

港股分拆上市潮起 多元路径驱动资产价值重估

证券时报记者 钟恬

9月21日，港交所刊发《咨询文件》，就一系列建议征询市场意见。其中，本次改革提出将母公司上市后不可提交分拆上市申请的限制期，由三年缩短至一年。

就在近期，港股迎来了新一轮分拆上

1 港股分拆上市升温

随着港股资本市场改革持续推进、上市规则不断优化，近期港股公司分拆上市的案例明显增多。

海信集团旗下纳真科技将于9月22日登陆港交所，成为海信体系第六家上市公司。公司主营光模块、光芯片及光网络终端的研发、生产与销售，2025年在全球光模块市场份额达4%，位列全球专业厂商第五，国内市场份额10.1%，排名第三。

金斯瑞生物科技同样在推进分拆事项，公司于9月4日公告拟分拆蓬勃生物独立上市。蓬勃生物主营生物制剂及先进疗法CRDMO服务，是公司增速最快的业务板块。

9月1日在香港中旅的业绩说明会上，公司财务总监表示正有序推进分拆工作。此前，香港中旅于5月公布，计划以实物分派方式，分拆经营港澳业务的全资附属公司港澳文旅上市。

信义玻璃8月31日公告，旗下信义汽车玻璃控股已递交分拆上市申请。上市后，信义玻璃保留浮法、建筑玻璃主业，不再控股汽车玻璃板块。

值得一提的是，今年初，东风集团与创维集团先后启动“腾笼换鸟”模式，即母公司私有化退市的同时，以介绍方式分拆旗下新能源汽车、光伏等新兴业务独立上市，

2 多元路径匹配不同诉求

从分拆模式上看，主要有三类。

募发型IPO分拆主要通过发行新股募集资金。海信分拆纳真科技是这一路径的最新样本，海信集团在其上市后仍为控股股东。复星国际推进分拆Club Med Lifestyle、金斯瑞生物科技拟分拆蓬勃生物、江西铜业拟分拆江铜铜箔均属于此路径。

“实物分派+介绍上市”以香港中旅为代表。香港中旅2025年12月通过实物分派剥离持续亏损的旅游地产业务，并于今年5月递交全资附属中旅港澳文旅控股介绍上市申请。此前，海底捞分拆特海国际、康哲药业拟分拆德镁医药，同样选用该路径。

“实物分派+全球发售”属于混合方案，以信义玻璃、三生制药为代表，但细节存在差异。信义玻璃以实物分派为主，将80%股份分派给股东，搭配14%存量股份

市热潮。海信集团、金斯瑞生物科技、信义玻璃、复星国际等公司纷纷推出分拆计划，操作路径涵盖募发型IPO、实物分派、混合模式等多种形式。多位受访专家表示，分拆上市正成为企业梳理资产、释放价值的常态化资本工具，但它并非万能解药，企业需审慎选择分拆方案，平衡资本运作与实体经济。

通过“股权分派+吸收合并”的组合操作，实现传统业务向科技领域的战略转型。

此外，年内多家企业官宣分拆计划：复星国际获批分拆Club Med Lifestyle上市，江西铜业通过江铜铜箔港股分拆预案，威胜控股、舜宇光学科技分别启动新能源、车载光学板块分拆工作。

CIC灼识董事总经理张映睿认为，港股分拆上市升温背后有三重驱动力：一是破解估值折价问题，综合型集团业务属性繁杂，资本市场多采用保守定价，分拆能让高成长、独立性强的业务单独对标赛道估值，实现价值重估；二是拓宽企业融资渠道，新兴或高研发导向的业务扩张所需资金量大，分拆可让子公司独立股权融资，促进自我造血；三是港交所分拆上市规则清晰透明，审核标准明确，为企业资本运作提供稳定预期。

中善资本港美股IPO媒体战略官常城补充，本轮分拆潮本质是企业主动梳理资产、释放价值的战略布局。很多上市公司孵化出高成长性独立业务，但母公司平台难以体现其真实估值，通过分拆独立上市，可推动市场重新定价。同时，子公司上市后拥有独立资本平台，在后续融资、引入战投、员工股权激励等方面更加灵活，更适配新兴业务的长期发展需求。

出售与6%新股发行完成全球发售；三生制药则把曼迪国际87.16%股权全部分派给股东，分拆后不再持有任何权益。

在张映睿看来，三类模式利弊分明。传统股权剥离IPO募资能力最强，可引入战略与基石投资者，但会稀释母公司股权，存在定价折让、破发风险，适合资本密集型、急需巨额资金扩张的企业。“实物分派+介绍上市”不会稀释母公司股权，无需招股，落地确定性高，但无法募资，老股东获派股份或集中抛售引发流动性压力，适合子公司自身造血充足，重在梳理业务架构与回馈股东的企业。“实物分派+全球发售”能平衡老股东权益与新增融资需求，不过交易架构设计复杂，发售成效受市场环境

影响，适合母公司持股比例高、基本面扎实，既要稳定原有股东又要为子公司引入增量资金的企业。

清科国际投资银行部联席董事关天



时报财经图库/供图

杰认为，企业选择实物分派，多为保障分拆上市推进顺畅：一是实物分派可设置保证配额，更容易获得股东大会支持；二是能够分散子公司股东，满足港交所25%公众持股的上市门槛。

常城提醒，并非所有业务都适合分

拆，企业需重点评估三点：业务脱离母公司后能否独立运营；单独上市能否取得更优估值与融资条件；分拆后母公司留存资产质量。如果只是剥离优质资产上市，母公司质量反而下降，对原有股东而言未必利好。

3 分拆并非万能解药

尽管近期分拆上市热度攀升，但专家们提醒，分拆并非万能解药，企业需平衡资本诉求与业务现实。

张映睿认为，分拆上市走向常态化是市场趋势。当下资本市场对资本回报率、现金流质量的考核愈发严格，单纯追求把体量做大的打法已逐渐退潮。大型集团、行业龙头借助分拆实现业务精细化分工、估值清晰化，是企业步入成熟周期的自然选择。

常城直言，未来分拆会更加普遍，但不会成为港股企业的“标准动作”。集团旗下业务多元本是常态，当业务具备独立运营、融资与估值能力时，分拆才是合适的资本工具。但投资者不能简单将分拆等同于利好，需要甄别剥离资产质量、母公司留存资产、母公司持股比例，以及新公司的盈利和成长性。

“分拆本身不会凭空创造价值，只是将打包资产拆分交由市场重估，投资价值最终仍取决于资产本身。”常城说。

九圜青泉科技首席投资官陈嘉禾则从估值角度分析，不少企业启动分拆，是

因为集团整体估值偏低，将优质业务单独上市，便于市场单独定价。“分拆方案没有绝对优劣，需要结合企业自身状况与投行建议定制，投资者仍需逐一研判各业务板块经营与估值水平。”

市场对分拆的反应并非总是正面。金斯瑞生物科技公告拟分拆蓬勃生物当日，股价大跌超13%。江西铜业审议分拆江铜铜箔预案后，A、H股同步走弱，反映出市场对新能源上游资产分拆保持谨慎。此外，港股流动性分化显著，部分分拆后的子公司成交冷清，甚至失去流动性。

监管层面，港交所《上市规则》第15项应用指引对分拆划定硬性门槛，要求母公司在分拆后保留充足业务与资产，杜绝同一资产支撑两家上市公司。因此，企业规划分拆，还需要考量业务独立性、母公司持续经营能力，兼顾股东权益，避免陷入“为分拆而分拆”的误区。



环氧乙烷价格刷新年内高点 产业链上下游盈利分化

证券时报记者 黄翔

9月下旬，国内环氧乙烷市场掀起一轮凌厉涨势。截至9月21日，华东市场环氧乙烷价格执行9200元至9700元/吨，华中地区更是站上10100元/吨，较9月初涨幅超过21%，不仅刷新年内纪录，更触及2021年11月以来的高点。

9月以来，中石化等主力厂商多次上调环氧乙烷出厂价，卫星化学挂牌价从月初的7800元/吨一路调涨至8700元/吨以上。在地缘冲突推高原料成本、联产装置转产分流供应、港口库存低位运行的三重因素叠加下，这位素有“精细化工之母”之称的化工“原料大王”正经历一轮供需错配行情。

环氧乙烷是重要的基础有机化工原料和化工中间体，是连接石油化工与下游精细化工的关键枢纽，其价格波动牵动着日化、建筑、医药、新能源等数十个下游行业的成本神经。

此轮环氧乙烷涨价是上游成本传导与产业链联动共振的结果。隆众资讯分析师董洛铭表示：“美伊冲突加剧，中东局

势对环氧乙烷产业链各产品价格走势影响持续，油价震荡走高，且9月11日两油价格双双破百，对环氧乙烷产业链成本支撑强劲。”

环氧乙烷与乙二醇多为联产装置，二者共用乙烯原料，存在“此消彼长”的产量调配关系。董洛铭表示，环氧乙烷产业链整体受成本端强势驱动，价格联动走高，相关产品乙二醇价格强势上行，联产装置转产乙二醇，加剧环氧乙烷现货紧俏状态。

数据显示，9月以来，国内乙二醇进口量预估仅约15万吨，处于近年同期低位；华东主港乙二醇库存已降至10.6万吨，续创历史新低。大量EO/EG联产装置转产乙二醇以追逐更高利润，叠加三江部分产线、泰兴金燕、扬子石化等装置延续检修状态，直接导致环氧乙烷现货供应明显收紧。截至9月17日，环氧乙烷周产量约为11.54万吨，环比下跌1.20%，产能利用率51.82%，同比下跌5.95个百分点。

从盈利结构看，不同工艺路线呈现显著分化。据金联创监测，截至9月18日，采用进口乙烯路线生产环氧乙烷的理论毛利约1160元/吨，华东乙烯路线毛利约

1056元/吨，均处于年内较好水平；而采用甲醇制烯烃(MTO)路线的企业则受甲醇价格持续走高影响，呈压亏损。这种“油头盈利、煤头承压”的格局，折射出原料结构对化工企业盈利能力的深刻影响。

金联创分析师赵鹏翥表示，中东地缘冲突反复升级，霍尔木兹海峡、红海两大核心航运通道风险呈现常态化，导致供给预期不稳，中东产油国产量及外运能力反复受扰，放大了全球供需缺口。国际原油长期维持高风险溢价，彻底扭转了市场下半年偏弱的价格预期，三季度石油化工产品整体高位震荡运行。

环氧乙烷涨价潮下，产业链上市公司的业绩表现明显分化。拥有“乙烯—环氧乙烷—衍生物”一体化布局的企业，凭借成本优势和产业链协同，实现了业绩增长。

上游一体化企业如卫星化学等，凭借乙烷裂解的成本优势，充分享受环氧乙烷涨价红利，实现“量价齐升”，下游深加工企业则面临“原料涨、产品跌”的剪刀差，尤其与房地产、基建绑定的聚醚单体业务承压明显，被迫向新能源新材料转型。此

外在精细化工企业中，若具备产品定价权和价格传导能力，则能将成本压力顺利转嫁，实现毛利率逆势提升。

值得关注的是，行业内相关企业正推进延链布局。9月20日，奥克股份公告拟收购锂电池电解液添加剂企业苏州祺添控制权。双方此前已于2025年11月达成战略合作，在锂电材料领域存在业务协同。在市场看来，此次从“战略合作”迈向“控股收购”，标志着奥克股份正利用环氧乙烷精深加工的技术优势，向新能源电池材料领域纵深布局。

对于后市，董洛铭展望，中东地缘冲突仍有不确定性，乙烯市场可售货源暂无明显增量，价格或高位震荡，环氧乙烷现货紧张格局短期难有缓解，环氧乙烷价格或高位运行。

虽然“金九银十”传统旺季下日化、纺织、减水剂等下游领域需求仍然维持稳定，但需密切关注国内装置停车及复产进度，以及地缘变化节奏。在“金九银十”旺季与新增产能投放的博弈下，环氧乙烷市场或将进入高位震荡、供需再平衡的新阶段。

多家公司公告回购事项 宁德时代单日回购约11亿元

证券时报记者 李映泉

9月21日晚间，多家上市公司公布回购计划或回购进展。

宁德时代在9月21日晚公告，公司于当天通过深交所回购A股股份368.75万股，占此前已发行股份（不含库存股）的0.08%，每股回购价区间为296.26元—301元，回购加权均价298.27元/股，回购总金额约11亿元，所购股份拟用于注销。

在此之前，宁德时代于今年7月24日、8月12日召开董事会、股东会，审议通过回购股份相关议案，计划斥资200亿—400亿元回购A股股份，用于注销并减少公司注册资本，回购价格上限为573元/股，回购期限为自股东会审议通过回购股份方案之日起12个月内。

A股存储龙头江波龙也在9月21日晚公告，公司此前拟以不低于4亿元、不超过8亿元回购股份，回购价格不超过735元/股，用于股权激励或员工持股计划。2026年9月8日至18日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购A股股份229.06万股，占公司A股总股本的0.53%，最高成交价为365.38元/股，最低成交价为328.04元/股，成交总金额为8亿元（含交易费用）。截至9月18日，本次回购股份方案已实施完毕。

另外，还有多家A股公司公布回购计划。

怡合达发布公告，公司拟以6000万元—1亿元回购股份，用于股权激励或员工持股计划。回购价格不超过30元/股。按回购金额上限测算，预计回购333.33万股，约占当前公司总股本的0.52%。

趣睡科技公告，公司拟以500万元—1000万元回购股份，用于股权激励或员工持股计划。回购价格不超过64元/股。

保利联合拿下42亿元 爆破服务大单

证券时报记者 康殷

9月21日晚间，保利联合(002037)公告，公司下属保利新联爆破工程集团有限公司与发包人新疆哈密三塘湖能源开发建设有限责任公司签署《采剥工程合同续期及价款调整补充协议》，续期服务期限为3年（自2026年9月19日起至2029年9月18日止或实际发生工程量3亿立方米，两者达到其一合同履行完毕）。原合同约定爆破后岩土剥离采运排基础单价略有下调，预估合同总价约42亿元。

保利联合表示，本次续签项目是客户对公司矿山爆破服务一体化能力的认可，有利于进一步提升公司矿山项目综合管理能力，为公司后续深耕矿山爆破服务领域奠定坚实基础。项目实施预计将对公司未来年度的财务状况及经营业绩产生积极影响。

据了解，保利联合深耕民爆领域多年。产品广泛应用于矿山开采、水利水电、基础设施建设、城市改造及国防建设等领域，产品销售市场覆盖全国各地，部分产品出口至国外。

展望下半年，保利联合表示，民爆行业预计将维持“总体平稳、西部高景气、行业整合稳步推进”的发展态势，价值创造加速向一体化服务与高附加值环节集中。

《民用爆炸物品行业安全发展“十五五”规划》(以下简称《规划》)近日发布，为未来五年民爆产业的安全与高质量发展提供了清晰路线图。《规划》明确：到2030年，行业危险岗位操作人员智能装备替代比例从2025年的40%提升至60%；智能制造能力成熟度达3级及以上的企业比例从20%提升至80%。

《规划》提出，要提高产业集中度，鼓励民爆企业依法依规实施重组整合。支持民爆企业集团向产业链上下游延伸，深化科研、生产、爆破服务一体化发展，提升全产业链协同水平，强化竞争优势。排名前10家生产企业集团行业生产总值占比≥70%，是《规划》明确划定的预期性量化指标。

五芳斋上半年 商超渠道收入增长21.56%

证券时报记者 唐强

9月21日，五芳斋(603237)召开2026年半年度业绩说明会，公司董事长厉建平、总经理马建忠、财务总监陈传亮、董秘于莹茜等高管出席交流。

厉建平表示，上半年五芳斋利润与现金流的增长，主要源于“稳健经营、提质增效”经营主线的落地。产品结构上，低GI轻养、传世臻等健康化、高端化产品占比提升，锁鲜粽、代工粽、出口粽均实现显著增长；渠道结构上，山姆、盒马等精品商超渠道逆势增长，商超渠道收入同比增长21.56%；供应链上，粽类自产占比提升至89.50%，综合毛利率达44.64%。

马建忠称，五芳斋粽类产品方面，锁鲜粽、代工粽、出口粽三个细分品类均实现显著增长，其中锁鲜粽凭借短保、新鲜特性切入日常消费场景。同时，连锁门店落地粽子现包体验场景，当期粽子系列毛利率较去年同期有所提升。在非粽方面，五芳斋上半年餐食系列实现收入8471.79万元，同比增长19.58%；月饼系列收入同比增长261.87%；蛋制品、糕点及其他收入1.54亿元，同比增长0.45%。

上半年，五芳斋经营业绩呈现“减收增利”特征。于莹茜表示，上半年消费市场分化明显，福利礼赠需求收缩，公司主动收缩低效板块，聚焦高增长赛道，通过维护价值稳定与优化库存结构，推动经营从“规模导向”向“质量导向”过渡。收入下降主要源于主动调整，渠道端优化经销商结构，产品端对传统礼盒粽及真空常规格粽进行结构性调整；利润增长则来自结构升级与成本管控，综合毛利率提升至44.64%，同比增加3.62个百分点。

下一步，五芳斋将聚焦资源提升新兴兴趣电商增长，持续优化线上渠道的盈利质量与增长质量，并通过有效的政策优化恢复经销商信心，稳住线下基本盘。