

两地上市催生新机遇 A股H股“双赢”渐入佳境

证券时报记者 马静 王蕊

“A+H”双重上市正渐入佳境。在中国资产重估、港股流动性改善、企业出海等多重动力助推下,越来越多A股优质企业赴港上市,吸引着众多国际长线资金捧场、超额认购,推动AH股折价溢价。与此同时,港股市场也正因这波热潮悄然生变——新经济行业市值占比提升、增量资金持续涌入、估值中枢上移。有观点认为,A股优质核心资产的估值也有望借“港”修复。

从折价惯性到溢价信心

过去一周(5月19日~5月23日),港股市场不可谓不热闹。先有新能源龙头企业宁德时代刷新过去四年香港最大首次公开发行(IPO)的纪录,后有创新药龙头恒瑞医药成为近五年港股医药板块最大IPO。这两家企业虽然处于不同赛道,但市场表现呈现相似特征——价格定价、超额认购、国际投资者热捧、新股赚钱效应显著。

具体来看,宁德时代263港元/股的发行定价,对应定价日(5月15日)前20个交易日A股平均收盘价甚至溢价了2.8%,但国际发售阶段仍吸引了428名专业投资者进场,实现了15.17倍的认购额;恒瑞医药亦是顶格定价,并在国际发售部分获得了204名投资者共17.09倍的超额认购。

中金公司投资银行部执行负责人许佳对证券时报记者表示,中金作为宁德时代项目的联席保荐人,在国际配售锚定投资者方面,收到了大量国际主权基金、长线基金、多策略基金的优质订单,合计金额超500亿美元,订单覆盖倍数超过30倍,体现了国际市场对中国优质资产的高度认可。

见微知著。透过宁德时代、恒瑞医药的亮眼认购成绩,安永大中华区上市服务主管合伙人何兆烽告诉证券时报记者,近期港股市场的种种表现显示,对于那些具有核心竞争力和行业领先地位的公司,港股投资者给予了更高的估值溢价,愿意以更高的价格参与这类优质资产的认购。

“港股市场历来存在一定的AH股折价现象,但近期部分公司的上市打破了这一惯性。这也反映,在当前市场环境,优质公司的H股定价与A股之间的价差正在缩小,港股市场对优质资产的定价更加独立和乐观,开始掌握一定的外资定价权。”何兆烽称。

何兆烽还提到,由于港股市场拥有国际化的投资者结构,能更准确地评估公司海外业务潜力和全球化战略布局价值。针对宁德时代和恒瑞医药等公司的估值,不仅反映了其国内业务的价值,还包含了对其海外业务拓展的预期。事实上,从比亚迪到宁德时代,目前港股估值高于A股的两地上市企业都表现出了同一特征——由于海外业务规模和知名度都相当可观,国

港股募资迎绝佳窗口 企业需讲好出海故事

证券时报记者 王蕊 马静

伴随港股新股市场逐渐复苏,新一轮浩浩荡荡的中资企业出海浪潮日渐成型。从布鲁可到蜜雪集团,大消费赛道的爆发带来一场又一场的认购狂欢;从宁德时代到恒瑞医药,国际机构竞相追捧行业龙头,唱响了中资企业在海外路线中拔锚起航的壮歌。然而,盛景之下,什么样的企业更适合登陆港股,中国企业又该如何讲好属于自己的出海故事?

港股募资正值绝佳窗口

中金公司资本市场部负责人从晖告诉证券时报记者,当下内地企业赴港上市意愿增强,一方面是由于越来越多优质A股公司在推行海外发展战略,在H股上市对其开展海外并购、拓展业务起到关键作用;另一方面受益于港股的良好表现和流动性提升,H股较A股的平均折扣率从去年年初的接近40%下降到了目前的30%左右,A+H上市迎来了更好的市场发行窗口。

“二次上市去欧洲还是去中国香港,在几年前尚且是一个选择题,但现在几乎所有的公司都意识到了香港市场的优势。”瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹强调,当前国内制造业优势凸显,企业要往外



2025年4月以来AH股溢价(HSAHP)走势一览

已递表港交所的A股公司一览

证券简称	备案状态	所属细分行业
牧原股份	已接收	食品加工与肉类
三一重工	已接收	建筑机械与重型卡车
晶澳科技	已接收	光伏设备
三只松鼠	已接收	食品零售
赛力斯	已接收	汽车制造
广和通	已接收	通信设备
剑桥科技	已接收	通信设备
安井食品	完成备案	食品加工与肉类
中伟股份	已接收	特种化工
和辉光电	已接收	电子元件
东鹏饮料	补充材料	软饮料
纳芯微	已接收	集成电路
三花智控	完成备案	工业机械
南华期货	已接收	投资银行业与经纪业
海天味业	完成备案	食品加工与肉类
江波龙	补充材料	电脑硬件、储存设备及电脑周边
蓝思科技	补充材料	电子元件
天岳先进	补充材料	半导体材料与设备
先导智能	补充材料	工业机械
均胜电子	补充材料	汽车零部件与设备
峰岬科技	补充材料	集成电路
迈威生物	补充材料	西药
百利天恒	完成备案	西药
康乐卫士	完成备案	生物科技

数据来源:Wind 马静 王蕊/制表 图虫创意/供图

际化定价逻辑逐渐凸显。

A+H料成港股IPO主角

当前,港股IPO待发项目储备相当丰富。Wind数据显示,截至5月29日,共有156家交表企业,广泛分布在医疗、消费、TMT(科技、媒体和通信)等多个行业赛道,其中包括了众多的A to H(A股上市公司赴港两地上市,下同)项目。此外,至少已有23家A股上市公司递交申请港交所上市,20家尚未递交,但已公告筹划发行H股并在港交所上市,规模均已超过上年同期。其中,不乏海天味业、三一重工、晶澳科技等行业龙头。

多位受访人士认为,会有越来越多的优质A股企业赴港上市。许佳提到,在当前A+H两地上市升温的背景下,宁德时代这一行业龙头在香港上市具有示范效应,或有可能带动A股其他企业赴港上市,尤其是计划推行国际化战略、需要构建全球化资本运作平台、渴望提升国际知名度的企业,会将宁德时代的成功上市视为可借鉴范例,跟随脚步踏上港股上市之路。

“其实,我们在去年年底就隐约察觉到这股潮流,今年这一趋势更加显性了,几乎所有板块的龙头企业都在做这件事。”瑞银全球投资银行部中国股票资本市场主管胡凌寒在接受证券时报记者采访时表示,在目前的A to H项目中,很多是体量相当大的企业,行业分布也越发多元。譬如,宁德时代属于新能源行业,恒瑞医药是医疗健康企业,东鹏饮料来自消费行业,5月28日公告拟港股上市的韦尔股份则是半导体龙头。

在剖析本轮中资企业赴港上市与此前

有何不同时,瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹指出,对于当下的港股而言,未上市企业确实会在IPO中占据一定比例,但新股市场大头应当还是A to H公司,且基于目前的审批节奏,这波项目潮应当可以持续相当一段时间。“A股真的积累了大量优秀的上市公司,现在他们都会想赴港上市。”她说。

朱正芹进一步阐述,A to H公司的集中到来,影响可能更加深远。中国的经济体量足够大,创新也足够多,每隔一段时间都会有一茬企业冒出来陆续上市。当相关产业链足够大以后,子公司的分拆又将带来新的IPO储备资源,比如此前的腾讯、京东、阿里等。如今港股增发的便利性也很高,中国证监会已简化了企业境外再融资的流程,实行事后备案制度,可以预见港股的再融资制度也将愈发活跃。

港股估值中枢或整体上移

“去年9月底以来,国际资金对港股市场的配置比例有非常明显的提升,且相对更加青睐科技、消费、新能源、医药等新经济领域的新股。”中金公司资本市场部负责人从晖认为,随着更多A股公司赴港上市,港股市场的行业结构或许会更加向新经济领域倾斜,新经济行业的市值占比预计会进一步提升。

香港财政司司长陈茂波也在5月28日的公开发言中透露,得益于中概股陆续回流、内地科企来港集筹等市场生态的变化,新经济公司在港股的数目占比从2018年的1.3%增加至今年4月的约14%,市值占比也由2.8%上升至约28%。

在丰富港股生态的同时,A+H两地上市

热潮也将从流动性、估值水平等方面带来积极影响。何兆烽称,一方面,新股会吸引更多投资者参与港股交易,这些新股在上市初期往往有较高的关注度和交易热情,能进一步推升市场活跃度;另一方面,新股会吸引国际投资者等多类资金参与认购,特别是一些优质稀缺资产,更容易引发市场抢筹,带来大量资金流入。后期,这些A+H股公司被纳入港股通,也会带来更多增量资金。

招商证券首席策略分析师张夏也表示,2024年12月以来港股表现强劲,AH溢价整体下行,恒生AH溢价指数创阶段新低。随着A股价格与H股价格差距不断缩小,药明康德、招商银行、比亚迪、宁德时代等出现了AH股倒挂现象。在此背景下,企业赴港上市掀起一波热潮,中国资产重估带动港股流动性明显改善。往后再看,美元趋势已成,人民币持续走强,中国核心资产有望继续受到追捧。

中信证券策略团队则提到,赴港上市的A股优质核心资产有望重新校正估值,带动A股股价同步修复。他们研究发现,A股公司在披露赴港上市计划后,A股股价普遍出现了调整,但港股临近上市或上市后基本出现了比较明显的上涨。

该团队认为,目前A股市场缺少一股外力来重塑定价体系,类似于2017年外资通过陆股通持续流入A股。当前最大的催化可能是外资针对核心资产在港股实现定价,并成为A股核心资产新的定价锚,吸引国内机构投资者重新重视对核心资产的定价。配合公募新规落地、保险资金持续增配以及外资的回流,可能共同推动A股的风格逐步从小票和题材轮动转向核心资产估值修复。

敞开心怀,吸纳更多科技企业。今年5月,香港证监会和香港联交所联合宣布推出“科企专线”,进一步便利特专科技公司及生物科技公司申请上市,这也是香港资本市场近年来诸多改革的一个侧影。

朱正芹指出,港股市场正在从过去的一次性融资,向着更加积极的市值管理、资本市场整体筹划等方向努力。通过种种创新尝试,港股生态同美股的差距正进一步缩小,也在一定程度更加便利国际“玩家”入场。

安永大中华区上市服务主管合伙人何兆烽指出,选择合适的发行时机至关重要,当前港股市场对优质资产的追捧热度较高,市场环境相对有利。拟上市公司应密切关注市场动态,结合自身情况,抓住市场机遇,合理安排上市时间,以实现最佳的融资效果。在发行定价方面,应综合考虑自身的价值和市场需求,制定合理的价格区间。

何兆烽还建议,拟上市公司应充分挖掘自身的核心竞争力和独特价值,突出在行业中的领先地位、技术优势、市场份额以及未来增长潜力等方面的优势,向投资者传递清晰明确的价值定位,争取更高的发行估值。比如,宁德时代通过“技术迭代+全球化产能+零碳生态”的复合叙事,跳出传统制造业周期逻辑,被资本视为“科技+能源”赛道代表。

Wind数据显示,2025年港股已迎来27只新股,其中7只上市首日收盘价低于发行价,破发率为26%。而去年同期,有19家公司在港股上市,破发率则为32%。同时,前述27只新股中有10只上市首日涨幅超过20%，“大肉签”之首映恩生物甚至收涨116.7%，不计手续费，中签一手可赚超一万元人民币。

新股表现向好，也吸引着散户积极参与港股打新。5月以来，过半IPO项目的认购倍数超过50倍，宁德时代、蜜雪集团等热门股甚至在百倍以上。投资者小林告诉证券时报记者，随着2024年港股IPO项目多起来，且上市公司质地不错，她又开始频繁参与港股打新，但“中签率明显降低了”。2025年，小林共参与9只新股申购，但只中签了绿茶集团和古茗，哪怕融资10倍认购最终仍与宁德时代失之交臂。

数据显示，今年港股打新中签的难度确实较上年有所提升。上述27只新股中，除借壳SPAC上市的找钢集团，有9只新股中签一手中签率在10%及以下。在此背景下，宁德时代港股IPO的特殊招股架构也引发了一轮有关“散户失权”的讨论。

在港股，由于回拨机制的存在，通常大热的新股会对散户进行一定程度的倾斜，以提高散户的配股率。不过，此次宁德时代却向港交所申请豁免回拨机制，确保散户认购部分固定为7.5%，机构投资者则吃到了超过九成的“蛋糕”。

需要注意的是，宁德时代的决定并不是个例，港交所正在系统性降低散户在打新过程中的影响力。今年2月，港交所集团行政总裁陈湖庭在解读港股新股定价改革建议时提到，提高分配给建簿配售部分的新股比例，是为了让最有议价能力的买方与卖方进行充分博弈，让新股的价格最大限度地反映市场需求，尽可能降低新股上市后的价格波动，避免股价大起大落。

瑞银全球投资银行部亚洲区副主席朱正芹对这一观点表示赞同。在她看来，新股面向公众的配售比例过高，可能会对后市表现形成卖压，小盘股承压相对更加明显。而机构投资者相对更成熟、持股更长期，可发挥稳定器的作用，减小新股的后市波动。

安永大中华区上市服务主管合伙人何兆烽亦提到，机构投资者提供的稳定且较大规模的资金支持，与企业的融资需求和战略规划更为契合。一些企业为了避免上市过程中受到过多散户投资者的影响，也会倾向于选择机构主导的发行模式。

据他判断，港股市场中机构投资者本身占比较大，港交所的相关政策调整会一定程度上加剧市场结构向机构倾斜。而散户目前仍是市场活跃度和流动性的主要来源之一，当这部分投资者参与度降低，或许会对市场活跃度带来潜在不利影响。

近日，香港华诚证券主席李细燕也撰文指出，大多数A+H股均为H股相比A股折价，但宁德时代这样融资规模巨大的标的却反而溢价，正是资源过度集中于大户的结果，未尝不是一种错误定价。她认为，筹码过分集中于大户，不仅对散户不公平，也可能存在股价波动风险，建议在肯定机构投资者对股价起稳定作用的同时，平衡好散户利益。

港股打新机制起变化 引发「散户失权」讨论

证券时报记者 马静 王蕊