方式适用于科技型企业，能够提升其在中国市场的融资能力，并增强其国际资源配置能力。CDR 制度为中概股提供了更灵活的回归方式，同时也为境内资本市场引入了更多创新型企业。
- 中资券商的跨境红利。随着中概股回归浪潮的推进，中资券商将受益于跨境投行业务的增长，尤其是那些具备强大跨境能力的中资券商。此类券商通过为回归企业提供资本运作服务，能够获取更多市场份额。投资者应关注这些券商在跨境业务上的扩展和盈利能力。
- 壳公司市场的价值重估。随着中概股回归需求的增加，壳公司市场迎来了价值重估的机会。作为中概股快速回归的关键载体，壳公司在估值和市场流动性上的表现将成为投资者关注的重点。投资者应根据企业的行业背景、财务状况以及市场活跃度，筛选潜在的优质壳公司，以获得投资收益。
- 双重上市与 A/H 股市场的整合。随着企业在 A 股与港股市场的双重上市，投资者可以通过跨市场投资策略进行资产配置。此类企业的估值通常具有跨市场溢价，提供了投资者多样化的投资选择。
- 壳市场潜力与风险并存，需通过有效监管保持其稳定健康发展。壳资源作为企业快速回归的关键载体，市场活跃度和估值持续攀升，展现较大潜力。与此同时，壳市场存在估值泡沫、运营基础薄弱等隐忧，政策调整与监管趋严增加不确定性。监管层强调强化信息披露、规范交易行为和风险提示，防止炒作和扰乱市场秩序。壳市场需在政策引导与市场机制间寻求平衡，确保其健康稳定发展，支持中概股回归的可持续推进。
- 风险提示：1) 政策出台具有不确定性；2) 估值波动风险；3) 小市值企业回归难度大；4) 执行成本高、周期长；5) 宏观环境变化影响估值；6) 壳公司市场估值波动及流动性风险；7) 测算方式或存在偏误。

相关研究报告

《上半年工企利润数据点评》20250729
《宏观和大类资产配置周报》20250728
《“反内卷”与收益率曲线形态》20250728

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

目录

1 中概股从美退市危机与多元回归路径的背景	4
1.1“对等关税”的波及：中概股潜在从美退市危机加剧	4
1.2 特朗普新政下的中概股退市危机.....	5
1.3 国内政策改革为中概股回归创造条件	7
2 中概股回归的 N 条潜在路径	10
2.1 政策催化中概股回归潮，港股或成首选港湾	10
2.2 中概股回归后在港二次上市	10
2.3 私有化退市再上市的破旧立新之路	12
2.4 潜在回归公司细分与可能路径	18
3 中概股回归催化下的双主线布局	21
3.1 投资主线一：中资券商的跨境红利	21
3.2 投资主线二：壳公司市场的价值重估	23
3.3 中概股回归的市值变动与估值溢价	26
3.4 策略总结：构建“中资券商+壳资源”双轮配置组合	28
4 风险提示	30

图表目录

图表 1. 中概股退市历次事件回顾.....	4
图表 2. 中美日内瓦经贸会谈联合声明.....	6
图表 3. 近年来赴美 IPO 中概股融资规模.....	7
图表 4. 美国中概股主要分布行业.....	7
图表 5. 中概股在港上市融资规模.....	7
图表 6. 中概股在美国和中国香港地区上市数量对比.....	7
图表 7. 中概股回归趋势（2014 年-2024 年）.....	8
图表 8. 南向交易净买入额.....	8
图表 9. 部分中概股回归在港上市方式.....	8
图表 10. 赴港双重主要上市规则.....	10
图表 11. 上市地位由第二上市改为主要上市流程.....	11
图表 12. 中概股私有化退市后在港再上市流程.....	13
图表 13. 港股 IPO 标准.....	13
图表 14. 港股 IPO 流程.....	13
图表 15. 先声药业(2096.HK)在港上市后股价变动趋势.....	13
图表 16. CDR 的实现路径.....	14
图表 17. 红筹架构拆除示意图.....	15
图表 18. 红筹股境内上市流程.....	16
图表 19. 中芯国际 (688981.SH)A 股上市后股价变动趋势.....	16
图表 20. 港股壳资源筛选标准.....	16
图表 21. 港股借壳上市流程.....	16
图表 22. 在 A 股借壳上市流程.....	17
图表 23. A 股壳公司筛选标准.....	17
图表 24. 三六零(601360.SH)A 股借壳上市后股价变动趋势.....	18
图表 25. 潜在回归公司情况.....	19
图表 26. 中概股回归路径选择与适用企业类型.....	20
图表 27. 43 家 A 股上市中资券商主要业务收入情况.....	21
图表 28. 证券 II 指数 (CI005165.CI) PE 变化趋势.....	21
图表 29. 在港中资券商 IPO 保荐人数量情况.....	22
图表 30. 筛选优质港股壳公司情况.....	24
图表 31. 筛选优质 A 股壳公司情况.....	24
图表 32. 优质 A 股壳筛选标准.....	25
图表 33. 优质港股壳公司筛选标准.....	25
图表 34. 部分中概股在港上市三年后总市值变化.....	26
图表 35. 部分中概股在港上市一个月后港股对美总市值溢价率.....	27
图表 36. 中概股回归港股的行业趋势与估值优势.....	28

1 中概股从美退市危机与多元回归路径的背景

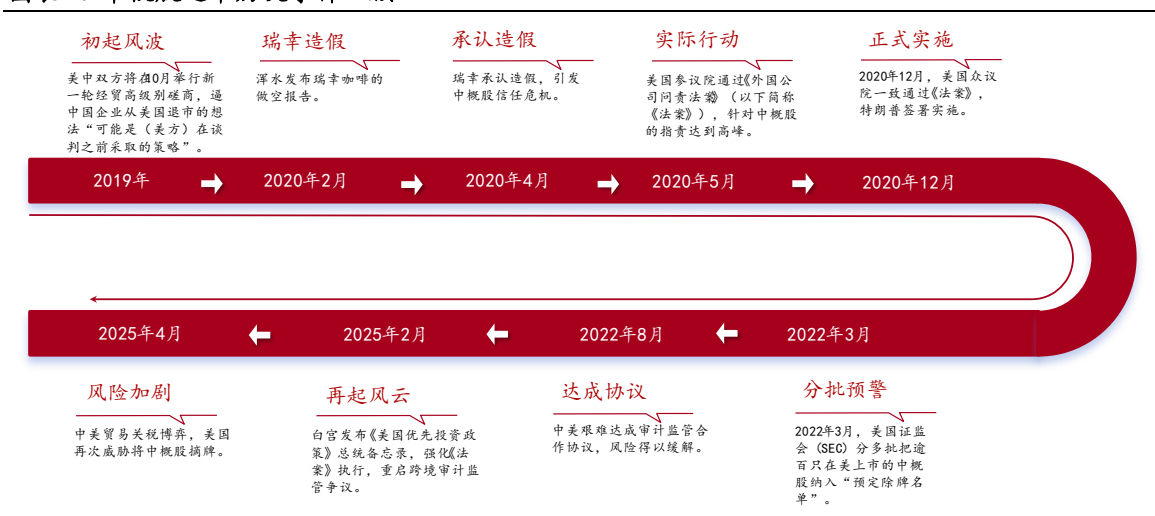
1.1“对等关税”的波及：中概股潜在从美退市危机加剧

1.1.1 中概股的“达摩克利斯之剑”

随着中美贸易冲突持续紧张，美国财政部长贝森特于美国当地时间4月9日表示，“没有排除将中国企业股票从美国交易所退市的可能性”。这一表态再次将中概股退市问题作为中美经贸谈判的重要筹码摆上谈判桌。近年来，美国政府对中概股的监管趋严，令中概股的估值承压，并加剧了投资者对这些公司在美上市未来不确定性的担忧。一旦美国政府措施升级，数百家中概股公司可能面临挂牌成本上升甚至被集体摘牌的风险。

中国公司赴美上市的历史可以追溯到上世纪90年代，但真正的上市潮是在21世纪初。2000年，新浪、网易和搜狐等互联网公司率先在纳斯达克上市，开启了中国科技企业赴美上市的浪潮。随后的二十年里，中概股经历了从边缘到主流的转变，成为美国资本市场的重要组成部分。2010至2018年是中概股发展的黄金期，阿里巴巴在2014年以217.7亿美元融资额成为当时美国历史上规模最大的IPO（首次公开募股）。然而，随着中美关系的变化，中概股在2018年后进入了调整期。尽管如此，拼多多、蔚来等新兴企业仍选择赴美上市。据USCC的数据，截至2025年3月7日，共有286家中国公司在美国交易所上市，总市值达1.1万亿美元，相比2024年初增长了2500亿美元。中概股集中于科技、消费和新能源等行业，尤其是阿里巴巴、拼多多、百度和京东等互联网巨头。近几年较多中概股回流中国香港，这一趋势并非偶然，本轮博弈不是中概股第一次面临退市威胁。自2020年美国《外国公司问责法案》通过以来，中概股一直处于监管风暴的中心。

图表 1. 中概股退市历史事件回顾



资料来源：环球时报，澎湃新闻，中国新闻网，证监会，财新，第一财经，财经杂志，中国科学院，中银证券

1.1.2 中概股退市威胁的现实可能性与历史回顾

美国财政部长贝森特2025年4月发表有关中概股退市的强硬言论，尽管在舆论层面引发广泛关注，但从政策实操性、法律路径、市场影响与中美关系演进等多重维度分析，其真正演变为全面性、大规模退市的可能性并不高。美国在金融监管领域历来表现出高度审慎，类似言论更多具有策略性与谈判功能，意在借助资本市场杠杆向中方施压，而非立即构成可操作的政策指令。

回顾过往经验可发现，中概股退市风险并非首次成为两国博弈的焦点。早在2020年6月4日，美国总统特朗普发布行政令，要求总统金融市场工作小组（财政部、美联储、SEC等部门）在60天内提交行动建议，以“保护美国投资者免受中国公司带来的重大风险”。此举为中概股退市风险埋下政策伏笔，也开启了美方在审计领域系统施压的序幕。这一进程在2021年进一步制度化。2021年12月，美国证券交易委员会（SEC）公布《外国公司问责法》（HFCAA）实施细则。外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，其证券将被摘牌。随后，多家中国大型企业如百度、百济神州、京东、爱奇艺等陆续被列入“退市预警名单”，资本市场剧烈震荡，退市预期加剧。

面对美方系列措施，中方迅速展开应对与博弈。2022 年 3 月 31 日，中国证监会表示与 PCAOB 会谈总体顺利，释放合作信号。4 月 2 日，证监会会同财政部、国家保密局、国家档案局就修订《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》(简称《规定》)公开征求意见。删除“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”的表述，表明对跨境监管配合的积极转变。最终，在数月谈判基础上，2022 年 8 月 26 日，中美双方签署审计监管合作协议，建立起在对等法律基础上的检查与调查机制，有效缓解了当轮退市危机。

在此背景下，再次释放的中概股退市威胁，更可能是重启政治施压工具而非政策执行信号。从法律层面看，美国行政当局无权直接命令企业退市，只能通过 HFCAA 等法案或交易所规则推进。即便以“国家安全”为由对中概股施压，亦存在法律挑战与程序瑕疵。且中概股在美总市值庞大，若出现大规模强制退市，将导致交易所流动性下降、投资者资产受损，并对全球资本市场互联互通构成实质冲击，风险远非“正常市场回调”所能涵盖。

中概股大规模退市不符合美国现阶段经济金融战略的核心利益。在全球通胀压力依旧与货币政策收紧背景下，美国财政部与美联储需高度协调，贸然推动退市不仅可能扰动金融市场运行节奏，更将影响机构资金配置与美股估值体系，损害其本国金融资本集团的深层利益。从国际战略角度而言，美国目前仍强调“强势美元”政策，维持其在全球金融体系的主导地位，这种战略目标显然不鼓励在资本市场上进行断裂性操作。贝森特的表态虽措辞激烈，实则更可能是对个别企业施加压力、推动交易所加强审计规则执行，从而在现行法律框架内“倒逼”部分中概股退市，而非开启系统性排斥进程。中美监管合作机制能否延续、审计合作协议能否稳定执行，将在未来几个月成为判断此轮风险走向的关键变量。

1.2 特朗普新政下的中概股退市危机

1.2.1 中美政策博弈中概股地位问题成谈判筹码

中概股在中美关系中的角色早已超越单纯的融资工具，逐渐嵌入到两国战略博弈格局中，资本市场也因此成为制度竞争的前沿阵地。尤其在特朗普政府时期，美国加快推动对华“金融脱钩”，频繁借助立法和监管手段对中资企业施压。《外国公司问责法》(HFCAA)虽名义上适用于所有境外公司，实则重点针对中国企业。该法要求在美上市的公司须接受美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)审计，否则三年内将被强制退市，实质上是一种制度施压工具，意在削弱中方对外融资能力，将中概股问题纳入更广泛的地缘政治议题之中。中概股被高度“工具化”，成为美方博弈中可攻可守的一张筹码。美方以“审计不透明”、“信息不对称”等名义频频将中概股列入预摘牌名单，利用市场情绪对中资企业施压，以换取在贸易、技术出口等其他谈判议题上的让步空间。

2025 年，中概股问题再度成为中美战略博弈的焦点。尽管 2025 年 5 月的日内瓦经贸高层会谈中，双方就关税问题达成阶段性协议——中方将在 90 天内将部分对美关税从 125%降至 10%，美方也将相应下调至 30%。这项“部分降税+保留缓冲”的安排在一定程度上缓解了贸易紧张，并释放出“有限合作”信号。2025 年 5 月 12 日 A 股盘后《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，港股急速拉升反弹，截至收盘，恒生科技指数上涨 5.16%，中证港股通消费主题指数上涨 3.55%。中概股的审计监管问题仍未解决。中方坚守国家数据主权底线，强调监管边界不可逾越，而美方则坚持中概股必须全面接受 PCAOB 审计。这一制度分歧凸显出双方在资本与信息安全领域的深层制度冲突。审计底稿问题不仅涉及信息披露的合规性，更被视为中方在核心数据控制权上的红线，而美方则将其视为“测试中国是否愿意全面融入以美国为主导的金融体系”的试金石。

图表 2. 中美日内瓦经贸会谈联合声明

国家	将采取的具体措施
美国	1) 修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始 90 天内暂停实施，同时保留该行政令的规定对这些商品加征剩余 10%的关税。 2) 取消根据 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对这些商品的加征关税。
中国	1) 相应修改税委会公告 2025 年第 4 号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余 10%的关税，并取消根据税委会公告 2025 年第 5 号和第 6 号对这些商品的加征关税； 2) 采取必要措施，暂停或取消自 2025 年 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施
中美双方	采取上述举措后，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。协商可在中国、美国，或双方商定的第三国进行。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

资料来源：新华社，中国政府网，中银证券

2025 年 5 月 7 日，中国证监会主席吴清在国新办新闻发布会上明确提出，加强双多边跨境监管合作。坚持尊重规律、尊重规则，积极塑造稳定、透明、可预期的监管环境。进一步完善对外开放格局，稳步推进一系列对外开放的务实举措。**创造条件支持优质中概股企业回归中国内地和中国香港股市。**这一表态为中概股回归提供了明确政策信号和制度支撑。同时，香港特别行政区财政司司长陈茂波表示，已指示证监会和港交所做好准备，**若于海外上市的中概股希望回流，必须让中国香港地区成为它们首选的上市地。**中国香港地区正积极吸纳全球各地优质发行人来港上市，**目前本港已建立便利已在海外上市的企业，于港进行双重上市或第二上市的监管框架。**通过备案机制完善与跨境监管协调，监管层正在为中概股回归构建更具确定性的制度环境，同时也强化了中国香港和上海作为国际金融中心的功能定位。

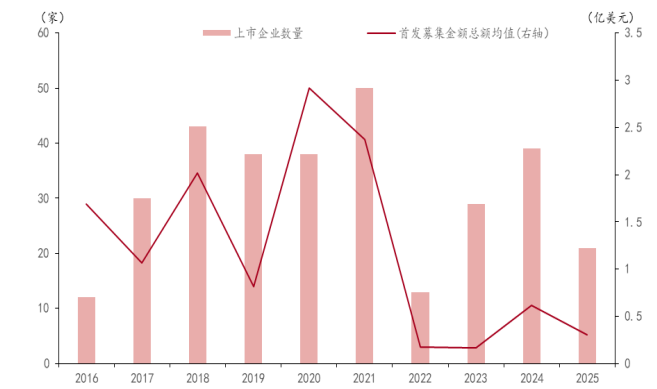
尽管中概股企业通过治理透明化、结构合规化等手段提升了风险抵御能力，但其中美制度博弈中“筹码化”的命运，依然深受两国关系与制度协调进展的制约。短期内，中概股难以完全摆脱作为地缘政治谈判工具的角色，其未来走向仍取决于中美在金融与监管框架上的博弈结果。

1.2.2 近几年中概股赴美上市数量已大幅减少趋势已现

近年来，中概股赴美上市的数量呈现出明显的下降趋势，这一变化主要受中美两国监管环境变化、政治经济博弈以及资本市场自身调整等多重因素影响。2020 年以来，中美关系趋于紧张，双方在科技、贸易及资本监管等领域的博弈不断加剧。美国不断加强对中概股监管，显著提高了赴美上市的监管成本和不确定性。同时，中国监管机构加严对赴美上市企业的审查，特别关注信息披露透明度及核心技术和数据安全问题。财务造假和信息披露不足事件增加了监管压力，进一步抑制部分企业赴美上市积极性。

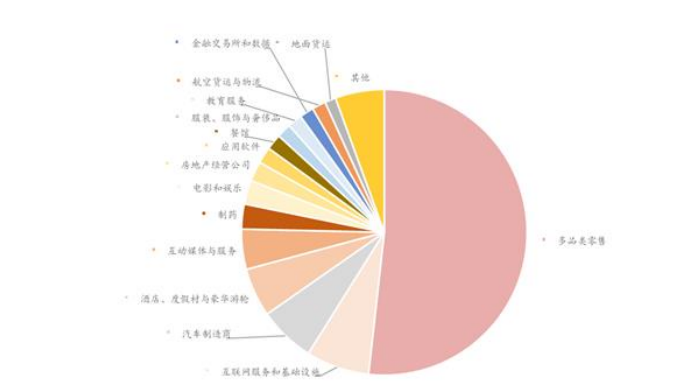
从数据来看，2022 年中概股赴美上市数量大幅下滑，2023 年至 2024 年虽有所回升，但仍未恢复至 2021 年的水平。根据同花顺 iFinD 公布数据，2021 年新赴美上市的中概股约有 50 家，2022 年下降至 13 家，2023 年进一步下滑至不到 30 家，2024 年回升至 39 家，进入 2025 年，截至 5 月 15 日，中概股赴美上市的数量为 21 家。从行业分布看，在美中概股聚焦在新消费、科技以及中高端制造等三类领域，多品类零售、互联网服务和基础设施、汽车制造商等占比较高。从上市节奏看，2022 年以来中资企业赴美上市节奏有所放缓，平均融资规模从 2022 年开始呈现明显缩量。

图表 3. 近年来赴美 IPO 中概股融资规模



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；时间截至 2025 年 5 月 15 日

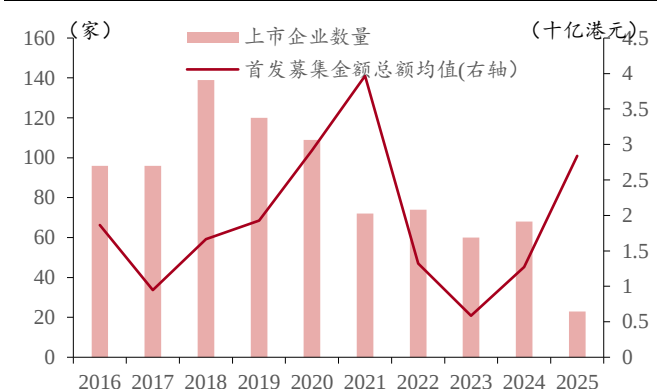
图表 4. 美国中概股主要分布行业



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；时间截至 2025 年 5 月 15 日

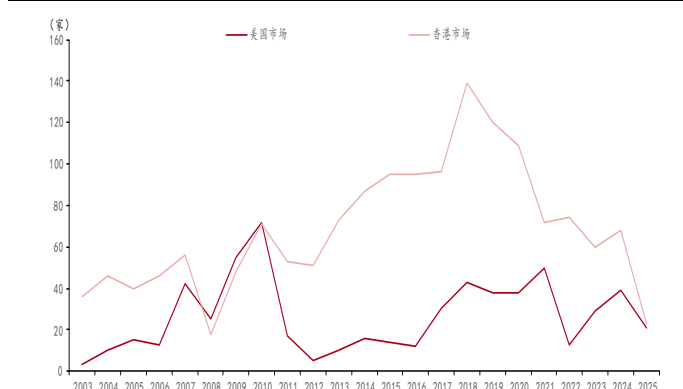
与此同时，随着中国香港资本市场的改革和融资环境的优化，越来越多的中国企业选择在中国香港二次上市或首发上市。香港交易所推出了“同股不同权”机制，吸引了诸多科技创新企业回归，增强了其作为中概股融资重镇的地位。此外，部分企业也倾向于选择在内地科创板或创业板上市，以享受更为灵活的融资政策和支持措施。随着中国资本市场国际化程度的提升，内地上市的吸引力日益增强。

图表 5. 中概股在港上市融资规模



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；时间截至 2025 年 5 月 21 日

图表 6. 中概股在美国和中国香港地区上市数量对比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；时间截至 2025 年 5 月 21 日

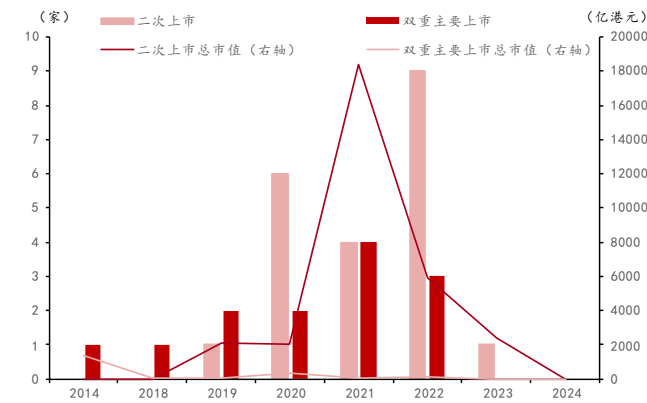
近年中概股海外上市整体降温。数据显示，赴港上市数量在 2018 年前后达到高峰，2021 年起呈现下降趋势，但融资均值反弹，显示部分优质企业仍具融资能力。美港对比来看，2009 年前后中概股多赴美，后转向中国香港，2021 年后两地上市数量均有所下降，反映出中美关系紧张和监管趋严下，企业海外上市趋于谨慎。整体来看，近几年中概股赴美上市数量的下降是中美监管博弈、资本市场政策调整与企业战略选择共同作用的结果。未来，中美关系的改善和监管政策的逐步宽松可能会影响中概股赴美上市的数量，然而在现有形势下，港股和内地资本市场有望成为中国企业海外上市和融资的重要平台。

1.3 国内政策改革为中概股回归创造条件

随着中美审计监管矛盾加剧，中概股在美股市场退市风险上升，越来越多企业加速布局回归国内市场。为应对这一趋势，中国内地与中国香港地区持续推进制度改革，逐步构建起覆盖 A 股与港股的多元承接体系，营造稳定、透明、可预期的政策环境，为中概股的“回归潮”创造了有利的制度环境和政策通道。

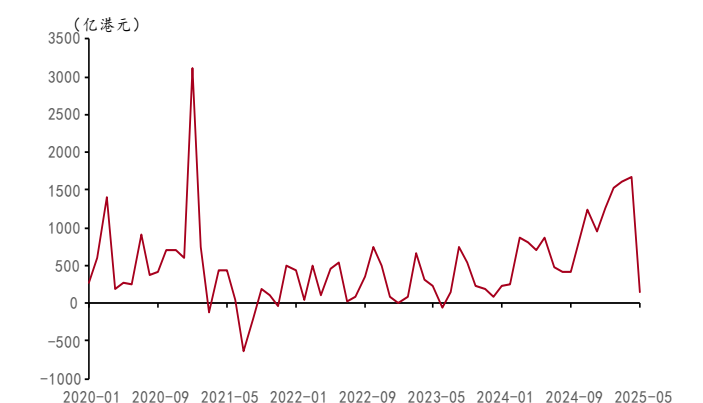
内地方面，注册制改革自 2019 年在科创板试点以来，已扩展至创业板、北交所，并于 2023 年全面覆盖主板，提升了上市效率与包容性，尤其有利于尚未盈利的科技类企业“回 A”发展。同时，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及相关配套指引的实施，明确了中概股可通过备案形式回归 A 股，或在港交所实现第二上市与双重主要上市，增强了路径选择的灵活性与合规性。港股市场亦在优化上市制度，简化审批流程，提升对优质中概股的承接能力。随着“沪港通”“深港通”等互联互通机制不断完善，境内外资本市场加速融合，为企业回归后吸引国际资本、保持市场活跃度提供了有力支持。中国资本市场改革为中概股回归提供了更清晰的制度安排和更畅通的操作路径，有效缓解了外部不确定性带来的压力。

图表 7. 中概股回归趋势（2014 年-2024 年）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 8. 南向交易净买入额



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；时间截至 2025 年 5 月 21 日

作为中概股海外上市的重要平台，中国香港资本市场近年来持续推进制度改革，提升了对中概股的包容性与承接能力。自 2018 年以来，港交所相继引入同股不同权机制，打破了传统公司治理结构限制；《上市规则》第 18A 章为未盈利和没有收入的生物科技公司创设了上市条件，降低了上市门槛，为初创生物科技公司提供了重要的资金支持平台。2021 年推出的双重主要上市机制，为已在美上市的企业提供无需退市即可回港的路径。2023 年进一步放宽专业投资者制度，拓宽高增长企业的融资渠道。同时，人民币计价股票、ETF 互通、SPAC 上市等制度持续完善，增强了中国香港市场的多元承接能力。港交所通过不断优化上市规则和融资机制，为中概股回归提供了更灵活、更可预期的制度保障。

图表 9. 部分中概股回归在港上市方式

序号	港股代码	港股简称	行业	在港上市方式	上市时间
1	3660.HK	奇富科技-S	金融	二次上市	2022-11-29
2	2518.HK	汽车之家-S	信息技术	二次上市	2021-03-15
3	1179.HK	华住集团-S	可选消费	二次上市	2020-09-22
4	9999.HK	网易-S	信息技术	二次上市	2020-06-11
5	9981.HK	携程集团-S	可选消费	二次上市	2021-04-19
6	9888.HK	百度集团-SW	信息技术	二次上市	2021-03-23
7	9901.HK	新东方-S	可选消费	二次上市	2020-11-09
8	9618.HK	京东集团-SW	可选消费	二次上市	2020-06-18
9	2423.HK	贝壳-W	房地产	二次上市	2022-05-11
10	2057.HK	中通快递-W	工业	二次上市	2020-09-29
11	9688.HK	再鼎医药	医疗保健	双重主要上市	2020-09-28
12	6160.HK	百济神州	医疗保健	双重主要上市	2018-08-08
13	6128.HK	烯石电车新材料	工业	双重主要上市	2014-06-25
14	9988.HK	阿里巴巴-W	可选消费	双重主要上市	2019-11-26
15	6855.HK	亚盛医药-B	医疗保健	双重主要上市	2019-10-28
16	9868.HK	小鹏汽车-W	可选消费	双重主要上市	2021-07-07
17	9626.HK	哔哩哔哩-W	信息技术	双重主要上市	2021-03-29

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

在制度支持与市场对接机制不断完善的共同作用下，港股正成为中概股回归的重要桥头堡。据港交所数据统计，近三年已有包括阿里巴巴、京东、百度、小鹏汽车等一批代表性企业完成港股二次上市或双重主要上市，回归企业主要集中于科技、新能源等新经济领域，普遍采用同股不同权等特殊架构，展现出良好的市场示范效应。

2 中概股回归的 N 条潜在路径

2.1 政策催化中概股回归潮，港股或成首选港湾

中美监管博弈加剧背景下，中国监管层持续完善中概股回归制度安排，推动构建覆盖 A 股与港股的多元化承接体系。自 2018 年起，政策密集出台，涵盖 CDR 试点、红筹企业 A 股上市机制完善、外资 VIE 结构监管明确等内容，为中概股提供了更加清晰合规的回归路径。作为重要承接平台，中国香港资本市场也同步推进制度改革，港交所相继放宽同股不同权、未盈利生物科技公司及第二上市企业的上市限制，优化流程、缩短周期。随着人民币计价股票、ETF 互通、SPAC 等机制不断完善，中国香港的国际承接能力和制度兼容性持续增强，已成为中概股回归的重要支点。

在政策引导与市场机制的双轮驱动下，中概股回归已形成多路径格局，包括港股二次上市、双重主要上市、私有化退市再上市、CDR 发行、A/H 股借壳等多种模式。这不仅满足了不同类型企业的战略调整需求，也反映出中国资本市场在全球资源配置中的制度自信与承接能力。

2.2 中概股回归后在港二次上市

2.2.1 香港交易所二次上市转为双重主要上市

香港交易所通过灵活的双重主要上市和第二上市机制，为全球企业提供了多元化的资本对接方案。近年来不少已在香港交易所二次上市的中概股公司正在考虑或已经在被强制退市之前自主转换其上市地位。港交所 2022 年 1 月新修订的香港交易所指引信 HKEX-GL112-22(2022 年 1 月)1 为二次上市变更为双重主要上市或主要上市提供了较为明确的制度指引。之前选择实施过二次上市的公司想要申请双重主要上市的，不需要“原路退回”再申请，可以直接走“转换机制”。由第二上市转为双重主要上市主要有三种途径：

(1) 其上市股份交易如《上市规则》第 19C.13 条所载大部分转移至联交所市场。所有第二上市海外发行人应于其在联交所上市后首个完整会计年度开始履行监察责任，留意其交易量转移情况。

(2) 其股份或其股份的预托证券如《上市规则》第 19C.13A 条所载，在其主要上市的认可证券交易所自愿或非自愿除牌。

(3) 自愿转换至于联交所作双重主要上市，即拟转为主要上市的海外发行人须就其转为主要上市的计划连同任何第 3.7 段项下的豁免申请向联交所提交转为主要上市申请。需要注意的是即使转换发行人提交了转为主要上市申请或收到了联交所的转为主要上市申请收悉确认，只要其仍维持于认可证券交易所的主要上市地位，该转换发行人在转为主要上市的生效日期前，仍可作为联交所的第二上市海外发行人享有其获授予或适用的例外情况、豁免及宽免的权利。

图表 10. 赴港双重主要上市规则

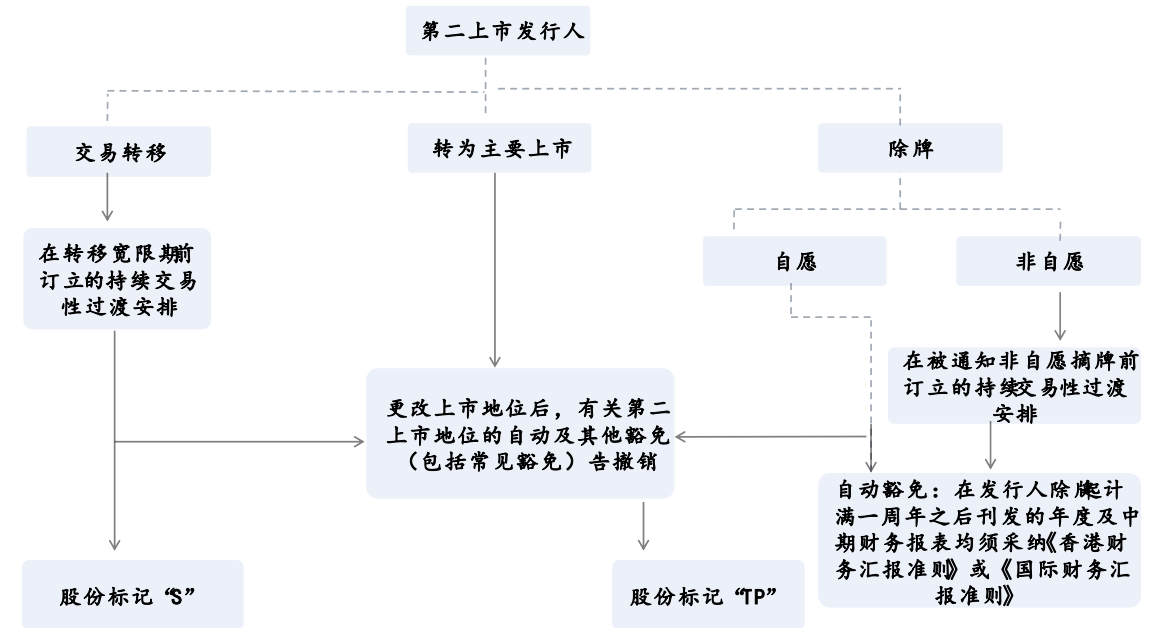
同股同权	同股不同权
发行人必须满足不少于 3 个会计年度的营业记录；至少前 3 个会计年度的管理层维持不变；至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变；以及以下三个条件之一： (1) 盈利测试：在最近一个会计年度申请人盈利不得低于 3,500 万港元，及其前 2-3 年累计盈利不得低于 4,500 万港元。 (2) 市值/收益/现金流测试：上市时市值至少为 20 亿港元；经审计的最近一个会计年度的收入至少为 5 亿港元；新申请人或其集团的拟上市的业务于前 3 个会计年度的现金流入合计至少为 1 亿港元。 (3) 市值/收益测试：上市时市值至少为 40 亿港元；经审计的最近一年收入至少为 5 亿港元。	需为创新产业公司 于上市时市值至少达到 400 亿港元；或市值至少 100 亿港元且最近一个经审计会计年度的收益至少 10 亿港元。 同股不同权附带的投票权不得超过普通股投票权的 10 倍；同股同权股东持有股东大会合格投票权不得少于 10%。

资料来源：港交所，中银证券

完成转换后，企业通常在同时满足联交所上市满 6 个月及其后 20 个港股交易日、具有不同投票权架构的公司股票首次纳入考察日前 183 日中港股交易日的日均市值不低于港币 200 亿元、具有不同投票权架构的公司股票首次纳入考察日前 183 日港股总成交额不低于港币 60 亿元等条件后，可获得港股通资格，吸引内地资金，有望提升股票流动性和市场关注度。但是企业也需要承担更高的监管成本，须同时满足美股和港股两地的监管要求。未来企业可灵活选择维持双重主要上市地位，可视情况调整上市策略，在美股环境出现恶化的情况下，可在美退市并完全转向港股市场。

阿里巴巴从二次上市到双重主要上市的华丽转变。阿里巴巴在 2014 年 9 月 19 日成功赴美上市后，并于 2019 年 11 月 26 日在香港联交所主板完成二次上市。2022 年 7 月 26 日阿里巴巴发布公告，将新增中国香港为双重主要上市地。2023 年 9 月对阿里巴巴集团进行拆分，阿里巴巴未分拆集团将继续经营其现有的主要业务，其中包括淘天集团、阿里国际数字商业集团、云智能集团、本地生活集团、和大文娱集团以及其他业务，菜鸟集团经营的业务除外。最后于 2024 年 8 月 28 日在香港联交所正式由二次上市变更为双重主要上市转换。

图表 11. 上市地位由第二上市改为主要上市流程



资料来源：港交所，中银证券

面对日益严格的在美上市监管环境，中概股回归港股已成为主要趋势。以百度、蔚来、微博为代表的企业选择在中国香港作第二上市，而阿里巴巴、百济神州等部分企业通过选择双重主要上市返港。同时，港交所不断放宽和降低第二上市门槛、拓宽双重主要上市接纳度，简化及优化上市规则，也加速了中概股回归的进程。港交所在上市时间、相关手续、上市成本、豁免条件各方面相较于 A 股上市流程有着显著优势，同时由于港股与美股等国际资本市场比较类似，对于红筹架构的中概股公司回归港股显然是更优选择。

2.2.2 中概股在港“二次上市→退美→主要上市”路径

中概股在美资本市场的监管成本持续上升，退市风险也不断累积。在此背景下，部分已在中国香港完成二次上市的中概股，开始寻求将中国香港作为主要上市地的路径，以实现交易重心转移与制度稳定预期的重新锚定。为回应这一市场趋势，香港联交所在 2022 年发布《指引信 HKEX-GL112-22》，进一步明确并细化了“二次上市→主要上市”的制度转换机制，成为当前中概股“再回归”过程中重要的政策支撑。

根据港交所《上市规则》第十九 C 章，《指引信 HKEX-GL112-22》对二次上市企业转换为双重主要上市或主要上市的适用情形做出了具体规定。首先，若企业在港交所的股份交易量占据主导地位，即“交易量转移”（第 19C.13 条），可构成转板依据；其次，企业可通过“自愿申请”启动转换流程；最后，在美主要上市的股份或存托凭证若因自愿或非自愿除牌（第 19C.13A 条）退市，也可触发转为主要上市。这三种情形均无需企业撤销原有二次上市安排或“原路退回”，极大提高了制度适应性与转换效率。

尽管截至目前尚无中概股完全经历“在港二次上市→在美退市→转为港股主要上市”的完整路径，但从制度层面看，港交所已为此类形的常态化准备了合规通道。不仅会提升中国香港市场对中概股的承接能力，也为企业构建多重上市风险对冲机制提供了选择空间。尤其是在中美摩擦不断升级的背景下，该机制有望成为中概股保障融资能力、维持国际流动性、加强制度安全性的关键路径之一。随着更多中概股进入退市准备或合规转移阶段，“二次上市→退市→主要上市”路径将可能加速落地，中国香港市场也有望借此进一步强化其国际资本市场枢纽地位，实现从“中概股避风港”向“长期主阵地”的战略升级。

2.2.3 从中国香港二次上市迈向深交所的湾区资本回归新探索

随着中国内地企业国际化步伐加快，越来越多优质企业选择在美国和港股市场上市，以扩大融资渠道。尤其是在中美审计监管趋严、海外资本市场环境变化的背景下，许多中概股企业为分散政策风险和增强估值弹性，陆续选择在中国香港二次上市，形成“美股+港股”或“港股+A股”的多地挂牌模式。然而部分中概股在港面临估值较低，流动性有限以及北向资金支持不足等困境。

然而，长期以来，部分仅在港上市的中概股面临估值较低、流动性有限、境内融资支持不足等困境，限制了其技术创新与全球化发展空间。我国在《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》（下称《意见》）中提出，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。这一措施是对国家金融开放、中国香港国际金融中心巩固和深圳科技创新高地建设的重要支撑。通过加强区域金融资源流动性，政策推动形成“中国香港融资+深圳转化”的闭环生态，充分发挥中国香港的国际融资平台功能与深圳在科技成果转化、产业配套上的比较优势，助力湾区高质量发展。

从市场层面看，该政策的实施或将为大湾区内已在港股二次上市的优质中概股带来新的发展机遇。腾讯控股等具备较高市值和技术创新能力的头部企业，有望率先受益，借助深交所平台进一步开拓境内资本市场资源，改善估值水平与交易流动性，增强对国内投资者的吸引力。同时，深港两地券商投行、律所、会计师事务所等专业服务机构的跨境合规、估值重塑和财务咨询业务也将迎来新的增长点，带动产业链上下游联动发展。

《意见》明确释放了大湾区作为资本市场制度创新“试验田”的重要信号，为中国香港二次上市的中概股顺畅回归深交所提供了可操作的政策路径，助力形成湾区内国际化的双向资本流通新格局。在国家金融高水平开放与人民币国际化进程加快的大背景下，随着配套细则的逐步完善与监管联动的持续强化，我们预计深港资本市场协同效应将进一步显现，推动更多优质中概股在境内外市场实现价值最大化，带动区域经济和产业链的高质量发展。

2.3 私有化退市再上市的破旧立新之路

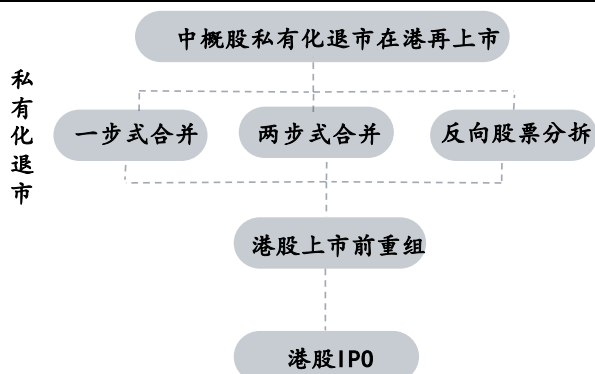
2.3.1 中概股“在美私有化退市→港股IPO”的资本重启机制

随着资本市场的不断发展和企业融资需求的多样化，私有化退市与再上市作为一种灵活的资本运作方式，逐渐成为企业优化资本结构、调整战略布局的重要手段。私有化退市通过将上市公司从公众市场转为非公开持有，实现企业控制权集中和业务重组，而再上市则为企业重新进入资本市场、获得新的融资机会提供通道。该过程不仅反映了资本市场机制的演进，也体现了企业应对市场变化的策略调整，推动了资本市场“破旧立新”的进程。

中概股先于美股私有化退市后再通过IPO途径在港股重新上市的路径，是中概股回归过程中的一种选择。企业主要是先通过私有化在美退市后，再在香港联交所重新IPO上市。这一路径背后的逻辑在于，美股投资者对中国医药、消费等行业的商业模式和增长潜力理解有限，估值长期偏低，加之美国持续收紧对中概股的审计要求，不少企业面临被动退市的风险。相比之下，中国香港作为国际化程度高、投资者熟悉中国市场的成熟资本平台，能提供相对更合理的估值、更多元的融资渠道和与内地市场紧密联系的传播效应。

在美股私有化退市后通过IPO在港股重新上市的路径在目前较为常见，该过程一般包括三个主要步骤：首先是美股私有化及退市，私有化方式通常为一步式合并、两步式合并或缩股分拆；接着是港股上市前的重组，企业需根据香港联交所的要求调整集团架构，特别是在VIE结构的使用上，必须严格遵守相关监管规定；最后是港股IPO，企业完成重组后启动上市流程，需满足港交所关于财务业绩、股权结构及持续经营能力等方面的要求。

图表 12. 中概股私有化退市后在港再上市流程



资料来源：千山投资，中银证券；

图表 13. 港股 IPO 标准

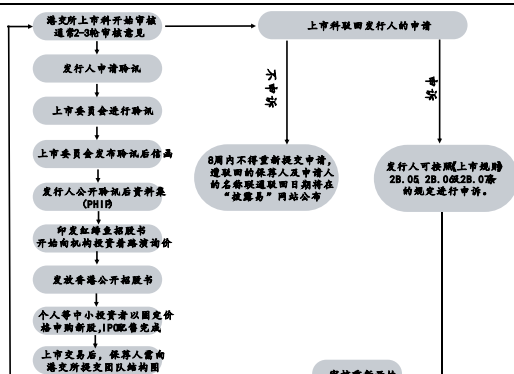
财务标准	具体标准
盈利测试	上市前1年盈利不低于3500万港元；上市前2-3年累积盈利不低于4500万港元；预计上市时市值不低于5亿港元。
市值/收入测试	最近一年收入不低于5亿港元；预计上市时市值不低于40亿港元。
市值/收入/现金流测试	最近一年收入不低于5亿港元；上市前三年累积现金流入不低于1亿港元；预计上市时市值不低于20亿港元。
其他要求	申请人具备不少于3个会计年度的营业记录。

资料来源：港交所，中银证券

对于根据《上市规则》第 8A 章的规定，拥有 WVR 架构的上市申请人必须经过联交所批准才能上市。除满足一般上市要求外，申请人还需满足较为苛刻的附加条件，以证明其适合以 WVR 结构在中国香港上市。首先，上市申请人必须是创新产业公司，并符合联交所指引信 GL93-18 的创新属性定义，即公司核心业务需应用新科技、创新理念或新业务模式，且研发贡献公司预期价值，研发活动占公司大部分开支；公司独有业务特点或知识产权有助其成功营运，且公司市值或无形资产总值相对有形资产总值极高。联交所将根据行业和市场状况判断是否符合“创新”标准。其次，上市申请人必须满足以下条件之一：市值至少为 400 亿港元；或市值至少为 100 亿港元且最近一个会计年度经审计的收益至少为 10 亿港元。上市申请人还必须证明其有高增长业务记录及可持续的高增长预期，并获得外界认可，即至少 50% 的投资在公开招股后六个月内保留。此外，WVR 持有人必须是积极参与公司运营的管理层人员，并继续担任董事，且其投票权不得超过非 WVR 持有人的投票权的 10 倍。

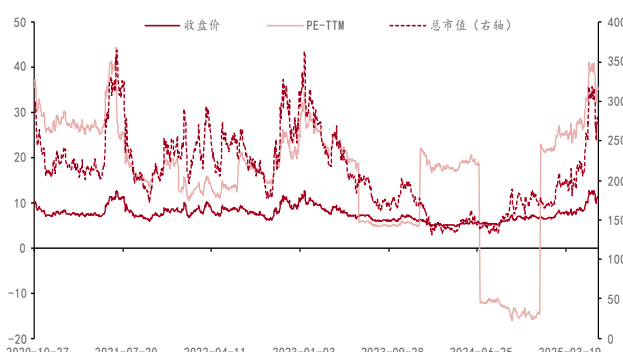
先声药业从美私有化退市到港股 IPO 的成功之路。2007 年 4 月 20 日，先声药业在纽交所上市，成为中国首家在纽交所上市的生物和化学制药公司，创下了当时亚洲最大规模的医药公司 IPO 记录。但是先声药业后期市值长期偏低且受制于海外合规压力，进入 2013 年后，先声药业股价持续不振，成交量低迷，已失去再融资的可能性。最终以公司价值低估为由，在 2013 年 12 月 23 日以每 ADS(美国存托股)9.66 美元的对价收购全部外部流通股，用私有化的方式从美股退市。公司经过内部重组和产品线优化后，先声药业于 2020 年 10 月 27 日正式在港交所挂牌上市，上市共募集资金约 4.6 亿美元（绿鞋前）/5.3 亿美元（绿鞋后），公司顺利实现价值重估与资本市场再出发。这一案例表明，对于主营业务扎根国内、具备持续盈利能力和较高市场认可度的企业，通过“私有化退市—港股 IPO”不仅能化解海外监管风险，还能借助中国香港市场的制度与流动性优势，提升公司估值和品牌影响力。

图表 14. 港股 IPO 流程



资料来源：深交所，中银证券；

图表 15. 先声药业(2096.HK)在港上市后股价变动趋势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据区间 2020/10/27-2025/6/25

在美私有化退市后在港 IPO 是一条优势与局限并存的路径。一方面，企业在私有化退市后有充足的时间进行业务整合和战略优化，回归港股市场能够快速接轨国际资本市场，提高公司估值并拓宽融资渠道。同时，中国香港市场的国际化特点以及与内地市场的双重联动，有助于增强企业的市场影响力。另一方面，在美私有化过程通常较为复杂，且周期较长，若未能顺利完成在港 IPO，或面临融资中断及财务压力。此外，港股市场波动性较高，宏观经济政策、国际局势和资本流动等因素可能对发行时机和融资规模产生影响。

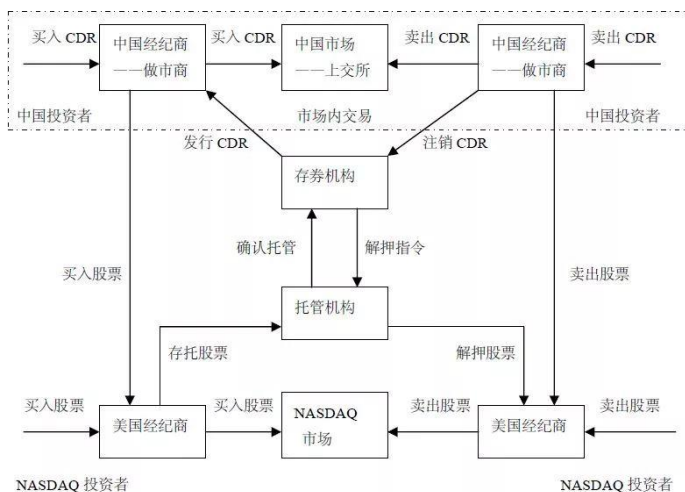
2.3.2 在美私有化退市后通过 CDR 直接登陆 A 股

在中概股回归意愿不断增强的背景下，中国监管层自 2018 年以来持续推动制度创新，逐步构建以 CDR 机制、红筹企业 A 股上市政策突破、港交所制度改革为核心的多元化回归路径。其中，CDR（中国存托凭证）制度试点的启动与红筹架构企业境内上市条件的明确，被广泛认为是推动中概股回归机制制度化的关键节点，标志着我国资本市场对新经济企业回归的政策体系进入实质性建设阶段。

CDR 制度为中概股重返 A 股市场提供了重要的技术性通道。2018 年 3 月，国务院发布《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》，明确提出以 CDR 形式支持在境外上市的大型创新企业在境内资本市场融资。该制度允许在海外注册、采用 VIE 架构或实行同股不同权安排的企业，通过 CDR 实现“变相上市”，在不改变公司境外治理结构的前提下进入 A 股市场，具有较强的制度灵活性与适配性。

在此背景下，部分研究与政策设想提出了一种理论路径，即“私有化退市—直接发行 CDR 登陆 A 股”。该模式跳过传统的 A 股 IPO 程序，在企业完成境外私有化后，直接以 CDR 形式实现在境内资本市场的交易流通。与“私有化→A 股 IPO”路径相比，该模式具有较高的制度效率和适应性。其制度设计优势体现在以下几个方面：一是有助于压缩回归周期，降低因重复审核、信息披露重构等产生的额外成本；二是通过 CDR 结构的制度嵌套，在一定程度上实现境外公司治理体系与境内监管制度的协同；三是适用于具备科技属性、国际化运营能力及品牌影响力的中资企业，提升 A 股市场的产业结构与国际资源配置能力；四是为“出海型”制造业与数字平台型企业提供资本回流与股权重组的制度工具，增强资本市场服务国家战略的功能。

图表 16. CDR 的实现路径



资料来源：世投行，清科研究，泰商中国，中银证券

但是当前尚无企业完全按照该路径实现回归，该模式仍面临部分阻碍，如 CDR 发行的技术性安排、会计与信息披露准则的制度兼容性、跨境监管协调机制的完善程度以及境内投资者保护体系的建设水平等。随着资本市场制度深化与 CDR 相关政策体系的逐步完善，有望在中概股回归中的适用空间进一步拓展，其在引导优质境外中资企业回流、推动资本市场多层次结构优化以及提升境内资本市场国际竞争力等方面，具备较为积极的理论意义与政策价值。

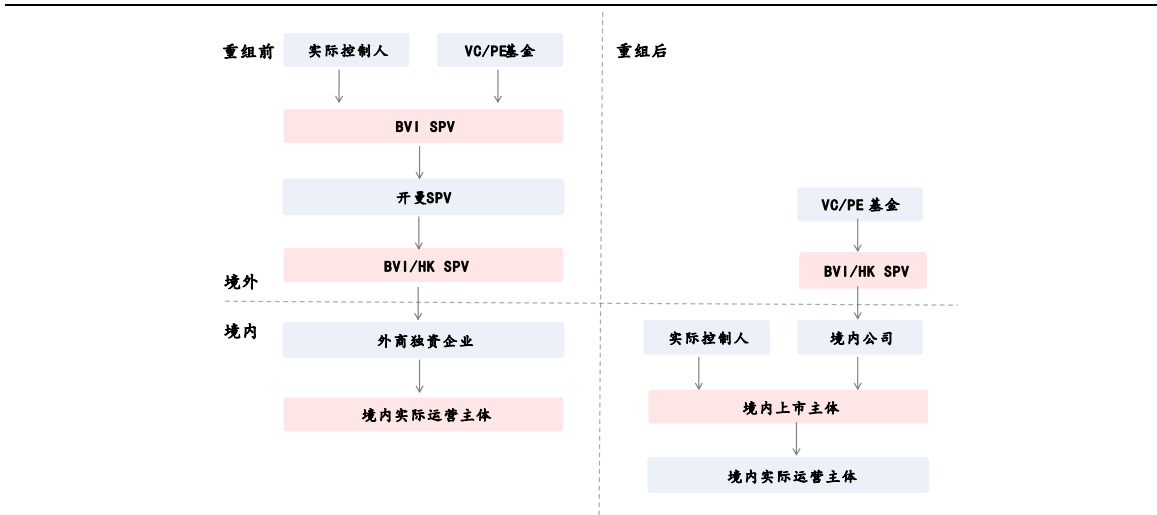
2.3.3 中概股回归 A 股的可行性路径之一：私有化+拆红筹+IPO

再上市路径意味着企业主动脱离海外监管体系，寻求新的资本平台，是中概股回归的关键形式之一。近年来，以中芯国际为代表的中概股企业，成功通过“私有化 + 拆除 VIE 架构 + 境内再上市”的路径实现了战略性回归。然而，再上市之路并不平坦，其操作流程复杂、周期较长，监管与市场双重门槛较高。

首先，私有化是再上市的前提条件。中概股私有化通常由控股股东联合财务投资者发起，通过“一步式合并”或“两步式合并”方式，在取得大多数股权后完成退市。这一过程中需要完成私有化协议签署、获得股东大会批准、报国家发改委等审批流程。此外，私有化涉及高额的资金安排，往往依赖银行贷款或私募基金的联合融资支持，对企业财务资源和交易协调能力构成较大考验。其次，VIE 架构的拆除是通往 A 股再上市的必要条件。多数中概股通过“协议控制”（VIE）结构实现境外上市，该结构在 A 股法律体系中并不被接受，因此企业需在回归前完成架构调整。这一过程包括解除境内外协议控制关系、股权置换、外资股权回流、境外壳公司清算等多个步骤，涉及税务、外汇、法律合规等多个维度，技术性与不确定性极高。一旦利益相关方未能协调一致，拆除 VIE 便可能失败，从而影响整个回归计划。

完成私有化交易并退市后，中概股回归 A 股有整体上市和分拆上市两种方式。整体上市是指中概股公司向中国证监会或沪深证交所申请首次公开发行股票（IPO）上市。在注册制施行前，中概股回归 A 股需要拆除红筹架构（含直接持股和协议控制（VIE）架构）。拆除红筹架构的方式主要有股权转让和增资两种方式。前者需要实际控制人控制的外资股东，参照境外特殊目的的公司（SPV）的股权架构及各股东通过 SPV 间接持有发行人的股权比例，将所持发行人股权转让给实际控制人或其设立在境内的持股主体以及境外投资者或其设立的境外持股主体。后者则要求此前通过 SPV 间接持有发行人股权的实际控制人在境内设立境内持股公司，该公司对发行人增资取得股权，并摊薄 SPV 持有的发行人的外资股权，同时实际控制人通过回购、转让等方式放弃通过 SPV 持有的发行人部分股权，以实现控制权转回境内。

图表 17. 红筹架构拆除示意图

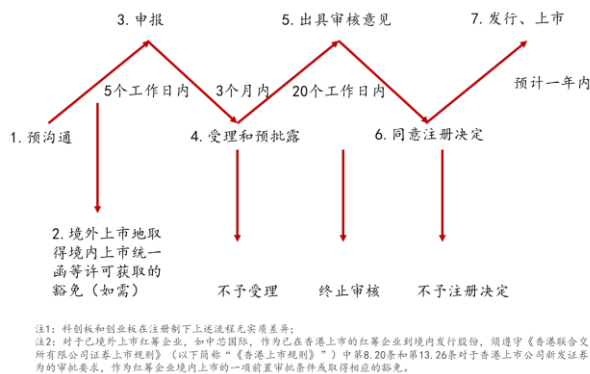


资料来源：跨境金融监管研究，中银证券

“私有化+再上市”是当前中概股回归路径中最彻底、也最具战略意义的一种方式，尤其适用于现金流充裕、符合国家产业政策、拥有核心技术壁垒的大型企业。若监管层进一步完善红筹企业上市机制、简化 VIE 拆解流程、加强跨境资本协调，则该路径将更具吸引力。但在现阶段，其高门槛、高成本、高不确定性的特征仍决定了其适用性较为有限，仅为具备长期战略目标与强大资本能力的企业所专属。

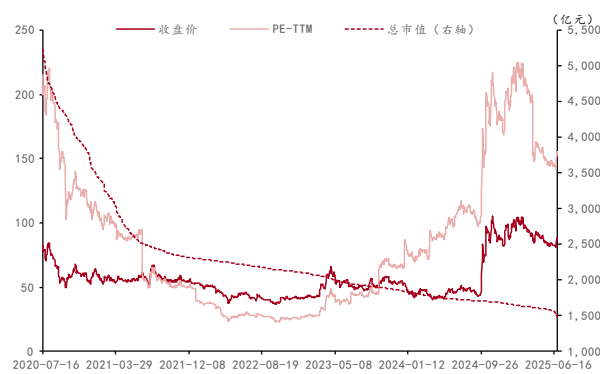
中芯国际从美私有化退市后在 A 股 IPO 的成功经验。 Semiconductor Manufacturing International Corporation（中芯国际集成电路制造有限公司）（“中芯国际”、“公司”）于 2020 年 7 月 16 日正式登陆科创板成为国内首家同时实现“A+H”的科创红筹企业，成为 A 股科技股龙头企业和市值最高的半导体企业之一，也是中芯国际成为首家登陆 A 股资本市场的境外已上市红筹企业。且中芯国际授予海通证券超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 19.38 亿股，募资额高达 532.3 亿元，融资额刷新科创板记录。

图表 18. 红筹股境内上市流程



资料来源：深交所，中银证券；

图表 19. 中芯国际 (688981.SH) A 股上市后股价变动趋势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据区间 2020/7/16-2025/6/26

私有化退市后通过 A 股 IPO 的路径，具有较强的战略性和可操作性。中概股首先通过私有化退市，去除海外监管约束，随后通过拆除 VIE 架构，解决 A 股市场不接受 VIE 结构的问题，这一过程涉及架构调整、股权回流及相关法律合规问题。企业完成私有化并拆除 VIE 架构后，可以通过 A 股 IPO 实现重新上市。随着监管环境的逐步优化和政策支持的增加，这一路径有望为更多中概股提供回归 A 股的机会，推动 A 股市场在全球资本市场中的地位进一步提升。

2.3.4 港交所借壳上市规则演进下的中概股回归路径

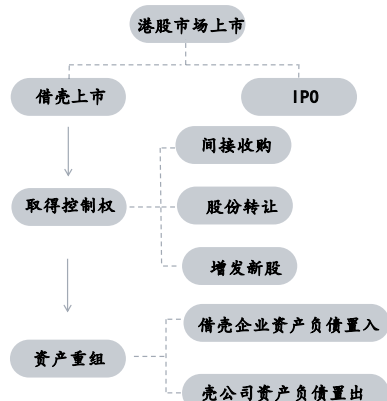
中概股在美国市场私有化退市后，通过借壳上市（反向收购）作为其在中国香港股市重新上市的路径，但目前尚未有成功案例。此路径与传统在港 IPO 相比，借壳上市程序更简便且各类成本较低。此路径通常包括以下几个步骤：首先，在中国香港市场选择壳公司。然后通过资产收购或股权交换的方式将目标公司的主要资产或业务注入壳公司。随后，针对壳公司进行必要的重组和整合，以符合香港交易所的上市要求。重组方案需通过股东大会批准，之后向香港证监会和交易所提交相关文件，接受监管审批。最后，完成资产注入和股东结构调整，壳公司业务发生实质性变化，符合重新上市的条件。

图表 20. 港股壳资源筛选标准

选择标准	具体内容
市值	优先选择市值低于5亿港元的“干净壳”（2025年数据显示港股超50%公司市值低于5亿港元），避免触发“现金资产公司”规则（资产超50%为现金会被停牌）
负债与业务	负债低于1亿港元、无重大诉讼、业务简单（如传统制造、贸易公司）
流动性	日均成交额低于100万港元的壳公司更易控盘，但需注意复牌后流动性风险。
估值逻辑	壳价通常为市值的30%-50%（2025年平均壳价约1.5亿-2.5亿港元），可通过分阶段收购（如先购30%股权，再协议收购剩余股份）降低成本。

资料来源：邦龙咨询，中银证券

图表 21. 港股借壳上市流程



资料来源：千际投资，中银证券

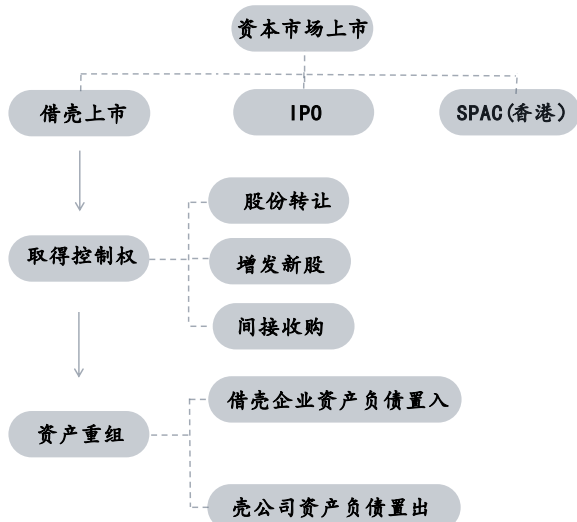
借壳上市作为中概股回归中国香港的潜在路径，具备较高的效率，但也面临监管要求严格、信息披露透明度高挑战。香港交易所对借壳上市的监管较为严格，企业需确保合规性。然而，市场可能对重组后的业务和前景产生质疑，且复杂的股东结构可能影响长期发展稳定性。企业在选择是否采用这一路径时，应综合考虑市场环境、监管要求及自身战略，做出最合适的决策。

2.3.5 中概股私有化退市后的 A 股借壳上市模式

中概股选择通过借壳上市的方式回归 A 股市场，寻求新的融资渠道并拓展业务发展空间，企业不仅能避开传统 IPO 的繁琐程序，还能迅速进入中国资本市场。中概股在美私有化退市后通过 A 股借壳上市的主要流程为：首先，企业在美国完成私有化退市。然后，企业选择通过借壳方式进入 A 股市场，需要选择一个合适的壳公司，并对其进行资产重组和业务整合，确保符合中国证监会和证券交易所的要求。最后，借壳重组完成后，企业需向中国证监会提交上市申请材料，获得批准后，便可在 A 股市场挂牌交易，完成 A 股上市。在整个过程中，要注意壳公司的选择和资产重组，壳公司需具备合规的资产和股东结构，企业进行资产重组，包括股东结构和业务的调整。在规则方面，中概股借壳上市需遵守《中华人民共和国证券法》和《中华人民共和国公司法》等法规的相关规定，特别是在财务透明度、信息披露、公司治理等方面。并且企业还需要满足中国证券交易所的上市标准，如盈利能力、股东结构和财务状况等。

借壳上市的主要优点是上市流程较快，企业可以避免繁琐的 IPO 流程，快速进入 A 股市场。同时还可以避免市场波动带来的不确定性，有助于提升企业在国内资本市场的融资能力。但是，借壳上市会面临较高的监管风险，且选择不当的壳公司或影响企业长期发展。

图表 22. 在 A 股借壳上市流程



资料来源：北京恒源律所，中银证券；

图表 23. A 股壳公司筛选标准

选择标准	具体内容
与公司价值相关的指标	财务状况、产业结构、行业景气度
与控股股本相关的指标	股本结构、股价、成长性
股本结构分析	公司股权是否极度分散、国有股、法人股是否绝对控股、控股股东是否愿意出让、壳公司的总股本情况
产业结构	主营利润占利润总额的比重应在50%以上，行业景气度影响公司发展前景
成长性	主营收入增长率（>25%）；利润总额增长率（>20%）
财务指标	负债、资本公积金、净资产、融资能力。理想财务指标：主营收入增长率>25%；利润总额增长率>20%；资本公积金占总股本比率>100%；每股净资产>2元；净资产收益率>10%。
理想的购并目标	股权结构较分散，控股股东股权占总股本比例<5%；国有股、法人股占大多数，总股本在5000万至7000万股之间，股价在10-15元左右

资料来源：基小律，中银证券

三六零借壳成功回归 A 股。三六零于 2016 年 7 月从美股退市，随后于 2018 年 2 月 28 日通过借壳江南嘉捷成功回归 A 股，成为借壳上市的典型案例。为加速实现国内上市，三六零选择江南嘉捷作为壳公司。江南嘉捷原为一家电梯制造企业，业绩平淡、市场估值较低。三六零通过股权重组和资产置换，将江南嘉捷的原有资产剥离，并注入其核心业务及优质资产。借壳上市后，江南嘉捷更名为“三六零”，其股价大幅上涨，市值一度突破三千亿元。此举不仅使三六零成功登陆 A 股市场，实现了资本市场融资与品牌效应的双重提升，也为其股东带来了可观的回报。

图表 24. 三六零(601360.SH)A 股借壳上市后股价变动趋势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据区间 2017/1/3-2025/6/26

三六零的成功上市为中概股通过借壳上市回归 A 股市场提供了可供借鉴的经验，在避免传统 IPO 流程复杂性的同时，也规避了市场波动的风险。然而，借壳上市虽然在短期内能带来快速的资本运作，但企业仍需谨慎选择壳公司，并确保资产重组符合相关法律法规，以保证企业的长期稳定发展。

2.4 潜在回归公司细分与可能路径

2.4.1 潜在回归公司类型划分与特点

在美上市的中概股可能存在被摘牌的风险，中国香港资本市场凭借制度适配性与政策包容度，成为中概股理想的“回归港湾”。一方面，港交所推出包括第二上市、双重主要上市等在内的多样化路径，为中概股提供了避险渠道；另一方面，随着南向资金持续流入及“科企专线”等制度创新的推进，中国香港市场对中概股的承载力与吸引力显著增强。据香港交易所最新的上市要求，我们测算有 32 只、总市值达 1.94 万亿港元（2478.38 亿美元）的中概股，或将有资格在中国香港进行双重主要上市或第二上市。结合其市值规模、行业分布、融资需求与政策适应性，梳理潜在回归企业的主要特征与类型，并进一步探讨其可能选择的回归路径。

图表 25. 潜在回归公司情况

序号	美股股票代码	美股股票简称	在美上市日期	当前市值（亿港元）	所属行业
1	PDD.O	拼多多	2018-07-26	13271.45	非日常生活消费品
2	FUTU.O	富途控股	2019-03-08	1219.91	金融
3	YMM.N	满帮	2021-06-22	915.92	工业
4	VIPS.N	唯品会	2012-03-23	579.67	非日常生活消费品
5	TAL.N	好未来	2010-10-20	521.81	非日常生活消费品
6	ATAT.O	亚朵	2022-11-11	351.77	非日常生活消费品
7	HSAI.O	禾赛	2023-02-09	222.77	信息技术
8	RLX.N	雾芯科技	2021-01-22	189.14	日常消费品
9	JOYY.O	欢聚	2012-11-21	176.96	通讯业务
10	FINV.N	信也科技	2017-11-10	171.06	金融
11	VNET.O	世纪互联	2011-04-21	126.23	信息技术
12	IQ.O	爱奇艺	2018-03-29	126.08	通讯业务
13	OPRA.O	欧朋浏览器	2018-07-27	121.88	信息技术
14	TIGR.O	老虎证券	2019-03-20	120.75	金融
15	LOT.O	路特斯科技	2021-05-06	113.26	非日常生活消费品
16	ACMR.O	盛美	2017-11-03	112.21	信息技术
17	LX.O	乐信	2017-12-21	103.16	金融
18	MVST.O	微宏控股	2019-03-27	101.52	信息技术
19	DAO.N	网易有道	2019-10-25	86.81	非日常生活消费品
20	MOMO.O	挚文集团	2014-12-11	76.59	通讯业务
21	JKS.N	晶科能源	2010-05-14	74.19	信息技术
22	UXIN.O	优信	2018-06-27	73.22	非日常生活消费品
23	GOTU.N	高途	2019-06-06	72.23	非日常生活消费品
24	DQ.N	大全新能源	2010-10-07	72.18	信息技术
25	HUYA.N	虎牙	2018-05-11	63.96	通讯业务
26	SVM.A	希尔威	2017-05-15	63.39	原材料
27	XYF.N	小赢科技	2018-09-19	57.15	金融
28	JFIN.O	嘉银科技	2019-05-10	53.64	金融
29	CSIQ.O	阿特斯太阳能	2006-11-09	51.46	信息技术
30	CYD.N	玉柴国际	1994-12-16	50.33	工业
31	MSC.N	新濠影汇	2018-10-18	47.58	非日常生活消费品
32	YRD.N	宜人智科	2015-12-18	42.27	金融

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：测算数据截至 2025 年 5 月 26 日

上述 32 家中概股涵盖非日常生活消费品、金融、信息技术、工业、通讯业务、日常消费品与原材料等多个行业。结合企业市值水平、行业分布、市场表现及回归动因，可将其划分为四类典型类型，以厘清其未来可能的回归路径及战略考量。

第一类是平台型头部企业，代表如拼多多（PDD.O）与富途控股（FUTU.O）。此类公司市值均超过千亿港元，具备强劲的盈利能力与市场话语权，受到中美两地投资者长期关注。其在信息披露、公司治理与资本结构方面相对成熟，若选择回归中国香港，或将提升港股市场的活跃度。同时具备较强的战略自主性与资源整合能力，回归动力更多源于对政策风险的前瞻应对与对流动性提升的内在需求。

第二类是科技成长型企业，如禾赛（HSAI.O）、盛美（ACMR.O）、大全新能源（DQ.N）与晶科能源（JKS.N）等。此类公司多为人工智能、新能源或先进制造领域，研发能力和市场成长性相对成熟。其在美股市场的融资渠道受监管影响波动。相较而言，中国香港市场对科技企业的制度包容度有所提升，港交所拟设立的“科企专线”也为其回归提供了制度通道。这类企业更可能出于估值重构与资本市场协同需求而选择登陆港股。

第三类是教育与内容企业，代表包括好未来（TAL.N）、高途（GOTU.N）、网易有道（DAO.N）及爱奇艺（IQ.O）等。这些企业曾因中美监管政策变化承压严重，尤其是“双减”政策对教育类企业形成重大打击，导致其估值大幅缩水，在美股市场融资难度上升，投资者结构变化。在此背景下，部分企业正寻求向泛内容领域转型，并尝试通过在港上市实现品牌形象重塑与机构投资者基础拓展。该类企业回归中国香港市场的动因不仅仅是规避风险，更在于业务重塑与市场再定位。

第四类为中小市值滞留企业，如宜人智科（YRD.N）、玉柴国际（CYD.N）、优信（UXIN.O）与嘉银科技（JFIN.O）等。这类企业多数在美股市场长期交易，但流动性差、估值低，部分已被边缘化，且缺少回归主动性。它们虽不具备强劲的回归主动性，但若中国香港市场对中小市值企业设立更灵活的制度安排，或在政策引导下设立专门通道，仍可能出现一批“被动回归”案例。这些企业若能在港获得更合理的定价与融资通路，将有助于缓解其在美股市场面临的资本困境。

当前潜在回归的中概股类型多样、行业分布广泛，其中以非日常生活消费品企业数量最多，信息技术与金融行业紧随其后，通讯业务、工业、日常消费品与原材料等行业相对较少。整体来看，回归企业集中于消费、科技与金融板块，预计将对港股市场的产业结构优化与多元化发展产生积极影响。随着制度对接的推进、政策预期明朗以及市场估值修复的驱动，中概股回归正从早期的“防御性回归”转向“战略性重塑”，中国香港市场有望迎来新一轮以结构优化与企业再估值为核心动力的中概股回归潮。

2.4.2 各类型回归公司的可能路径

不同类型的中概股在回归中国香港资本市场时，其路径选择受到企业规模、行业监管程度、治理结构以及资本需求等多重因素影响。从港交所当前的制度安排来看，中概股主要可通过三种方式实现回归：第二上市（Secondary Listing）、双重主要上市（Dual Primary Listing）以及退市后直接主要上市（Primary Listing）。企业具体选择哪种路径，往往与其所处阶段、面临挑战和战略目标密切相关。

图表 26. 中概股回归路径选择与适用企业类型

企业类型	适合的上市路径	理由与特点
平台型头部企业	双重主要上市	理由与特点 1. 市值庞大、品牌影响力强、财务结构健全，符合港交所要求。 2. 双重主要上市提供更多法律保障和港交所主场优势，能吸引南向资金，增强投资者信心。 3. 在中美审计协议不确定时，实现境内外资本市场的“战略对冲”。
科技成长型企业	第二上市	1. 合规标准相对较低，灵活性强，适合以美股为主融资平台、希望在港股布局的企业。 2. 中国香港市场可能给予更高定价容忍度，港交所对科技企业的优化制度提供便利。
教育与内容型企业	主要上市或转双重主要上市	1. 受政策冲击，市值下降，回归港股主要为形象修复与融资重建。 2. 可通过业务重组满足港交所主板要求，进行主要上市或转双重主要上市；否则可考虑借壳上市或以介绍方式挂牌。
小市值边缘型企业	借壳上市或小额融资+技术通道	1. 流动性差、融资能力弱，回归意愿低，选择空间有限。 2. 可通过政策推动的专属上市通道（如“创业板”或“科技专板”）或并购整合形成“类回归”路径。

资料来源：中银证券

平台型头部企业如拼多多、富途控股等，由于市值庞大、品牌影响力强且财务结构健全，更倾向于选择双重主要上市路径，这不仅满足港交所的合规要求，还能为企业提供更多法律保障和主场优势，吸引南向资金，并应对中美审计协议的不确定性。科技成长型企业如禾赛科技、大全新能源等，适合选择第二上市路径，这种方式较为灵活，符合港股市场对科技企业的制度优化，并为其提供更高的定价容忍度。教育与内容型企业如好未来、高途等，由于受政策冲击市值下降，回归中国香港市场主要是为了形象修复和融资重建，路径选择取决于能否满足港交所主板要求，否则可考虑借壳上市或介绍方式挂牌。对于市值较小的边缘型中概股如宜人智科、玉柴国际、优信等，选择空间有限，但如果政策推动设立专属上市通道，或通过并购整合，可考虑借壳上市或小额融资+技术通道完成回归。

当前中概股回归路径的多样化趋势正逐步形成，企业类型与战略取向将直接决定其选择的上市方式。在政策支持、资本市场协同与监管合规等多重因素引导下，不同企业将在港股市场中寻找与自身发展阶段匹配的制度通道，构建更加稳健与安全的境外上市结构。

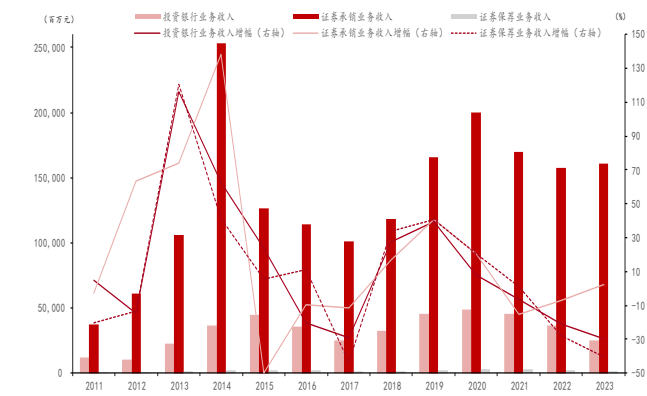
3 中概股回归催化下的双主线布局

3.1 投资主线一：中资券商的跨境红利

3.1.1 回归浪潮带来的券商估值重估逻辑

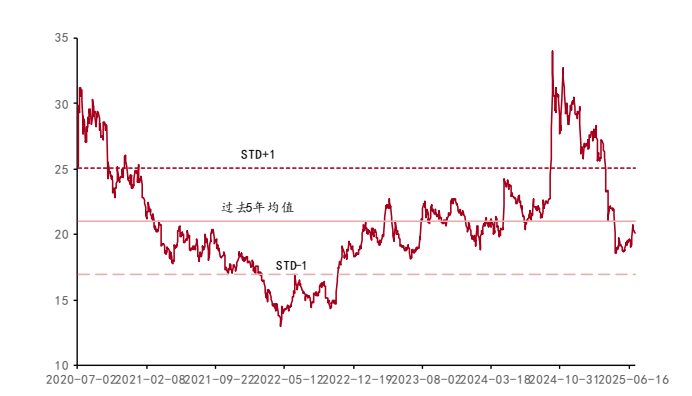
中概股回归浪潮的开启为中资券商带来了估值与业务的双重重塑机遇。一方面，中概股回归涉及私有化退市、境外法务顾问、拆 VIE 结构、财务梳理、A/H 股或 CDR 再上市等一系列复杂流程；另一方面，回归主体多为高成长行业龙头，体量大、估值弹性高，有望带动投行业务结构性提质增效。在具体业务形态上，中资券商角色从传统承销通道向结构设计者与跨境方案提供者升级，涵盖 Pre-IPO 融资、员工持股平台重建、税务筹划及 A/H/CDR 多地上市统筹等高附加值服务，显著抬升项目盈利能力与客户粘性。随着中概股回归案例批量落地，市场对中资券商“中概股回归生态核心执行者”的认知逐步强化，其估值体系中“跨境业务条线”的权重持续提升，由此带动估值体系从 β 逻辑向 α 逻辑扩展。

图表 27. 43 家 A 股上市中资券商主要业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 28. 证券 II 指数（CI005165.CI）PE 变化趋势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

当前券商板块估值已回落至历史合理区间，截至 7 月 2 日，证券 II 指数（CI005165.CI）的市盈率（TTM）为 20.99 倍，位于近五年的 46.55% 分位。过去几个月度接近 STD-1 值，反映出市场对行业盈利能力的悲观预期已较为充分释放，具备一定的估值修复空间。与此同时，投行与证券承销等高附加值业务收入不断提升，中资券商正在从传统通道型向综合型、全链条投行平台转型，业务结构质量不断优化，为券商价值重估提供了坚实基础。

券商板块往往在市场情绪修复与流动性改善初期率先受益，具备明显的 β 属性；当前券商在中概股回归、并购重组、Pre-IPO 服务等环节中的深度参与，赋予其日益增强的 α 逻辑。政策端方面，资本市场制度改革持续推进（包括中概股回归通道拓宽、科创板并试点注册制的深化、并购重组审核效率提升等措施），对券商高附加值业务条线构成结构性利好。政策释放的稳定与改革信号与估值低位、机构潜在回补、业务结构优化形成正向共振，提升市场对券商板块未来 α 的定价预期。

3.1.2 港股布局优势：重点关注拥有中国香港分支的中资券商

随着中概股回归潮的升温，且港交所的制度改革降低了中概股回归的门槛，尤其是放宽了对尚未盈利的生物科技企业、同股不同权架构企业及红筹架构公司等上市要求，同时，“港股通”和“南向通”等互联互通机制为境内资金进入港股提供了便捷通道。具备中国香港市场布局的中资券商凭借其“港股承销牌照+南向资本对接+跨境合规咨询+投行一体化服务能力”，在这一过程中发挥了重要作用。特别是那些在中国香港设有本地投行子公司并拥有成熟团队的券商，能够高效推动项目进程，提供包括 Pre-IPO 融资、H 股再融资和 GDR 发行在内的全程金融服务，助力中概股顺利回归。以下是几家在中国香港市场中具有重要影响力的代表性券商：

中金公司作为中国资本市场的领先券商，在中国香港市场建立了完善的投行业务体系，涵盖了承销、发行及后期交易等全链条服务。凭借强大的政策沟通能力和定价能力，中金公司能够高效推动中概股企业上市进程，并为回归企业提供资本市场的估值支撑。丰富的项目储备使得中金公司在回归潮中处于领先地位。

中信证券国际依托母公司中信证券的强大资源，在中国香港的子公司深度参与中概股的港股上市项目。凭借其深厚的市场经验与复杂结构设计能力，中信证券国际在中概股回归过程中具备独特的优势，尤其在涉及跨境投行与跨境资本市场的项目中，其优势愈加突出。

华泰证券（香港）凭借在中国香港市场的本地化优势，通过“通达号”平台建立了交易与投行协同的业务模式。华泰证券在中国香港分支不仅能够提供传统的 IPO 承销服务，还能够推动客户实现境内外资产配置延伸，为中概股回归提供了多元化的金融解决方案。

招银国际依托招商银行的资源优势，在中国香港市场形成了“投行+直投+财富管理”三位一体的业务模式。凭借强大的集团资源和综合金融服务能力，招银国际在中型企业中概股项目中脱颖而出，成为众多中概股回归的重要合作伙伴。

图表 29. 在港中资券商 IPO 保荐人数量情况

序号	券商	2023 年 7 月—2025 年 6 月数量 (家)	2024 年 7 月—2025 年 6 月数量 (家)	2025 年 1 月—2025 年 6 月数量 (家)
1	中金公司	44	23	13
2	中信证券	24	16	9
3	华泰国际	24	16	9
4	招银国际	13	11	7
5	中信建投	12	5	3
6	海通国际	11	5	2
7	建银国际	8	6	2
8	农银国际	6	5	1
9	国泰君安	5	2	—
10	广发香港	4	2	1
11	招商证券国际	4	2	—
12	越秀融资	3	2	1
13	中银国际	3	1	—
14	光银国际	2	2	1
15	浦银国际	2	1	1
16	工银国际	2	1	1
17	民银资本	2	1	1
18	交银资本	2	1	—
19	中国平安资本	2	1	—
20	华富建业	2	—	—
21	中国银河国际	1	1	1
22	财通国际融资	1	1	1
23	国金证券	1	1	1
24	申万宏源	1	1	—
25	中泰国际	1	1	—
26	华金融资国际	1	1	—
27	第一上海	1	1	—
28	光大证券国际	1	—	—
29	华升资本	1	—	—
30	华兴证券	1	—	—
31	信达国际	1	—	—
32	山证国际	1	—	—

资料来源：瑞恩资本，中银证券

如图表 29 所示，具备在中国香港市场布局的中资券商在服务中概股企业方面展现出优势。它们不仅能够承接港股 IPO 业务，还能提供跨境资本运作、投行与财富管理协同等复合型金融服务。通过高效整合境内外资源，机构能够全方位支持中概股企业从海外市场回归香港市场，在资本市场中持续保持强劲竞争力。

3.1.3 投资建议：从 β 受益到 α 择优

本轮中概股回归浪潮并非短期事件驱动，而是一次以中美贸易摩擦为导火索的结构性跨境投行业务体系重塑过程。在港股估值处于历史低位、跨境资本逐步回暖的背景下，具有长期配置价值的券商的需从业务结构、项目经验和盈利能力等维度进行筛选。重点关注具备“**港股投行业务、境外私有化承接经验以及活跃股权融资项目储备**”的中资券商，尤其是拥有成熟中国香港子公司投行体系、在过去三年中积极参与中概股港股上市项目、且跨境投行业务已能持续转化为营收和盈利增长的机构。

在港的中资券商不仅拥有扎实的业务能力与项目经验，也在港股市场中构建起了完整的服务闭环。可重点关注以下几个核心指标进行券商筛选：**一是H股营收占比**，越高越能体现其跨境能力；**二是跨境投行业务收入增速**，作为衡量业务拓展弹性的 α 溢价参考；**三是私有化/再上市项目储备数量**，直接反映中短期业绩可持续性；四是境外资本市场牌照完整度，包括承销、自营、资管与投行等多维度牌照构成，决定其是否具备闭环式综合服务能力。

中概股回归应被视为长期趋势性机会，其不仅重构了企业估值体系与上市路径，也正在重塑中资券商的业务结构与价值逻辑。港股市场因具备制度兼容性和资本自由度，成为中概股回归的最优承接平台。在此趋势下，拥有跨境投行能力与境外资本平台优势的中资券商，有望持续享受来自监管政策与企业需求共振带来的“红利释放”。配置逻辑正从传统的 β 视角升级为以“**基本面成长+业务结构重塑**”为核心的 α 策略。

3.2 投资主线二：壳公司市场的价值重估

3.2.1 回归路径多样化，壳资源价值再发现

借壳上市已成为部分中概股回归境内资本市场的高效替代路径。借壳上市凭借其较为灵活的流程、较低的进入门槛和相对快速的上市时间，成为中概股特别是存在VIE架构、盈利暂未达标或面临审计困境企业的优选路径。在当前资本市场改革推进、监管包容性增强的背景下，港股、小市值A股及北交所等板块的“壳资源”逐渐受到市场重新估值。

在港股市场，低市值、低负债、流动性较低且无重大历史包袱的企业，因具备轻资产、股权分散、控股权转移便利等“**优质壳资源**”特征，逐渐成为投资者关注的重点。港股相对宽松的市场环境为中概股回归过程中的股权结构调整与控制权转移提供了操作便利，尤其适合通过并购重组实现快速落地。同时，A股市场中的北交所及中小市值板块也提供了灵活的制度通道，部分标的具备股权结构清晰、估值较低、净资产适中的特点，同样可作为中概股回归的重要承接平台。

与此同时，北交所与A股中小市值板块为新经济公司提供了另一条回归路径。与主板和创业板相比（创业板不允许借壳上市），北交所的**市场准入门槛较低**，更加注重创新企业的潜力，而不是传统的财务要求。北交所和中小市值板块的灵活性使得这些企业在选择回归路径时拥有更多的选择空间，此类企业往往没有过多的历史包袱，更适合通过上市、借壳等方式进入资本市场。

图表 30. 筛选优质港股壳公司情况

港股代码	港股名称	总市值 (亿港元)	总股本 (亿股)	资产负债率 (%)	过去一年日均成交额 (百万港元)	第一名股东持 股比例(%)	实际控制人 类型
0060.HK	香港食品投资	1.06	2.57	10.94	0.05	20.38	其他
0252.HK	华信地产财务	3.63	2.25	29.94	0.06	26.37	其他
0287.HK	永发置业	1.65	0.40	2.06	0.03	28.29	其他
0375.HK	YGM 贸易	1.58	1.66	19.80	0.15	22.18	境外
0509.HK	世纪阳光	0.19	1.15	0.00	0.05	29.29	个人
1027.HK	中国集成控股	4.04	4.13	37.07	0.08	29.85	个人
1289.HK	盛力达科技	2.43	0.32	32.96	0.25	27.21	个人
1388.HK	安莉芳控股	1.84	4.22	27.17	0.08	24.71	个人
1922.HK	瑞森生活服务	3.63	2.67	0.00	0.29	28.87	境外
2165.HK	领悦服务集团	3.83	2.86	34.96	0.12	26.03	其他
2167.HK	天润云	4.79	1.74	21.34	0.26	21.55	个人
2288.HK	宏基资本	0.58	3.75	25.80	0.04	25.86	个人
3601.HK	鲁大师	2.66	2.69	13.73	0.17	17.58	个人
6866.HK	佐力小贷	3.30	3.00	20.84	0.06	27.33	其他
6911.HK	澜沧古茶	3.84	0.32	49.86	0.15	13.55	个人
8188.HK	骏杰集团控股	4.05	4.82	46.33	0.23	21.40	其他
8331.HK	倍搏集团	0.21	1.59	21.32	0.02	29.34	其他
8460.HK	基地锦标集团	0.10	2.21	47.48	0.09	23.04	个人
8619.HK	饮食天王(环球)	0.30	1.45	25.28	0.39	15.06	其他
9958.HK	力天影业	0.33	3.60	0.00	2.32	22.76	个人

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/06/30

图表 31. 筛选优质 A 股壳公司情况

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	第一大股东 持股比例 (%)	前 10 大股 东持股比例 (%)	资产负债率 (%)	净资产(所 有者权益) (亿元)	2024 年净 资产收益 ROE(%)	2023 年净 资产收益 ROE(%)	实际控 制人
600661.SH	昂立教育	31.12	2.87	8.37	44.92	8.37	1.29	(108.45)	(146.11)	个人
600778.SH	友好集团	19.84	3.11	27.56	43.88	27.56	2.32	1.46	(60.49)	个人
603335.SH	迪生力	21.75	4.28	26.87	45.24	26.87	4.10	(55.91)	(37.03)	个人
603729.SH	龙韵股份	15.88	0.93	24.74	39.46	24.74	3.68	2.24	(14.45)	个人
603863.SH	松炆资源	29.98	2.05	20.88	35.11	20.88	4.68	(50.62)	(35.92)	个人
603879.SH	永悦科技	23.93	3.59	17.30	44.90	17.30	2.64	(62.70)	(16.30)	个人
688260.SH	昀冢科技	19.69	1.20	8.39	39.51	8.39	1.99	(55.60)	(37.19)	个人
688316.SH	青云科技	29.60	0.48	14.04	24.95	14.04	0.87	(109.92)	(94.76)	个人
000622.SZ	恒立退	0.68	4.25	17.87	17.87	17.87	1.90	(13.34)	(6.28)	个人
000679.SZ	大连友谊	22.67	3.56	28.06	48.93	28.06	1.78	(30.51)	(11.19)	个人
000695.SZ	滨海能源	29.17	2.22	24.85	43.26	24.85	2.35	(18.00)	(9.88)	个人
002513.SZ	蓝丰生化	20.19	3.75	17.98	46.88	17.98	3.13	(776.05)	(1317.38)	个人
002634.SZ	棒杰股份	19.48	4.59	13.88	45.44	13.88	2.21	(224.23)	(8.07)	个人
002719.SZ	麦趣尔	15.85	1.74	9.86	36.92	9.86	2.18	(102.32)	(21.31)	个人
002795.SZ	永和智控	22.91	4.46	9.65	36.05	9.65	4.93	(57.37)	(19.68)	个人

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：数据截至 2025/07/01

在港股市场以及 A 股的北交所和中小市值板块，许多公司具备清晰的股权结构、较低的估值和适中的净资产规模，能够吸引资金注入，并具备较强的资本整合潜力。这些企业通常无重大历史包袱，股东结构清晰，成长空间大，成为壳公司市场中备受关注的潜力标的。随着资本市场改革的深化，港股和 A 股这些具备轻资产、灵活上市流程的企业，其市场价值将被不断重新评估，为投资者提供更多的并购和资本增值机会。

3.2.2 投资机会筛选逻辑：轻债+清洁+预期驱动

在筛选壳公司作为投资标的时，应重点关注**轻债务结构**、**清洁壳公司**以及**预期驱动**三个核心因素。首先，**轻债务结构**是提高投资成功率的关键。低负债水平意味着公司在进行资产注入和资本整合时能有效减少财务压力，提升资本运作效率。轻债务有助于降低潜在风险，使投资者能够以较低的成本推动公司价值的提升。其次，**清洁壳公司**是筛选的另一个重要标准。选择无历史遗留问题、无未决诉讼或财务问题的清洁壳公司，将大大提高后续重组和资产注入的效率。其具备较高的透明度，新股东可以在没有复杂问题干扰的情况下顺利获取控股权，并进行战略重组。

对于**预期驱动**，投资者应特别关注那些具备高成长潜力或正在引发市场关注的公司。比如，具备国资背景或已有收购传闻的公司，通常会吸引更多资金与市场的关注，这种预期性利好能够推动股价上涨，提升投资回报。同时**股权结构清晰且易于注入资产**的公司也是优选对象。清晰的股权结构可以确保控股权的快速转移，并减少股东间的争议，有助于资产的顺利注入和公司价值的快速提升。

图表 32. 优质 A 股壳筛选标准

类型	指标	目的
市值与股本规模	市值小（通常<40 亿元）	便于重组方以较低成本取得控制权
	总股本少（<5 亿股）	减少稀释效应，便于后续资本运作
股权结构	股权分散（第一大股东持股<30%，前十大合计<50%）	控制权易获取，便于被收购
	实际控制人为自然人	决策灵活，交易推进效率更高
	避免国企壳	国有企业审批复杂，存在国资流失敏感性，交易难度大
财务与资产质量	负债率低（<50%，大部分案例<70%）	降低买卖方偿债负担，提升壳公司资产接收性
	净资产低或为零	便于资产置换，减少重组阻力
	盈利能力差（连续两年 ROE<5%或净利润亏损）	表明原股东卖壳意愿强，利于推动重组

资料来源：中银证券

图表 33. 优质港股壳公司筛选标准

类别	指标	目的
市值与股本规模	市值小（通常<40 亿港元）	降低收购成本，便于重组方以较低成本获得控制权
	总股本少（<5 亿股）	减少稀释效应，便于后续资本运作
股权结构	股权分散（第一大股东持股<30%，前十大合计<50%）	控制权易获取，便于收购
	实际控制人为自然人	决策灵活，交易推动效率更高
	避免国企壳	国有企业审批复杂，存在国资流失敏感性，交易难度大
财务与资产状况	负债率低（<50%，大部分案例<70%）	降低买卖方债务负担，提升公司资产接收收益性
	净资产低或为空	降低买卖方债务负担，推动公司资产接收收益性
	利润能力差（连续两年 ROE<5%或净利润亏损）	提升公司利润，减少重组障碍
市场表现与流动性	日均成交额低于 100 万港元	长期缺乏流动性的股票可能受到资本关注，但需警惕流动性风险
	股价长期横盘	表明原股东减持意愿明确，利于推动重组
	未触及港交所除牌新规	避免选择连续亏损、业务停滞或长期停牌的标的
监管合规性	符合借壳审核要求	注入资产需满足盈利或营收增长条件（如最近一年净利润≥2500 万港元）

资料来源：中银证券

3.2.3 风险提示与防雷机制

投资壳公司虽然具备显著的增值潜力，但也伴随一定的系统性与市场性风险。首先，**估值虚高的风险**，部分壳公司可能由于市场炒作而导致估值过高。若市场情绪发生变化或并购进程未能按照预期顺利推进，股价可能会出现迅速回调，造成投资者损失。其次，**资产注入失败的风险**。壳公司回归的主要价值依赖于资产的注入和企业重组的成功。若资产注入未能顺利完成，或者注入的资产未能实现预期的盈利增长，壳公司可能失去其增值空间，影响整体投资回报。最后，**炒作落空的风险**。部分壳公司可能由于收购传闻而被市场炒作，若未能转化为实际交易或缺乏坚实的基本面支撑，股价可能会出现大幅回调。

为了有效规避上述风险，应**建立严格的止盈止损机制**，以应对市场波动带来的不确定性，确保在不利情况下及时锁定利润或减少损失。此外，需高度关注市场监督风向，尤其是并购、借壳以及股东权益等领域的政策变化。深入理解并预判监管政策的变化，避免因政策调整或监管审查所带来的潜在风险。

3.3 中概股回归的市值变动与估值溢价

3.3.1 回归带来的市值变化

中概股回归港股市场，除了为企业规避中美监管博弈提供制度性缓冲，也为投资者提供了多市场估值套利与资本结构重塑的机会。通过对部分已在港上市满三年的中概股总市值表现进行分析，可以发现，企业回归港股后所引发的市值变化并非单向上扬，而是受多种因素共同影响，呈现分化趋势。

图表 34. 部分中概股在港上市三年后总市值变化

港股简称	美股总市值涨幅（%）	港股总市值涨幅（%）	港股总市值涨幅-美股总市值涨幅（%）
阿里巴巴-W	(61.67)	(60.54)	1.13
京东集团-SW	(33.03)	(32.54)	0.49
百胜中国	3.13	3.71	0.58
华住集团-S	(5.27)	2.74	8.01
再鼎医药	(66.31)	(63.88)	2.44
新东方-S	(62.17)	(61.30)	0.86
汽车之家-S	(72.97)	(70.85)	2.12
百度集团-SW	(60.99)	(61.36)	(0.37)
哔哩哔哩-W	(84.39)	(87.78)	(3.39)
携程集团-S	34.50	40.49	5.99
小鹏汽车-W	(81.95)	(79.90)	2.05
理想汽车-W	(36.84)	(31.94)	4.90
微博-SW	(69.97)	(70.00)	(0.03)
蔚来-SW	(69.17)	(73.00)	(3.83)
知乎-W	(67.56)	(68.50)	(0.95)
贝壳-W	57.65	54.94	(2.71)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：部分在港上市时间未滿 3 年的公司，总市值截至 2025 年 5 月 23 日并计入计算

从图表数据来看，尽管多数中概股在回归后总体市值出现较大幅度回调，但港股市场与美股市场之间的**市值变动差异**仍反映出某种程度的相对优势。**携程集团-S** 同样体现出港股市场对其估值更具弹性，港股总市值上涨 40.49%，显著高于美股涨幅 34.50%。另一方面，像哔哩哔哩-W、知乎-W、蔚来-SW 较上市初期处于下跌状态，其在港股的市值表现较美股较弱，甚至出现一定程度的“估值折价”。

港股回归对市值的影响呈现出“再估值窗口期”效应：短期内企业往往因制度红利、投资者结构优化和交易便利等因素获得市值支撑，但中长期仍需依赖基本面兑现。回归港股本身并不必然带来市值提升，但在企业质地优良、行业逻辑明确的背景下，港股市场有望提供更优的估值平台。此外，从“港股总市值涨幅 - 美股总市值涨幅”这一差值指标来看，约三分之二样本公司为正值，如阿里巴巴、理想汽车、小鹏汽车等，说明在港股市场维度上存在微观层面的**估值再定价与套利空间**。投资者可结合估值变动与流动性条件，寻找港美价差收敛的机会窗口。

3.3.2 估值溢价的形成原因

中概股在回归港股市场后，部分企业市值相较其美股上市期间出现明显抬升，估值溢价现象广泛存在。尽管港股市场以机构投资者为主、整体估值风格偏理性，但在二次上市、双重主要上市等制度安排下，港股对中概股的定价体系表现出一定的宽容度与再估值空间。这一现象并非孤立个例，而是多重市场结构性差异共同驱动的结果，主要包括以下几方面：

首先，南向资金推动与“政策安全港”效应持续释放。随着港股通制度的不断深化，内地南下资金已成为港股市场重要增量资金来源，特别偏好中概股这类具有中资背景、符合新经济方向的标的。相较于美股对中概股在信息披露、审计合规等方面的制度性打压，港股被视为更具制度包容性与政策安全感的资本港湾，因而形成一定的估值溢价预期。

其次，高质量科技资产稀缺性推动港股市场“再定价”。港股本地企业以金融、地产、能源为主，科技类龙头标的相对稀缺。中概股的回归尤其是在 TMT、平台经济、医疗科技等领域，填补了市场空白。

第三，双重上市机制强化国际资本认同并促进估值协调。港交所引入第二上市、双重主要上市制度，使得中概股得以在保留美股身份的同时进入港股市场，实现估值与流动性在不同资本体系之间的互补调节。特别是在企业基本面稳定或政策主题突出的背景下，港股的估值中枢往往高于美股。例如网易、京东在港上市初期，其港股市值一度高于美股定价，短期溢价超过 10%。

图表 35. 部分中概股在港上市一个月后港股对美总市值溢价率

港股名称	港股对美股总市值溢价率	首发上市日期	港股名称	港股对美股总市值溢价率	首发上市日期
新濠博亚娱乐	10.86%	2011-12-07	携程集团-S	5.16%	2021-04-19
百济神州	3.24%	2018-08-08	和黄医药	24.98%	2021-06-30
阿里巴巴-W	10.69%	2019-11-26	小鹏汽车-W	4.12%	2021-07-07
网易-S	21.09%	2020-06-11	理想汽车-W	11.59%	2021-08-12
京东集团-SW	3.27%	2020-06-18	微博-SW	15.35%	2021-12-08
百胜中国	2.61%	2020-09-10	蔚来-SW	11.14%	2022-03-10
再鼎医药	6.06%	2020-09-28	知乎-W	-2.77%	2022-04-22
中通快递-W	3.07%	2020-09-29	贝壳-W	27.70%	2022-05-11
宝尊电商-W	15.86%	2020-09-29	诺亚控股	9.80%	2022-07-13
万国数据-SW	0.85%	2020-11-02	奇富科技-S	11.34%	2022-11-29
百度集团-SW	-0.78%	2021-03-23	BOSS 直聘-W	14.03%	2022-12-22
哔哩哔哩-W	43.57%	2021-03-29	金山云	1.33%	2022-12-30

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券 注：上市一个月市值取一个月最后一个交易日市值进行计算

从表中可见，大多数中概股在港股上市初期相较美股呈现不同程度的估值溢价。其中贝壳、哔哩哔哩、网易等公司溢价明显，说明市场对其商业模式、成长前景或题材热度存在更高估值预期。

进一步看，港股中概股估值溢价的形成还受到投资者结构变化的影响。尽管港股以机构资金为主，但新经济中概股上市后吸引了大量新经济偏好型投资者，包括内地南下散户、港资成长型基金等，其交易活跃度和题材关注度使得企业流动性快速抬升，推动估值中枢上行。此外，部分企业通过员工持股、股份回购等方式积极管理市值，增强市场信心。最后，中长期“政策导向+潜在回 A”预期进一步提升了市场的容忍度和定价弹性。部分市场认为港股是中概股回归 A 股的“中转平台”或“战略后花园”，因此对尚未盈利但具有战略价值的企业（如新能源汽车、数字消费等领域）给予一定程度的市值支撑。

3.3.3 行业趋势与回归公司价值提升的关联

中概股的回归并非孤立的市场行为，其背后映射出资本市场结构性演进与行业周期错位下的估值体系重构逻辑。从理论上讲，企业的市场价值由其未来现金流的贴现决定，但现实中，这一贴现路径高度依赖于市场对行业生命周期、制度环境与风险溢价的动态判断。近年来，中国香港市场在行业结构上正经历由传统地产、金融等旧经济行业向“科技—绿色—消费”三元新格局的重塑，这一转型恰与中概股主力企业的行业分布形成高度重合，为其回归后的价值重估提供了结构性窗口。

图表 36. 中概股回归港股的行业趋势与估值优势

行业	行业演化路径	回归港股的估值与优势
信息技术	多为资本密集型和研发主导型产业链企业，面临“估值偏低+审计摩擦”的双重限制。	通过港交所的定向机制（如 18C 章），实现估值体系切换，从 DCF 模型转为成长导向模型（PS、EV/EBITDA），释放前期被压制的价值空间。
非日常生活消费品	受益于中等收入群体扩大与区域消费升级，本土化程度高、用户粘性强。	港股市场缺乏新零售、新渠道、新品牌类企业，回归后有望补足消费板块短板，引发“成长+消费”双属性估值重估，吸引南向资金和长期资本配置，形成制度套利替代。
金融科技	依赖于制度容纳度与监管明晰度，回归港股后可提升估值逻辑和“技术赋能”逻辑。	在美股受到审查，估值长期处于低谷；港股市场对金融科技的认知度提升，提供更合理的估值锚，提升估值。
资本结构与“双循环”机制	通过港股接入国际资本，利用港股与 A 股的制度“耦合带”提升估值稳定性。	港股作为“价值锚定地”对冲美股政策风险，吸收人民币资产配置红利，实现资本市场产业结构、估值体系、制度承载的三重耦合。

资料来源：中银证券

中概股回归港股的行业趋势主要集中在信息技术、非日常消费品和金融科技等新兴板块。信息技术类企业通常处于资本密集型和研发主导型产业链的上游，面临美股市场的“估值偏低”和“审计摩擦”的双重限制。通过港股的制度优势，如对“尚未盈利但高研发投入”企业的定向机制，这些企业可以实现估值锚点的切换，从传统的 DCF 模型转向 PS 或 EV/EBITDA 等成长导向模型，释放被压制的价值空间。同时，非日常生活消费品类企业，受益于中国中等收入群体扩大和区域消费升级，其回归港股不仅能补充消费板块的短板，还可能引发“成长+消费”双属性估值重估，吸引南向资金。金融科技企业则借助港交所对行业的认可，完成估值逻辑的转换，从“风控怀疑逻辑”转向“技术赋能逻辑”，提升价值中枢。中概股回归港股并不仅是资本市场的地理转移，更通过“双循环”机制实现了产业结构、估值体系与制度承载的三重耦合，提升了企业的估值稳定性和流动性弹性。

行业趋势决定了企业所处的估值逻辑通道，而中国香港市场当前的产业结构重塑与中概股的行业构成之间存在高度重合。在制度匹配度增强、估值体系迁移与结构性资本流动的共同推动下，中概股回归不仅可能带来股价的“价格修复”，更代表其“价值发现逻辑”的根本重建。其本质是企业、行业与资本之间在跨市场、跨制度结构下实现的动态再均衡过程。

3.4 策略总结：构建“中资券商+壳资源”双轮配置组合

在当前资本市场的变动中，基于中概股回归潮的结构性机会，构建“中资券商+壳资源”双轮配置组合，有望在不同阶段抓住投资收益并优化资本配置。

券商抓回归过程收益，壳公司转型迎接估值弹性。中资券商作为回归过程中最直接的受益者，将从中概股的私有化、拆 VIE 结构、A/H 股/CDR 再上市等流程中获得大量投行业务收入。随着中概股回归潮逐步升温，券商将继续深化其跨境投行业务，并且在市场情绪修复期受益于流动性改善。另一方面，壳公司市场带来**转型与估值弹性的机会**。壳公司通常具有低估值、低负债和清晰股权结构的特点，可以进行资产注入和并购重组。壳公司的市场价值将不断被重新评估，投资者能够通过配置优质壳公司，博取其转型后带来的估值提升。

节奏方面券商板块率先启动，壳股后续热度攀升。从市场的变化来看，**券商将是首轮受益者**。在回归的初期阶段，券商将充分受益于承销、融资和跨境咨询等业务的增量，这一阶段加大对券商的配置，抓住市场的初步反弹。而壳公司则通常在市场的中期阶段逐步崭露头角，随着回归的推进，壳公司将迎来转型增值的机会。因此后期适当配置壳公司，重点关注市场中低估，且具备转型潜力的优质壳资源。

配置策略方面重仓主线，跟踪替代。配置上，建议采用“重仓主线，跟踪替代”的策略。即在初期重仓中资券商，充分抓住其在回归过程中的收益机会，后期则逐步转向壳公司市场，尤其是具有较高估值弹性和转型潜力的标的。可以在市场周期不同阶段通过不同配置抓住收益，并灵活调整组合中的标的。通过构建“中资券商+壳资源”的双轮配置组合，投资者能够在不同市场阶段抓住收益，不仅能借力券商板块的跨境红利，还能通过壳资源的重估与转型享受估值提升带来的增值机会。

4 风险提示

1) **政策不确定性大**：中美审计监管合作仍存在反复可能，VIE 结构合法性及数据出境合规问题尚未完全明晰；2) **估值波动风险**：部分企业回归初期可能出现估值溢价，但若基本面不及预期，估值回调风险不容忽视；3) **小市值企业回归难度大**：中小中概股存在融资能力弱、流动性差、治理结构不足等问题，回归意愿与能力双弱；4) **执行成本高、周期长**：私有化及再上市路径涉及结构重组与政策审查，流程复杂，失败风险高；5) **宏观环境变化影响估值**：全球流动性收紧、汇率波动、南向资金流出等外部因素均可能影响回归企业市值表现；6) 测算方式或存在偏误；7) 政策出台具有不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371