

港股连演“母公司退市+子公司上市”传统巨头借“腾笼换鸟”转型升级

证券时报记者 王军

近来,港股市场陆续上演“母公司退市+子公司独立上市”的资本运作大戏。这一模式被市场形象地称为“腾笼换鸟”,正成为部分传统企业向新能源、科技领域转型的关键资本路径。

港股“腾笼换鸟”兴起

1月28日,中国证监会发布《关于岚图汽车科技股份有限公司境外发行上市备案通知书》,岚图汽车以介绍方式在香港联合交易所上市获证监会备案。

此前的2025年8月,东风集团股份曾公告称,子公司岚图汽车将以介绍上市方式登陆港股,东风集团股份同步完成私有化退市。本次交易采用“股权分派+吸收合并”的组合模式,两大核心环节互为前提、同步推进。

同样采用“腾笼换鸟”模式的还有创维集团。今年1月20日,创维集团发布公告,公司将分拆创维光伏,并申请以介绍方式在联交所主板上市,原有的创维集团将通过股份回购撤销上市地位。

创维光伏上市的主要机制,是以实物分派方式将公司所持有的所有创维光伏股份分派予登记在册的全体股东。在本次股份回购计划实施前,所有登记在册的股东持有的每股创维集团股份将获得约0.37股创维光伏股份。股份回购过程中,股东可选择每股获得4.03港元现金,或换取1股私有化后的新股份。

更广泛地看,港股市场的分拆上市案例更为常见。近期,舜宇光学科技计划分拆车载光学业务,阿里巴巴亦被考虑分拆芯片子公司平头哥。无论是分拆还是“母退子上”,其共同逻辑都是为企业的新兴业务打造独立的融资与发展平台。

业内人士指出,分拆上市的优势在于能够为企业提供独立的融资平台,助力子



图虫创意/供图

- 选择“腾笼换鸟”模式的直接动因,是传统业务在港股市场的严重估值折价。
- 另一个重要因素在于,港股市场对新业务往往具有估值溢价,通过将新业务上市,可以为传统企业拓宽融资渠道,并实现战略转型。
- 子公司独立上市后,可以更加灵活地实施股权激励计划,吸引和留住优秀人才。

公司快速成长,同时提升母公司的整体估值。近年来,随着科技、生物医药等新兴产业的崛起,分拆上市成为这些行业企业拓展融资渠道、提升品牌影响力的关键手段。同时,“腾笼换鸟”模式也有望在更多企业中得到应用,成为破解传统估值困境、推动企业战略转型的重要手段。

多因素驱动下的转型

选择“腾笼换鸟”模式的直接动因,是传统业务在港股市场的严重估值折价。

东风集团股份与创维集团这两家公司选择私有化退市,一个重要的背景因素在于,它们在港股市场的估值显著低于行业平均水平,这一估值落差成为推动其资本运作决策的关键考虑。数据显示,私有化方案公布前,东风集团股份在港股市场的市净率仅为0.33倍,显著低于汽车行业平均水平;创维集团的市净率也只有0.56倍,相对行业平均水平明显偏低。

在公告中,两家公司均提到,当前市场估值未能充分反映公司资产内在价值,

同时估值低估阻碍了公司因新业务布局所需要的资本迫切需求。

华辉创富投资总经理袁华明向证券时报记者表示,港股上市公司“腾笼换鸟”操作是一些依托传统业务底盘,孵化出高成长性业务单元大型集团企业的“进阶”选择。当上市母公司的传统业务估值极低时,大股东才有动力承担私有化成本,并将市场认可的新业务单独推向高估值市场。

传统汽车企业和家电企业选择“腾笼换鸟”模式的另一个重要因素在于,港股市场对新业务往往具有估值溢价,通过将新业务上市,可以为传统企业拓宽融资渠道,并实现战略转型。

比如,东风集团股份在公告中提到,本次交易完成后,东风集团股份将实现整体退市,岚图汽车作为集团内的最优质新能源资产将实现单独上市,有利于东风公司集中力量发展新能源汽车产业,整合优质资源向战略性新兴产业集中。

安爵资产董事长刘岩向证券时报记者表示,港股市场的“母公司退市+子公司

独立上市”这类“腾笼换鸟”模式,往往是以战略转型为核心,避免传统业务拖累整体估值,帮助企业实现价值重估、资源聚焦并拓宽融资渠道。

此外,人才激励亦是企业在战略布局中不容忽视的关键考量因素。融智投资基金经理兼高级研究员包金刚认为,子公司独立上市后,可以更加灵活地实施股权激励计划,吸引和留住优秀人才,尤其是对于科技创新型企业来说,股权激励是吸引高端人才和核心技术团队的重要手段之一,有助于提升子公司的创新能力和核心竞争力。

为传统行业提供示范

港股上市公司“腾笼换鸟”不仅仅是一种资本运作方式,更重要的是为传统企业的战略转型提供了可操作、可复制的路径示范。

香港博资本国际总裁温天纳接受证券时报记者采访时指出,在战略规划层面,“腾笼换鸟”这一模式有助于企业更清晰地梳理主业与新业务的边界。通过将成长性、技术属性更强的新业务独立出来,企业可以更加聚焦资源配置,避免新旧业务在组织架构、资本投入和管理目标上的相互掣肘,从而明确转型的核心方向和阶段性目标。

“母退子上”能够加速新业务的市场化进程。“独立上市后,新业务拥有更加匹配自身发展阶段的融资平台和估值体系,有利于引入长期资金、优化激励机制,也能通过市场定价机制,持续检验转型方向是否符合产业趋势和投资者预期。”温天纳说道。

值得一提的是,“腾笼换鸟”这一模式对传统企业内部治理具有积极示范意义。温天纳认为,通过分拆上市,企业在战略上实现“分类管理、差异发展”,既保留成熟业务的稳定现金流,又为新业务创造更灵活的决策空间,有助于形成更清晰的长期发展路径。

并购不断 安踏能否改变「双巨头垄断」格局

1月27日,中国体育用品巨头安踏集团宣布以15亿欧元(约合122.8亿元人民币)收购德国百年运动品牌彪马(PUMA)29.06%的股权,成为其最大单一股东。

从2009年收购斐乐(FILA)到2019年收购亚玛芬体育(旗下拥有始祖鸟等品牌),再到2026年出手彪马,安踏的“买买买”模式愈发进入深水區。

更为关键的是,彪马这一品牌的地位与此前收购的其他品牌完全不可同日而语,它是全球市场中少数几个能够直接挑战耐克和阿迪达斯的国际运动品牌,安踏能否借助“买买买”模式改变“双巨头垄断”格局,或将系于收购彪马一事。

买品牌像“超市扫货”

安踏的“买买买”模式还要回溯至2009年。那一年,安踏以3.32亿元的价格从百丽国际的手中收购了当时已经接近边缘化的意大利百年品牌斐乐在大中华区的商标所有权及运营权。当时,斐乐财务数据上很不好看,但品牌记忆还在,品牌在国内没有被破坏。

在接手斐乐后,安踏决定“重塑品牌”,从门店选址、形象重构到团队重建、商品规划,全面自营、深度转型。斐乐2024年的营收高达约266.3亿元,占到安踏集团收入的三分之一以上,更是集团“利润奶牛”。

此后在2019年,安踏以46.6亿欧元的价格牵头腾讯、方源资本、Anamered Investments等组成财团,完成了对全球高端体育品牌集团亚玛芬体育的收购。除斐乐以及亚玛芬旗下的始祖鸟等品牌外,安踏还拿下了迪桑纳、可隆、狼爪、玛伊娅等众多品牌,有业内人士形容安踏就像是在“超市扫货”。

人主彪马,或将成为安踏“买买买”模式的巅峰之作。极致零售研究院(SRI)院长王晓锋告诉证券时报记者,安踏人主彪马的意义在于正从“中国领先”迈向“全球掌控”。“这不仅是一次资本层面的收购,更是中国运动品牌正式打破耐克与阿迪达斯‘双巨头’垄断、重塑全球体育用品行业格局的里程碑事件。通过获得彪马这一欧洲传统巨头的实质性控制权,安踏标志着全球体育资产配置重心向中国倾斜,使其从单一区域市场参与者跃升为全球资源的顶级操盘手。”

“相对于此前收购的其他一些较为小众的品牌而言,彪马将是安踏实现全球化的重要抓手。因为彪马是和耐克、阿迪达斯在一个层级的企业,哪怕始祖鸟在中国卖得再贵再成功,都不可能跟彪马的意义相当,因为安踏是要和耐克、阿迪达斯直接比拼的。只有收购彪马并最终实现完美整合,才能说明安踏真正踏入了全球化的深水區。”鞋服行业品牌战略咨询专家、上海良栖品牌管理有限公司创始人程伟雄说。

“逆势抄底”考验整合能力

“本次收购彪马,安踏是想复制‘买人困境资产+输入中国动能’模式,利用安踏供应链优势修复标的盈利能力,复刻FILA与始祖鸟的增长神话。但不同于始祖鸟的高端轻奢属性,彪马是直接在千元以下大众市场与耐克、阿迪达斯肉搏的品牌,这意味着竞争强度将呈几何倍数增长。”王晓锋说。

多年来,全球运动服饰市场由耐克和阿迪达斯牢牢主导,彪马虽为第二梯队“领头羊”,但体量远逊于前两者。彪马曾是仅次于耐克、阿迪达斯的全球第三大运动品牌,但近些年遭遇发展困境,第三的席位已被lululemon取代。

财务上,彪马当前的表现也并不乐观。2024年和2025年前三季度的销售额分别为88.17亿欧元和59.74亿欧元,其间分别录得净利润2.82亿欧元和净亏损3.09亿欧元。而本次安踏的收购价格为每股普通股35欧元,相较于彪马1月26日21.63欧元的收盘溢价约62%。

安踏公告显示,收购彪马股权的交易有望于2026年底前完成,但仍需要得到相关监管部门批准及满足惯例交割条件。在王晓锋看来,安踏人主彪马是精准布局的“战术性抄底”,但在全球博弈中也需要承担挑战与风险。

同时,安踏的收购不可避免会遭遇一些风险,也极为考验安踏的整合能力。虽然安踏表态称,将充分尊重彪马的管理文化,以及彪马作为德国上市公司的独立治理架构,但王晓锋认为,安踏首先需应对中德管理文化差异及德国管理层的战略接受度。其次,在欧洲市场,“中国股东”标签可能引发品牌稀释隐忧,竞争对手(如阿迪达斯)已借此发动“本土化”营销攻势。最后,安踏需在24—36个月内扭亏盈利,若欧洲宏观经济持续下行,可能面临报表受损与估值“双杀”的局面。

“安踏之前主要是在收购海外品牌后在中国市场运营成效显著,但收购海外品牌后能否在海外市场继续成功,即中国经验能否成功复制到海外市场,还需要进一步验证。”程伟雄说。

中国品牌仍任重道远

“从全球品牌来看,虽然很多中国品牌都在讲走出去,但在鞋服领域,中高端品牌依然还是以国际品牌为主,中国品牌走出去还需要一个长期的积累过程。”程伟雄说。

对于全球化路径,安踏向证券时报记者提供的一份资料显示,安踏集团将其全球化分为三步走:第一步,是“在中国做好国际品牌”;第二步,是“走出去经营全球品牌”;第三步,是“让中国的安踏品牌走出去”,做世界的安踏。按目前的进程来看,安踏正走在第二步。

在王晓锋看来,安踏要实现从“在中国做好国际品牌”向“让中国品牌走向世界”的跃迁,本质是从“世界工厂”向“世界品牌”话语权的争夺。目前,这一征途仍面临硬挑战与三大关键障碍。一是品牌价值与溢价天花板:安踏仍处于“性价比”阶梯,在北美等高端市场面临溢价瓶颈。安踏要在耐克的大本营(北美)卖出高溢价,需要更长维度的研发沉淀和文化叙事。二是文化领导力与人才断层:核心管理层过度本土化,缺乏多元背景的高管团队。急需深谙跨国财税、法律与多元文化的复合型人才,解决“中国总部领导全球团队”的组织难题。三是创新体系与研发国际化:研发活动90%集中于中国,对比耐克、阿迪达斯的全球分布,安踏急需建立真正的全球创新网络,补齐研发全球化不足的短板。

港股新消费IPO再受热捧 鸣鸣很忙上市首日涨近70%

证券时报记者 吴昊

1月28日,零食巨头鸣鸣很忙正式登陆港股市场,作为2025年3月蜜雪冰城上市之后最大的新消费IPO,鸣鸣很忙的本次上市备受市场关注。截至收盘,鸣鸣很忙涨幅为69.06%,给打新中签的投资者交出了一份不错的“答卷”。

创始人穿着随性

1月28日,证券时报记者一早就赶赴香港直击鸣鸣很忙上市现场。在香港交易所的交易大堂内,由于除鸣鸣很忙上市之外,还另有两只ETF产品上市,留给鸣鸣很忙的时间并不多,因此鸣鸣很忙创始人、董事长兼CEO晏周只做了一个简短发言。

与一般公司创始人上台敲钟往往一身西装革履不同,当天晏周只身穿一件印有鸣鸣很忙LOGO的白色卫衣,下身则是一条黑灰色牛仔裤和白色运动鞋,显得颇为随性。现场众多的鸣鸣很忙员工上身也都是该白色卫衣。

与他的穿着一样,他在现场的发言也颇“接地气”。晏周表示:“我们从一家社区小店开始,到全国2万多家门店,已成为老百姓的生活标配。即使未来有可能成为中国线下最大的零售渠道,但我们依然初心未改。就是想让消费者能够‘买得到、买得起’好零食,感受到‘几十块钱就可以买一大袋’的快乐。也想让我们的加盟商能够通过自己的奋斗赚到钱,过上更有奔头的生活。”

“创造快乐生活,成为人民的零食品牌”是我们的企业愿景,也是未来每一位鸣鸣很忙人会坚定不移践行的方向。我们会努力奔跑,去到更多更远的地方,我们的地方就可以有鸣鸣很忙,为更多人带去那份简单的快乐。”晏周说。

发言完后不久,晏周便与公司另一核心人物赵定一同上台敲钟,当9时30分一到,其背后的屏幕实时显示鸣鸣很忙股价开盘超过80%,瞬间引起现场一阵欢呼。

机构评价创始人是“i人”

在上市现场,作为鸣鸣很忙首轮融资联合领投方的高榕创投,其合伙人韩锐在接受证券时报记者采访时表示:“从今天上台的风格,你也能发现晏周其实是一个‘i人(通常指性格比较内敛、内向的人)’。”

2021年,当时国内零食行业有多个品牌“冒出来”,对于为什么会选择投资鸣鸣很忙,韩锐表示:“有两个原因,第一是晏周,我觉得他是一个很不一样的人,我们第一次跟他见面时,他百分之七八十的时间都在聊供应链,供应链肯定是这个生意中最重要的环节。其实本质上我们跟人聊,他分配表述的时间,就很可能证明他的重心到底在哪里。第二,我觉得他的初心很纯粹,他没有想说我未来去做不同的品类,要做什么不同的业态,他是属于脚踏实地一步一步走好的人。”

“鸣鸣很忙目前追求的还是全链条的优化,它不像移动互联网,你有一个KPI指标比对手好10倍即可,零售这个事就是你在尽可能更多的指标上比对手好个10%,慢慢就复利了。晏周就是最能创造和吃到复利的人。”韩锐说。

红杉中国合伙人苏凯在回忆和晏周第一次见面时,最大的印象是“清爽利落”,而且是一位难得的“审美在线”的零售创始人。

苏凯表示,鸣鸣很忙从社区烟火中读懂了中国家庭最朴素的消费渴望——要的不是低价,而是“值得”;追求的不仅是折扣,而是轻松感的日常“小确幸”。晏周以一种独到的“零售审美”,将零食店转化为承载情绪的容器,在效率与温度之间找到了某种平衡。在企业合并的关键时刻,他展现出格局:担当与包容。且他一直以来,践行了对加盟商信任托付的责任感和共情力。

散户、机构“疯抢”份额

鸣鸣很忙旗下拥有“零食很忙”和“赵



图为鸣鸣很忙在港交所上市现场。 吴昊/摄影

一鸣零食”两大知名零食品牌,2024年,其录得GMV(商品交易总额)达555亿元。

根据弗若斯特沙利文报告,按2024年休闲食品饮料产品GMV计,鸣鸣很忙是中国最大的连锁零售商;按2024年食品饮料产品GMV计,鸣鸣很忙亦是中国第四大连锁零售商,并保持高速增长。根据中国连锁经营协会的资料,鸣鸣很忙位列2024年中国连锁前十,也是其中增长最快的连锁商。

目前,鸣鸣很忙的多个指标均极为亮眼。比如在门店数量上,鸣鸣很忙从2023年底的6585家大幅增加至2025年9月底的19517家,而到2025年11月底,其门店数量已突破2万家,达到21041家。

因此,鸣鸣很忙本次上市遭遇散户和机构“疯抢”份额。在本次定价过程中,鸣鸣很忙定价为发售价范围(229.60港元至236.60港元)的上限236.60港元,一共募资36.70亿港元,这足以证明鸣鸣很忙的

定价能力。

同时,在香港公开发售(散户认购)环节,鸣鸣很忙一共获得1899.49倍的超额认购,冻资规模超5000亿港元;而在国际发售(机构认购)环节,鸣鸣很忙一共获得了44.44倍的超额认购,这一认购倍数表现相当亮眼。

鸣鸣很忙背后的股东阵容极为豪华。自2017年成立以来,鸣鸣很忙共获得来自红杉中国、高榕资本、GGV、启承资本、黑蚁资本、五源资本、好想你等多家机构和产业方的6轮融资,融资总额超过25亿元。其中红杉中国是鸣鸣很忙最大的外部机构投资者,通过三个主体共计持有7.07%股权。

此外,本次上市过程中,鸣鸣很忙还吸引了更多资本参与其基石投资,其中包括腾讯、新加坡的淡马锡、BlackRock、富达基金、博时国际、易方达、淡水泉等一众国内外顶尖资本,其中腾讯和淡马锡的认购额均达到4500万美元。