清科观察：追溯 30 载海外上市路，中概股将何去何从？

《2020 年全球中概股发展报告》重磅发布

文：清科研究中心　孙玲玉

20 世纪 90 年代以来，随着中国经济发展步伐的加快，企业上市需求增大。但 A 股市场较高的上市门槛、股票发行审核较长的周期、复杂的再融资程序等因素，一批中企，尤其是未盈利中小科技型企业选择赴境外上市，截至目前累计海外上市中企数量突破千家。近年来，我国资本市场改革步伐加速，互联网三巨头引领港股第二上市热，A 股注册制逐步推广试点，A 股多层次资本市场建设更加完善，美股、港股、A 股间的 IPO 规则的差距缩小，A 股更高的市值和市盈率对企业和投资者来说更具吸引力，境内上市迎爆发增长。

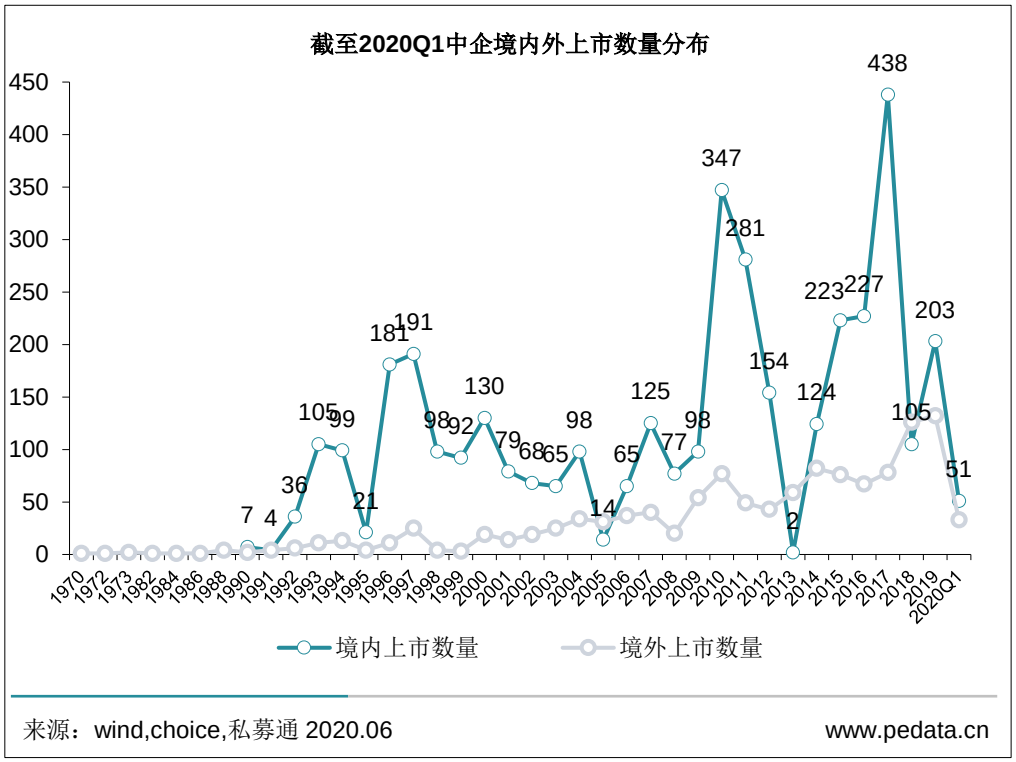
中概股境外上市历经三十载，港、美交易所是中概股主战场

中国企业境外上市的发展历程可追溯到 20 世纪 90 年代。目前，市场一般把中企境外上市阶段划分为三个阶段：大型国企境外上市、互联网企业境外上市、民营企业境外上市。

进入 21 世纪以来，我国的互联网产业开始蓬勃发展，众多急速扩张的互联网公司对于发展资金有着迫切的需求。**2009 年伴随着国际资本市场的逐渐好转，各国经济逐渐复苏，许多国内企业重启境外上市计划，2010 年境外上市企业数量达到了历史峰值，掀起首次境外上市浪潮。**境外上市公司的行业也呈现了多元化的趋势，已基本涵盖了金融、制造业、服务、工业、建筑、科技业和教育等行业。2012 年底，中国证监会发布《关于股份有限公司海外发行股票和上市申报文案及审核程序的监管指引》，废除了中国企业境外上市的诸多条件，简化了审核程序，鼓励了大量中小企业赴境外上市。同时，在国内 A 股关闸的情况下，2012-2014 年中企赴美股、港股上市数量显著增长。2016 年后，A 股市场 IPO 审核速度大幅增长，与此同时，中企境外上市数量反向下滑。**至 2018 年，证监会 IPO 审核明显趋严，境内全年企业上市数量同比下降 72.0%，远低于近年平均水平；与此同时，中企赴境外上市再次迎来小高峰，数量创历史新高。**

根据清科研究中心统计，截至 2020 年 3 月底共有超千家存量中概股于美股及港股市场交易，是同期 A 股上市数量的 31.75%。近年来，A 股市场加快与欧美城市市场实现交易联通，2018 年 12 月启动沪伦通计划，此前已有数家企业于伦交所创业板上市，截至 2020 年 6 月底，共有两家企业通过发行 GDR 方式登录伦交所主板沪伦通板块，分别为华泰证券和中国太保。

图 1 截至 2020Q1 中企境内外上市情况统计

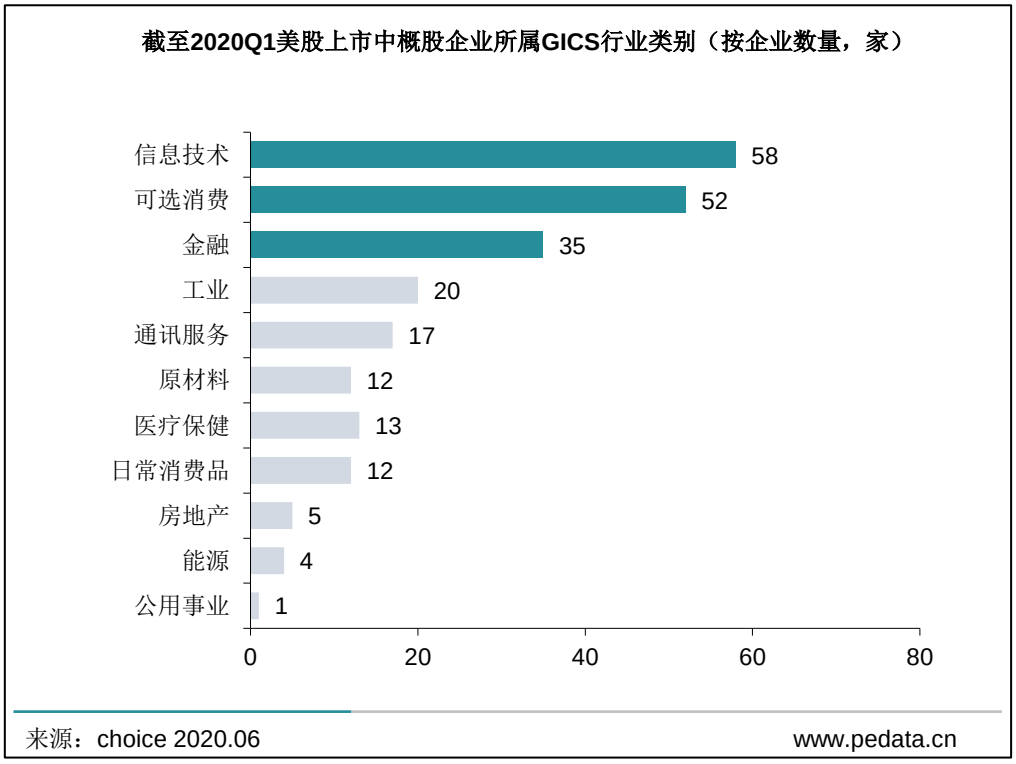


新兴产业偏爱美股市场，港股金融、地产行业表现强劲

根据清科研究中心统计，截至 2020 年第一季度，中企赴美上市数量达到 229 家 1。根据 GICS 行业类别，主要分布在信息技术、可选消费、金融等领域。信息技术领域企业赴美上市始于 2000 年，以新浪、网易、搜狐为代表的第一轮中国互联网企业成功登陆纳斯达克；2014 年，阿里巴巴、微博、陌陌等国内一批知名互联网企业陆续选择赴美上市，企业自身同股不同权的股权架构为主要原因，为维护企业核心团队的控股权不被财务投资者稀释，大多互联网企业均采用同股不同权架构，帮助企业管理团队掌握控股权。传统可选消费行业依托互联网升级改造，创新服务模式，诞生了一大批新型服务公司，紧跟信息技术领域企业步伐，奔赴海外。其中，教育服务类企业占比最大，K12、早教、留学及培训等各路开花，如新东方、好未来、尚德机构、流利说、跟谁学等；其次为零售、旅游等服务类企业，如京东、小牛电动、寺库、携程、华住也纷纷入驻。赴美上市的金融领域中概股企业大多为从事现金贷、网络小贷、P2P 网贷等互联网金融业务的中企，如和信贷、乐信等。对于互联网金融领域中企而言，受到国内政策环境等条件制约，同时为增强品牌效应，拓宽融资渠道，赴美上市成为首选。

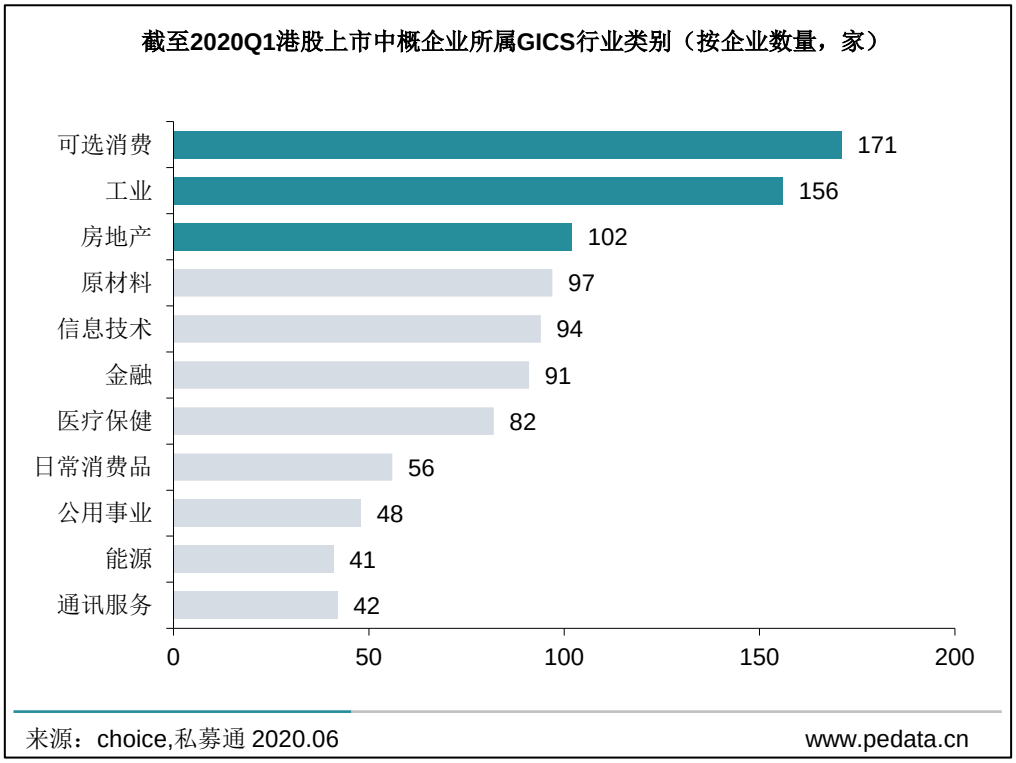
图 2 截至 2020Q1 美股上市中概股所属 GICS 行业类别

[1]统计上市企业范围仅包含现存的上市企业，已退市企业不计算在内。



港股方面，根据清科研究中心统计，截至 2020 年第一季度，中企赴香港上市数量达到 980 家。就历史来看，同赴美上市周期特点相似，受国内严峻的 IPO 市场环境影响，中国企业香港上市数量在 2010 年达到首次高峰；2018 年《新兴及创新产业公司上市制度》落地，“同股不同权”结构的公司以及尚未盈利的生物科技公司受益，如小米集团、平安好医生、华康生物等同年港股上市。**在香港证券交易所上市的香港中概股主要分布在传统产业领域，如可选消费行业中，以传统领域中的汽车制造企业、服饰家居等为主。金融、房地产行业虽然企业数量百家左右，但与第一梯队行业企业相比，其行业垂直度更高，企业盈利能力普遍更强，市值更高，在港股市场的影响力更大。**

图 3 截至 2020Q1 港股上市中概股所属 GICS 行业类别



以 2020 年 3 月 31 日的市值相对上市首日市值的涨幅来看[2]，美股市场中，能源领域的中企市值增幅最高，主要原因是“三桶油”等上市时间较早的大盘国企的强劲带动作用。其次为**医疗保健行业，市值平均涨幅高达 276.2%，反映出市场对于生物医疗、医疗大健康等热门概念的持续看好；而信息技术、可选消费行业由于上市前估值普遍偏高，部分市场热度已提前兑现，故而上市后市值涨幅相对医疗保健较为缓和**，通讯服务行业较高的市值涨幅主要依仗中国联通、中国移动等国内通讯巨头。此外，一些传统行业的美国中概股企业市值表现堪忧，房地产、原材料市值跌幅较大，分别达到 50.8%和 92.8%。**反观港股市场，市值涨幅较高的行业相对偏向一些传统产业领域，港股投资者对于国内很多新模式的新兴产业企业并不十分看好，故而新兴产业的估值在港股市场并不占优势。**

做空机构连番狙击，美股中概股经历两次退市潮

中企境外上市热，在吸引大量投资者重注资本、快速发展的同时，因财务准则不同、商业模式存在争议，且部分企业存在估值虚高、财务数据造假等问题，中概股在国际市场上屡遭质疑，十年间的两次境外上市浪潮都伴随着出现了中概股“做空”危机，最终在因涉嫌违反证券法、股价触及退市标准而被动退市和考虑境外估值低于预期、国内利好政策影响而主动退市的综合作用下，境外中概股同样经历了两轮退市潮。**根据清科研究中心统计，截至 2020 年第一季度，美股中概股退市数量总计 120 家。**

[2]行业市值涨幅=（2020 年 3 月 31 日各行业企业市值总和）/（各行业企业上市首日市值总和）。

2010 年共计约 50 家中概股登陆美股市场，迎来了中概股历史上的上市潮，同时也吸引了做空机构的关注。其中，浑水 2010 年先后做空东方纸业、绿诺国际，使得后者被逼退市，开启了中概股首轮“做空潮”。随后，2011 年中概股境外上市数量几近腰斩并连年下跌，而融资额亦大幅缩水，至 2012 年境外融资额已不足 2010 年融资额的三成。据不完全统计，**此番做空势力洗礼下，最终约有超过 40 家中企以停牌、退市告终，引发了自 2013 年始持续数年的退市潮，中概股集体陷入信任危机。2015 至 2016 年期间达到了中概股私有化退市高峰。**

十年后，中国企业赴境外上市再次迎来小高峰，2018、2019 年均有超 100 家企业赴境外上市，其中美股上市分别为 38 家、32 家。而近年来赴美上市的企业中，又以互联网、新经济企业为主，这里面更是不乏连年亏损的“烧钱”模式企业，无疑成为了做空机构新一轮的“狙击靶”。清科研究中心根据公开信息统计，**2018 年以来市场活跃的做空机构接连针对中概股发布做空报告，浑水、J Capital Research、GMT Research、Citron 等机构合计做空企业超过 40 家，其中 2020 年开年以来被做空的就有 10 余家。**瑞幸咖啡、好未来自曝财务造假无疑给当前的中概股市场来了一记“当头棒喝”，并可能引发更多连锁反应。在当下境内资本市场更加多元化、国际政治经济局势更加动荡的大环境下，网易、京东等中概股巨头已通过第二上市登陆港股市场，以应对境外资本市场的不确定变化，中概股回归的号角再次吹响。

图 4 做空机构常见质疑及案例



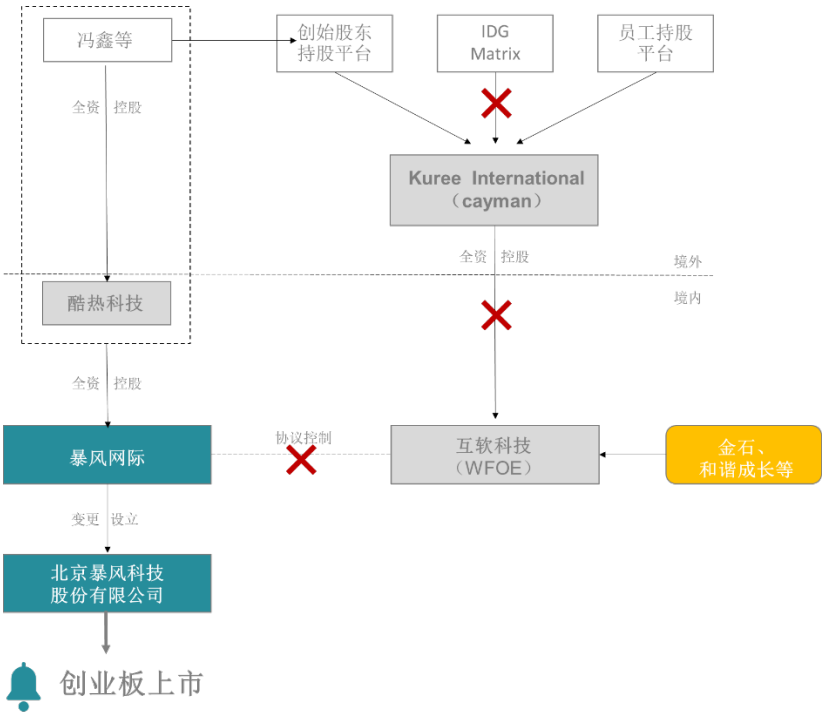
资本市场呈现愈加开放之势，中概股三大回归路径打通

近年来，经济全球化背景下，各地资本市场均呈现更加开放之势，这其中就包含境内和香港资本市场。自 2016 年前后中概股首轮“回归”潮至今，中概股“回归”路径逐渐清晰，主要有三类：**拆除红筹架构重新整理后 A 股上市，保留红筹架构境内二次上市，以及美股中概股赴港第二上市。**

- **拆除红筹架构重新整理后 A 股上市**

2016 年前后的中概股回归潮中，最为常见的回国上市方式为私有化，即通过回购外部股东持有股份实现私有化，停止在境外交易所的公开发行，并拆除可能存在的 VIE 架构，然后回到国内通过常规 IPO 发行审查或借壳的方式实现上市流通，即“私有化退市——解除红筹结构——A 股重启上市”三部曲。与此同时，随同中概股拆红筹架构谋求境内上市的，不乏未上市的红筹企业，如百姓网、暴风集团。**近些年，随着国内资本市场的不断完善，A 股较高的市盈率对中概股更具吸引力，部分中概股沿用私有化回 A 的路径，如医疗器械类老牌企业迈瑞医疗纽约主板退市后，转战创业板上市等。**

图 5 暴风影音拆除 VIE 过程



来源：暴风集团招股说明书，清科研究中心整理 2020.06

- **保留红筹架构境内上市**

2018 年 3 月 30 日，证监会发布《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》（以下简称《试点意见》），试点对象包含已在境外上市的大型红筹企业、尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业），主要从指导思想、试点原则、试点企业、试点方式、发行条件、制度安排以及监管层面对 CDR 的发行作出纲领性指导。2020 年 4 月 30 日，证监会进一步落实《试点意见》，为有意愿在境内主板、中小板、创业板和科创板上市的创新试点红筹企业提供路径，促进创新创业，提高上市公司质量，发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（以下简称《试点公告》），**放宽境外上市红筹企业的市值要求，明确了 VIE 架构红筹企业发行上市的审核主体，针对尚未境外上市红筹企业申请在境内上市的，要求申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，为存量老股减持预留了空间。**

以 2020 年 3 月 31 日市值计，已在境外上市的红筹企业中，共有 9 家企业市值超过 2000 亿人民币，可以红筹架构企业形式直接在 A 股上市；此外有近 30 家美股中概股、30 家港股中概股市值达到 200 亿人民币，若能同时满足拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中出于相对优势地位，按照《试点公告》，也同样能够达到 A 股上市要求。

表 1 截至 2020 年 6 月 30 日市值 2000 亿以上的已上市红筹企业列表

企业简称	所属清科行业	首发上市日	交易所名称	总市值（人民币亿元）2020 年 6 月 30 日
阿里巴巴	互联网	2014-09-19	纽约证券交易所	40,966.47
拼多多	互联网	2018-07-26	纳斯达克交易所	7,278.03
京东	互联网	2014-05-22	纳斯达克交易所	6,583.17
网易	互联网	2000-06-30	纳斯达克交易所	4,201.14
百度	互联网	2005-08-05	纳斯达克交易所	2,925.39
好未来	教育与培训	2010-10-20	纽约证券交易所	2,906.16
中通快递	物流	2016-10-27	纽约证券交易所	2,037.25
腾讯控股	互联网	2004-06-16	香港交易所	43,511.25
美团点评-W	互联网	2018-09-20	香港交易所	9,191.31
小米集团-W	IT	2018-07-09	香港交易所	2,823.70
中国海外发展	房地产	1992-08-20	香港交易所	2,346.75

来源：choice，清科研究中心整理 2020.06

- **美股中概股赴港第二上市**

2018 年港交所发布《新兴及创新产业公司上市制度》（以下简称《上市新政》），针对同股不同权的企业开放了上市通道，同时明确支持美股中概股在港股第二上市。以 2020 年 6 月 30 日美股市值替代港股上市的预期市值，最近一个经审计会计年度的收益以 2019 年度营业收入计，**截至 2020 年上半年，符合港股第二上市条件的美股中概股共有 28 家，截止报告发布，已有三家完成港股首发上市。**

表 2 截至 2020 年 6 月 30 日符合港股第二上市的美股中概股

企业简称	所属清科行业	美股上市日	港股上市日	总市值（亿港元）2020 年 6 月 30 日	营业收入（亿港元）2019 年年报合并报表
阿里巴巴	互联网	2014-09-19	2019-11-26	44848.56	5578.54
京东	互联网	2014-05-22	2019-06-18	7207.01	6440.07
网易	互联网	2000-06-30	2019-06-11	4599.25	661.34
百度	互联网	2005-08-05	/	3202.61	1199.10
好未来	教育与培训	2010-10-20	/	3181.56	255.21
中通快递	物流	2016-10-27	/	2230.31	246.82
新东方	教育与培训	2006-09-07	/	1599.07	——

携程	互联网	2003-12-09	/	1191.42	398.16
百济神州	生物技术/医疗健康	2016-02-03	/	1140.28	33.35
唯品会	互联网	2012-03-23	/	1037.61	1038.14
万国数据	IT	2016-11-02	/	938.77	46.02
华住	连锁与零售	2010-03-26	/	806.34	125.16
汽车之家	互联网	2013-12-11	/	695.90	94.00
58 同城	互联网	2013-10-31	/	626.52	173.89
微博	互联网	2014-04-17	/	589.34	137.60
欢聚时代	互联网	2012-11-21	/	540.24	285.52
再鼎医药	生物技术/医疗健康	2017-09-20	/	475.34	1.01
百世	物流	2017-09-20	/	129.57	392.68
陌陌	电信及增值业务	2014-12-11	/	282.75	189.95
新浪	互联网	2000-04-13	/	181.97	168.45
乐信	金融	2017-12-21	/	149.14	118.37
搜狗	互联网	2017-11-09	/	124.15	91.29
宝尊电商	IT	2015-05-21	/	187.82	81.25
前程无忧	互联网	2004-09-29	/	372.25	44.65
世纪互联	IT	2011-04-21	/	208.89	42.30
泛华金控	金融	2007-10-31	/	104.98	41.37
泰邦生物	生物技术/医疗健康	2009-12-02	/	304.74	39.23
诺亚财富	金融	2010-11-10	/	121.67	37.86

来源：choice，清科研究中心整理 2020.06

全球局势动荡叠加境内利好政策，中概股回归提速

自 2010 年中概股做空潮后，关于跨境审计合作问题便已纳入中美战略和经济对话。根据公开信息，截至 2019 年，中国证监会已与 60 余个国家和地区的证券期货监管机构建立了跨境监管与执法合作机制，在跨境合作问题上，我国监管部门一直在持续有力的推进，力求共同打击跨境违法违规行为，保护各国投资者合法利益。**2013 年，中国证监会和财政部与 PCAOB 签订执法合作协议，正式开展审计执法合作，但跨国审计监管的纠纷远不能止步于此，主权和保密问题在实践中仍然是难以协调的矛盾。**

随着疫情引起的经济影响和动荡，保护投资者的需求变得更加重要。特别是在世界两大经济体之间政治经济局势如此紧张的当下，金融关系在一定程度上也受到影响。5 月 21 日，美国纳斯达克证实，关于修订上市规则的提议已经提交 SEC，目前处于等待批准状态。修订规则包含三个方面：公司的审计质量、审计机构资格，特定区域公司，特定公司管理层。其中要求，来自限制性市场的拟上市公司最低募资额为 2500 万美元，或者是最低募资额达到发行完毕后公司上市市值的四分之一。**根据 choice 和清科研究中心统计，截至 2020 年第一季度，披露首发募资额的 179 支美股上市中概股中，仅 139 家达到新的上市要求，换言**

之，上市新规则下超 2 成的企业不达门槛标准。

反观国内，资本市场改革提速。首先，境内市场上市条件放宽，放宽境外上市红筹企业于境内二次上市的市值要求，兼顾考虑企业的先进技术、科创能力和竞争优势；科创板上市弱化盈利要求。其次，境内资本市场更加开放，营商环境更优化，投资者主体更多元化，《中华人民共和国外商投资法》自 2020 年 1 月 1 日起正式实施，为外资关注的市场准入、促进保护等问题提供了法律依据，外商准入负面清单发布，外商准入放宽，外企来华投资热情高涨。依据世界银行发布的《2020 年营商环境报告》，我国营商环境全球排名上升至 31 名，较去年上升 15 名，较前年上升 47 名。再次，随着注册制在科创板的试点与推行，以及《创业板改革并试点注册制总体实施方案》审议通过，创业板注册制改革即将落地，注册制将在 A 股全面铺开，上市周期明显缩短的同时可控性也随之提高。

A 股多层次资本市场建设更加完善，美股、港股、A 股间的 IPO 规则的差距缩小，而 A 股有更高的市值和市盈率，对企业和投资者来说将更具吸引力，境内上市或迎爆发增长。同时，随着港交所持续推进上市制度改革，叠加中资企业赴美上市受到越来越严格的审核以及 H 股“全流通”全面落地推开等因素，将有更多中概股回归港股市场，以及更多中企赴港上市。未来多地上市将会成为中概股全面协同发展的一大趋势，境内也必将秉承更加开放包容的态度，完善中概股相关政策，中概股回归的路径也将更加通畅，国内市场的核心资产池迎来扩容，行业结构将更加完善。