

中概股：短期关注反弹机会，长期把握优质标的

核心要点：

- **中概股市场概况及发展节奏：**截至2022年3月16日，中国企业在海外上市380家，累计市值达1.53万亿美元。其中，美国上市家数281家，是中概股主要的上市地，从行业结构来看，中概股主要集中在可选消费、信息技术、工业与金融领域，累计占比达68.42%。
- **3月以来中概股下跌速度较快，金融委会议召开助推市场短期反弹。**我们认为本次下跌主要受几点因素影响：1.近日美国证券交易委员会（SEC）将5家中概股公司列入依据《外国公司问责法》标识的名单，此消息也引发了部分公司在美股和港股的大幅下跌。2.俄乌地缘政治风险上升以及投资者对美联储货币政策收紧预期抬升间接拖累了中概股估值。3.香港与内地疫情反复使投资者对疫后经济面回暖的担忧上升。但3月16日，金融委会议对市场担心的重点问题做出回应，表示中概股方面目前中美双方监管机构已取得积极进展，正致力于形成具体合作方案。金融委会议的召开传递了正面信号，提振了市场信心，金融会召开后，市场短期大幅反弹。
- **中概股回港上市条件基本成熟，符合条件公司可达30家左右。**体现在三个方面：1) 海外发行人上市制度优化，门槛降低，有利于将第二上市范围拓展至中小市值企业而非创新产业公司，同时允许VIE和WVR架构公司直接双重上市，有助加速中概股回归；2) 上市地位转换规则明确、方式拓展，新增自愿转换且给予第二上市发行人海外除牌情况以宽限期，有效降低退市风险；3) MSCI新兴市场指数涉及中概股逐步切换至港股，叠加双重主体上市公司可纳入港股通，有利于吸引外资和南向资金，改善流动性与估值。依据新制度标准梳理，截至目前，符合第二上市发行条件的中概股公司初步预计有30家，多数集中在软件服务、零售业与多元金融领域。
- **中概股下跌对A股上市公司影响较小。**通过复盘历史我们可以发现几点规律：1. 中概股下跌原因与互联网自身行业发展阶段及中美两国关系是否稳定有较大关系。2. 中概股下跌对A股及美股市场均影响不大，而美股和A股市场的波动对中概股在一定程度上会产生冲击。3. 目前中概股巨头公司很多业务与国内市场息息相关，国内经济环境、市场环境等会影响部分中概股的盈利，进而通过基本面对中概股股价产生影响。4. 中概股与港股关联性较强，中概股的下跌会对港股产生一定冲击。
- **配置建议：**今年以来中概股下跌幅度较大，且下跌速度较快，部分公司估值已近历史低位，近日金融委会议的召开大幅提振市场信心，助推市场短期反弹，俄乌冲突带来的情绪性影响也逐渐消化，短期市场在政策面催化下有一定机会。长期来看，中概股目前估值泡沫已有所挤压，处于性价比较高位置，价值投资思路重要性抬升，可逢低配置估值-盈利性价比高的优质个股。
- **风险提示：**政策超预期的风险；地缘政治摩擦超预期的风险。

分析师

解学成

✉: xiexuecheng@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090003

张一纬

☎: 010-80927617

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

研究助理

王新月

☎: (8610) 80927695

✉: wangxinyue_yj@chinastock.com.cn

特别鸣谢：

王莹

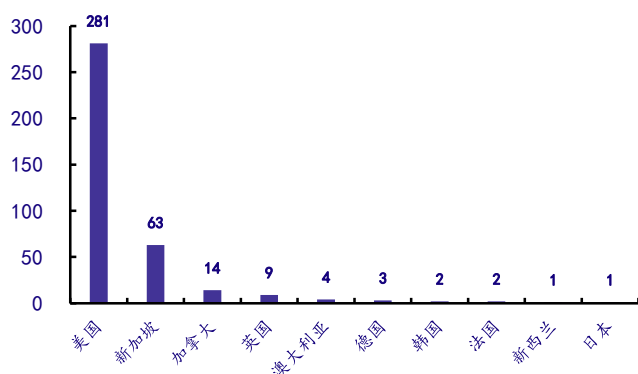
目 录

一、中概股概况及发展节奏	3
二、近日中概股下跌触发因素分析.....	4
（一）近日中概股下跌原因分析	4
（二）《外国公司问责法案》与国内监管法规冲突引发退市风险.....	5
三、中概股的回归推演	6
（一）回港股上市条件日渐成熟	6
（二）回港上市公司梳理	10
四、中概股下跌对 A 股上市公司的行业影响情况.....	11
（一）历史中概股下跌复盘（2018 年中旬-2019 年初）	11
（二）中概股下跌对 A 股上市公司影响	14
五、投资建议	15
六、附录	15
图 表 目 录	17

一、中概股概况及发展节奏

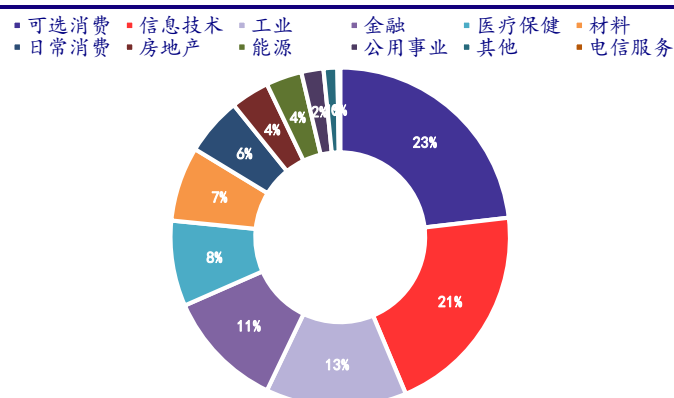
中概股是指在海外上市的中国股票，该类企业在中国注册或者主营业务在中国境内。截至 2022 年 3 月 16 日，中国企业在海外上市 380 家，累计市值达 1.53 万亿美元。其中，美国上市家数 281 家，是中概股主要的上市地；其次是新加坡、加拿大和英国，上市家数分别为 63、14 和 9 家；另有少量企业于澳大利亚、德国、韩国、法国、新西兰和日本上市。从行业结构来看，中概股主要集中在可选消费、信息技术、工业与金融领域，累计占比达 68.42%。

图 1：海外上市中概股-按国家划分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

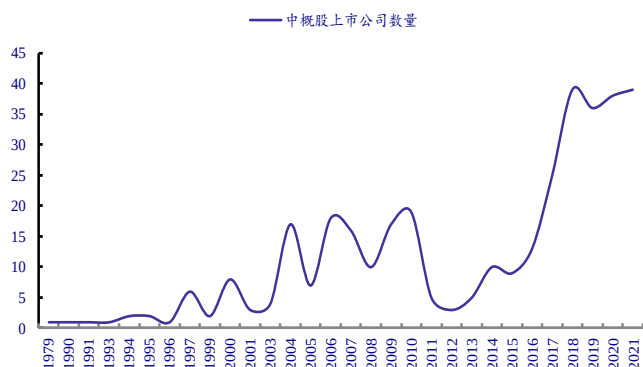
图 2：海外上市中概股-按 Wind 行业划分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国内地企业分别在 1970 年和 1991 年第一次在港股和美股上市，随全球金融市场的进一步融合以及中国企业不断壮大发展，更多企业选择赴境外上市。相比较在 A 股上市，境外上市对采用 VIE 架构的企业更加宽容，同时境外上市时间更短以及金融市场更加成熟也进一步吸引中国企业。历史上也出现过几轮境外上市潮，如 2000 年互联网泡沫时期的境外上市热潮，2014-2015 年电商类互联网企业的爆发，以及 2017 年受产业政策影响，互联网金融行业爆发，“新经济”在国内掀起了一波互金企业境外上市的小高潮。很多中国企业通过境外上市更好的进行了海外业务的扩张，提升了在国际资本市场上的形象，也增强了中国企业在全球化环境中的国际竞争力。

图 3：每年上市的中概股数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

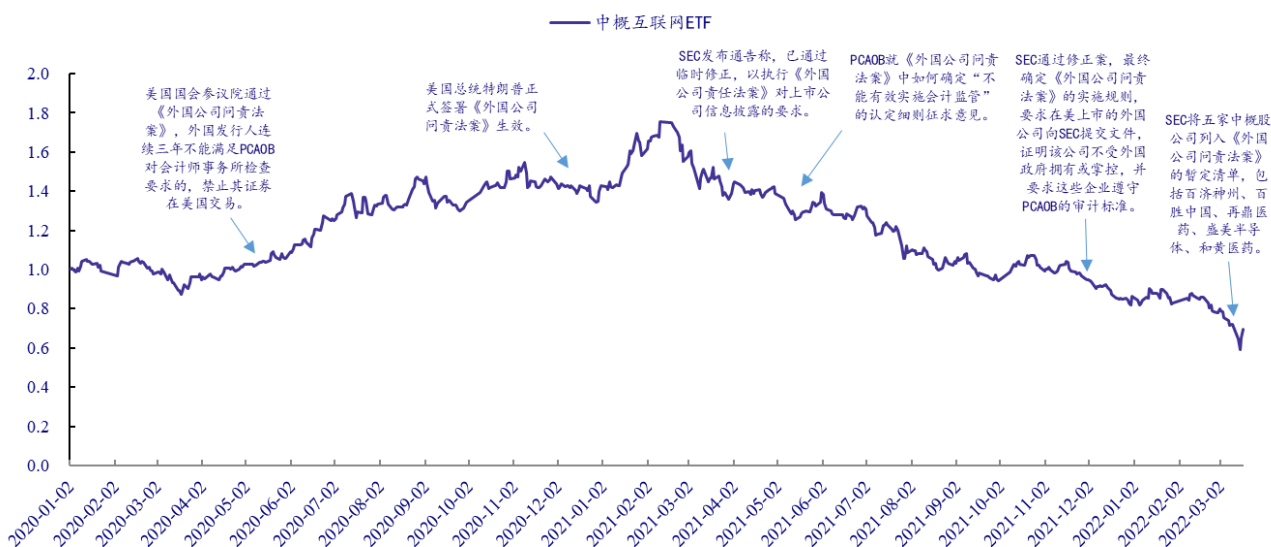
二、近日中概股下跌触发因素分析

(一) 近日中概股下跌原因分析

1. 《外国公司问责法案》出台、细则明确和落地实施引发中概股持续回调

中概股的连续下跌行情起于 2021 年年初，与《外国公司问责法案》正式签署出台以及实施细则逐步明确的演化路线基本吻合，而本轮调整则是直接受到《外国公司问责法案》的暂定清单的冲击。截至 2022 年 3 月 15 日，中概互联网 ETF 自 2021 年初和 2022 年初累计分别下跌 41% 和 30.24%。具体来看：（1）2020 年 12 月，美国总统特朗普签署生效《外国公司问责法案》，引发中概股短期小幅回调；（2）2021 年 3 月，SEC 通过《外国公司问责法案》最终修正案，以执行信息披露要求，加大中概股退市压力；（3）2021 年 5 月和 2021 年 12 月，《外国公司问责法案》相关实施细则征求意见及正式落地，引发持续下跌行情；（4）2022 年 3 月，5 家中概股公司列入《外国公司问责法》暂定清单，如连续三年进入清单将被禁止上市交易，中概股退市风险转为大概率事件，美国上市公司估值直接受到冲击，同时波及到了港股市场。

图 4：中概股 2021 年以来下跌行情与《海外公司问责法案》的关联



资料来源：证监会，SEC，PCAOB，中国银河证券研究院

2. 市场环境复杂引发中概股大幅下跌，金融委会议召开提振市场信心

本轮中概股下跌幅度较大且下跌速度较快，2022 年 3 月初以来至 3 月中旬，中概互联网 ETF 连续下跌 24%，阿里巴巴、百度、京东等分别下跌 3%、6% 和 9%。我们认为本次下跌主要受几点因素影响：1. 近日，美国证券交易委员会（SEC）将 5 家中概股公司列入依据《外国公司问责法》标识的名单，而据 SEC 披露，连续三年列登该清单的公司将被禁止上市交易。而此消息也引发了部分公司在美股和港股的大幅下跌。2. 近日俄乌地缘政治风险上升一定程度上压制了风险资产的收益，短期对中概股造成一定冲击。3. 投资者对美联储货币政策收紧预期

抬升也间接拖累了中概股估值。4.香港与内地的疫情反复使投资者对疫后经济面回暖的担忧上升，加大市场压力。

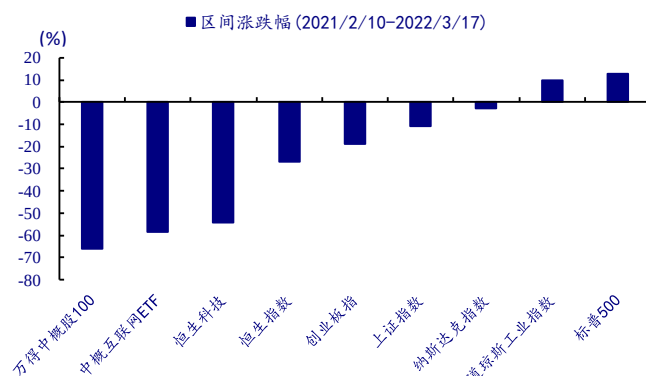
但3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，对市场担心的重点问题做出回应，此次会议表示中概股方面目前中美双方监管机构已取得积极进展，正致力于形成具体合作方案，关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作。金融委会议的召开传递了正面信号，提振了市场信心，金融会召开后，市场短期大幅反弹。

图 5：中概互联网 ETF (2018/6/15-2019/1/3)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：各主要指数区间涨跌幅表现 (2018/6/15-2019/1/3)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 《外国公司问责法案》与国内监管法规冲突引发退市风险

依据《外国公司问责法案》及实施规则，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，禁止其证券在美国交易。在美上市的外国公司需证明不受外国政府拥有或掌控，遵守 PCAOB 审计标准，并提供某些额外信息披露。该法案相关要求与国内现有法规与监管形成冲突，导致中概股从美股市场退市风险加大。从《会计师事务所从事中国内地企业境外上市审计业务暂行规定》、《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》、新《证券法》等多项法规不难看出，在美国上市发行的中国公司禁止将工作底稿、证券服务业务相关档案和数据出境，亦不接受海外监管机构在境内取证调查，因此美国监管机构暂时不能检查为在美上市中国公司提供审计服务的中国会计师事务所更多地涉及跨境监管合作领域的问题。如果不通过跨境合作解决冲突而是严格依据法案执行摘牌，将导致大部分的中概股面临退市的局面。

尽管中概股企业会面临双边法律难两全的困境，但中国逐步成为越来越多境外投资者的选择，中国企业也不会囿于国内。中美双方一直致力于缓解二者之间的跨境监管矛盾，经常采取签署备忘录的形式，而近日证监会也表示，也将在国务院金融委统一指挥协调下，抓紧推动企业境外上市监管新规落地，支持各类符合条件的企业到境外上市，保持境外上市渠道畅通，将为中国企业境外上市提供更好的政策环境。

图 7：《外国公司问责法案》及相关细则与国内现有监管情况对比

	美国		中国
相关法案/文件名称	关键点	相关法案/文件名称	关键点
《外国公司问责法案》相关	所有在美交易证券的外在美上市的外国公司需证明不受外国政府拥有或掌控，遵守 PCAOB 审计标准，并提供某些额外信息披露。	《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》（2009年）	在境内形成的工作底稿等档案，应当存放在境内；境外证券监管机构等在境内进行现场检查时，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
《外国公司问责法案》相关	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，禁止其证券在美国交易	《会计师事务所从事中国内地企业境外上市审计业务暂行规定》（2015年） 新《证券法》（2020年）	境内形成的审计工作底稿应由中国内地会计师事务所存放在境内 境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动：未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料

资料来源：证监会，SEC，中国政府网，中国银河证券研究院

三、中概股的回归推演

（一）回港股上市条件日渐成熟

基于香港现有的监管以及海外发行人上市制度调整，中概股回归香港上市的门槛已大幅降低、上市地位转换规则明确，条件基本成熟，短期或面临流动性压力，但随着中概股回归数量增加、MSCI 成分股调整以及更多双重主要上市纳入港股通，估值预计会有企稳修复空间。

1. 海外发行人制度调整优化，上市门槛放低

2021 年 11 月 19 日，香港联交所发布《针对优化海外发行人上市制度的改革看法咨询总结》，涉及对大中华地区发行人（含中概股）回归香港上市制度进行修订，并于 2022 年 1 月 1 日生效。受新规影响，当前中概股于港股上市两大路径（第二上市与双重主要上市）相关规则均有调整，整体门槛有所下降，覆盖中概股企业范围更广。具体来看：

- （1）新规对于没有不同投票权架构的大中华发行人的量化资格要求门槛更低，有助拓展覆盖中小市值企业：**相比于原有规定要求相关发行人市值达 400 亿港元或 100 亿港元（10 亿港元会计年度收益）要求，此次修订明确两套标准：（1）预期市值 30 亿港元+5 个完整会计年度良好合规记录；（2）预期市值 100 亿港元+2 个完整会计年度良好合规记录。
- （2）删除创新产业公司的条件，非创新产业公司的大中华发行人亦可做第二上市：**此修订同时适用没有不同投票权架构和有不同投票权架构的大中华发行人。
- （3）容许具有不同投票权（WVR）或可变利益实体（VIE）结构的大中华发行人作双重主要上市：**可保留现有架构直接作主要上市，而无需遵循“两步式”路径。

新老制度差异详见下表：

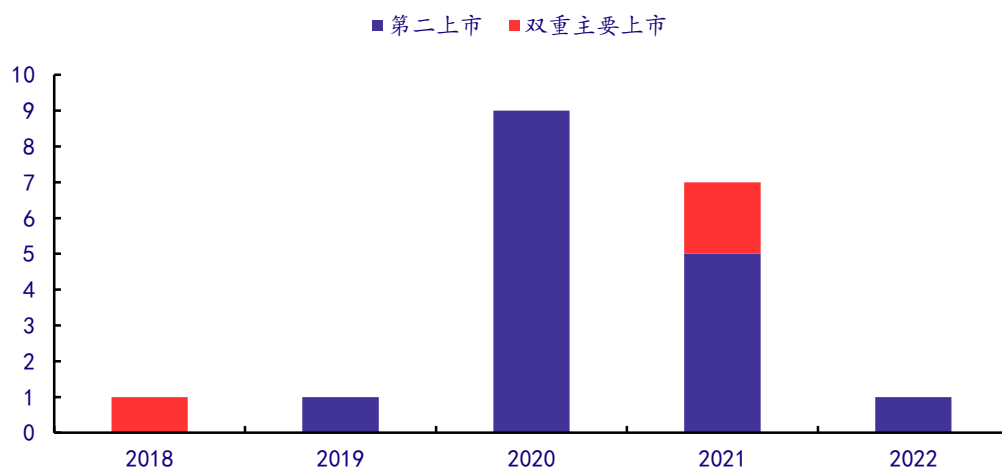
表 1：海外发行人上市制度修订-针对大中华地区发行人相关规定

	原有制度	新制度
第二上市标准	市值至少 400 亿港元或 100 亿港元 但最近一个会计年度收益至少 10 亿港元 两个完整会计年度的良好合规记录	准则 A：(a) 至少五个完整会计年度期间保持良好合规记录；(b) 第二上市时预期市值至少 30 亿港元。 准则 B：(a) 在至少两个完整会计年度期间保持良好合规记录；(b) 二上市时预期市值至少 100 亿港元。
创新产业公司要求	必须	无
海外交易所	合资格交易所	合资格交易所
双重主要上市规定	不直接适用具有不同投票权或可变利益实体结构的大中华发行人	具有不同投票权或可变利益实体结构的大中华发行人可直接作双重主要上市

资料来源：香港交易所官网，中国银河证券研究院

依据历史经验，香港联交所海外发行人上市制度优化有助于中概股加速回归。通过 Wind 披露的数据测算，回归中概股公司集中在 2018 年以后于港交所发行上市且目前累计上市公司数量已达 19 家。此外，受到 VIE 架构限制，中概股多以第二上市为主，但 2021 年双重主要上市的占比已有所增加，上市结构更加多元化。考虑到上市门槛进一步降低和海外退市风险的催化，香港上市中概股数量有望进一步增加。

图 8：已在港交所上市中概股数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2：已在港交所上市中概股清单

股票代码	公司名称	上市方式	上市时间
6160. HK	百济神州	双重主要上市	2018/8/8
9988. HK	阿里巴巴-SW	第二上市	2019/11/26
9999. HK	网易-S	第二上市	2020/6/11
9618. HK	京东集团-SW	第二上市	2020/6/18

9987. HK	百胜中国-S	第二上市	2020/9/10
1179. HK	华住集团-S	第二上市	2020/9/22
9688. HK	再鼎医药-SB	第二上市	2020/9/28
2057. HK	中通快递-SW	第二上市	2020/9/29
9991. HK	宝尊电商-SW	第二上市	2020/9/29
9698. HK	万国数据~SW	第二上市	2020/11/2
9901. HK	新东方-S	第二上市	2020/11/9
2518. HK	汽车之家-S	第二上市	2021/3/15
9888. HK	百度-SW	第二上市	2021/3/23
9626. HK	哔哩哔哩-SW	第二上市	2021/3/29
9961. HK	携程集团-S	第二上市	2021/4/19
9868. HK	小鹏汽车-W	双重主要上市	2021/7/7
2015. HK	理想汽车-W	双重主要上市	2021/8/12
9898. HK	微博	第二上市	2021/12/8
9866. HK	蔚来	第二上市	2022/3/10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 上市地位转换规则明确，被海外除牌中概股可转为双重主要上市、降低退市风险

除了上市发行门槛降低，新规明确并拓展了上市地位变更的规则与方式，帮助具有海外除牌风险的中概股转为双重主要上市，以降低退市风险。《针对优化海外发行人上市制度的改革看法咨询总结》指出两种由第二上市转为主要上市的方式并对海外除牌公司上市地位转换作特别说明，具体来看：（1）永久交易转移：大部份（55%）全球交易均于香港上市时或上市后随即在香港进行；（2）自愿转换，需遵守所有适用于其他主要上市发行人的相关《上市规则》规定（特权豁免者除外）；（3）第二上市发行人海外除牌，需遵守香港主要上市规定，联交所会依据具体情况考虑豁免申请如宽限期。

图 9：上市地位转换相关规定

永久交易转移

- 如《上市规则》第19C.13条注1所述，如果海外发行人最近一个会计年度的上市股份全球成交量（包括该等股份的预託证券的成交量）总金额有55%或以上都是在联交所市场进行，联交所即视其上市股份交易已大部分永久转移到联交所市场。有关发行人会被视为双重主要上市。

自愿转换为双重主要上市

- 欢迎第二上市发行人申请自愿转换至双重主要上市，前提是他们在转换后应遵守所有适用于其他主要上市发行人的相关《上市规则》规定（特权豁免者除外）。在此情况下，所有自动豁免及其他按其第二上市地位而向其授出的宽免均会失效，而任何之前授出的特定豁免亦须于进行有关的自愿转换时重新考虑。

第二上市发行人海外除牌

- 第二上市发行人海外除牌后，向第二上市发行人授出宽免的基准便不再存在；而由于再无法依赖主要上市司法权区的法规以保障香港投资者，有关发行人必须遵守香港主要上市规定。
- 然而，在有关情况下，联交所会根据发行人的具体实况，个别考虑其任何的豁免申请（包括申请给予宽限期，使其有时间作出所需的安排以完全遵守适用的《上市规则》规定）。其中联交所会考虑（其中包括）发行人要完全遵守适用的《上市规则》规定的合理所需时间。

资料来源：香港联交所官网，中国银河证券研究院

从现有第二上市的中概股来看，仅有少数个股最近一个会计年度的港股成交量占比能够实现 55% 以上，因此短期之内难以触及交易转移规定。在美股摘牌风险加大的影响下，现有及

后续第二上市的中概股有望更多地转为双重主体上市并申请宽限期，以确保能有充足时间作调整适应至完全遵守适用的《上市规则》。

表 3：已在港交所上市中概股成交量占全球成交量比重

股票代码	公司名称	上市时间	2021/12/31	2022/3/16
6160.HK	百济神州	2018/8/8	45.06%	40.15%
9988.HK	阿里巴巴-SW	2019/11/26	42.68%	44.49%
9999.HK	网易-S	2020/6/11	57.69%	65.22%
9618.HK	京东集团-SW	2020/6/18	49.01%	54.72%
9987.HK	百胜中国-S	2020/9/10	21.73%	25.10%
1179.HK	华住集团-S	2020/9/22	13.72%	16.12%
9688.HK	再鼎医药-SB	2020/9/28	20.86%	28.08%
2057.HK	中通快递-SW	2020/9/29	13.26%	15.98%
9991.HK	宝尊电商-SW	2020/9/29	15.23%	16.47%
9698.HK	万国数据~SW	2020/11/2	37.24%	29.20%
9901.HK	新东方-S	2020/11/9	23.58%	20.37%
2518.HK	汽车之家-S	2021/3/15	9.49%	8.18%
9888.HK	百度-SW	2021/3/23	14.95%	32.61%
9626.HK	哔哩哔哩-SW	2021/3/29	28.26%	50.43%
9961.HK	携程集团-S	2021/4/19	15.03%	23.85%
9868.HK	小鹏汽车-W	2021/7/7	9.31%	38.18%
2015.HK	理想汽车-W	2021/8/12	5.08%	31.74%
9898.HK	微博	2021/12/8	1.94%	6.96%
9866.HK	蔚来	2022/3/10	--	0.19%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. MSCI 成分调整以及双重主体上市标的可纳入港股通有望为在港中概股提供流动性支撑

由于港股相对美股流动性较低，中概股回归面临短期调整的压力，但随着 MSCI 指数成分的调整和更多标的纳入港股通，以科技股为核心的在港上市中概股流动性和估值有望企稳改善。从现有 MSCI 新兴市场指数前 10 大成分股来看，除了银行和保险公司外，剩余全部为中概股，其中阿里巴巴与京东已切换为港股标的，后续 ADR 转换和主要上市地变更或加速指数成分的调整，导致更多的海外资金流入港股市场。与此同时，双重主体上市的公司可被纳入港股通，便利境内投资者增配中概股，吸引南向资金。

图 10：MSCI 新兴市场指数前 10 大成分股

TOP 10 CONSTITUENTS			
	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)	Sector
TENCENT HOLDINGS LI (CN)	310.48	13.07	Comm Svcs
ALIBABA GRP HLDG (HK)	202.45	8.52	Cons Discr
MEITUAN B	90.11	3.79	Cons Discr
CHINA CONSTRUCTION BK H	72.12	3.04	Financials
JD.COM (HK)	62.10	2.61	Cons Discr
PING AN INSURANCE H	48.93	2.06	Financials
BAIDU ADR	42.39	1.78	Comm Svcs
NETEASE	39.29	1.65	Comm Svcs
ICBC H	33.72	1.42	Financials
CHINA MERCHANTS BANK H	32.86	1.38	Financials
Total	934.45	39.34	

资料来源：MSCI 官网，中国银河证券研究院

(二) 回港上市公司梳理

参照《针对优化海外发行人上市制度的改革看法咨询总结》列明的第二上市两项准则，我们初步预计会有 30 家中概股满足第二上市市值和合规记录门槛（假设均无不良记录且剔除打算私有化的公司）。其中，100 亿港元及以上市值的公司预计有 17 家，30-100 亿港元（不含）有 13 家，多数集中在软件服务、零售业和多元金融领域。

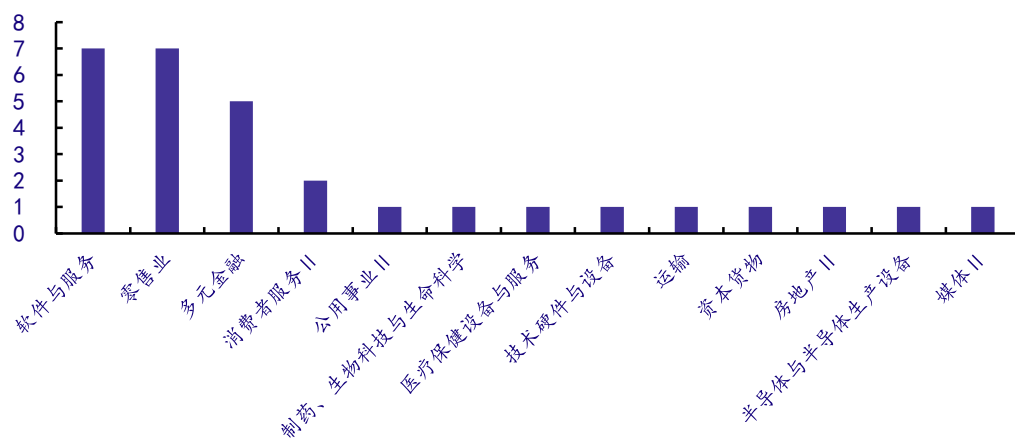
表 4：符合第二上市中概股清单

证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	总市值(亿港元)	股份类型	是否 VIE	美股上市日期
PDD.O	拼多多	342.27	2676.95	存托凭证	是	2018/7/26
LU.N	陆金所控股	114.25	893.57	存托凭证	是	2020/10/30
BEKE.N	贝壳	108.45	848.23	存托凭证	是	2020/8/13
TME.N	腾讯音乐	60.59	473.91	存托凭证	是	2018/12/12
LEGN.O	传奇生物	54.45	425.89	存托凭证	否	2020/6/5
VIPS.N	唯品会	43.66	341.45	存托凭证	是	2012/3/23
FUTU.O	富途控股	38.13	298.20	存托凭证	是	2019/3/8
ATCO.N	ATLAS	36.46	285.14	普通股	否	2005/8/9
MLCO.O	新濠博亚娱乐	30.98	242.31	存托凭证	否	2006/12/19
DQ.N	大全新能源	26.88	210.24	存托凭证	是	2010/10/7
MNSO.N	名创优品	22.03	172.30	存托凭证	否	2020/10/15
YY.O	欢聚	19.81	154.93	存托凭证	是	2012/11/21
QFIN.O	360 数科	18.25	142.75	存托凭证	是	2018/12/14
IQ.O	爱奇艺	16.54	129.34	存托凭证	是	2018/3/29
NEGG.O	新蛋	16.52	129.20	普通股	否	2010/4/22
CD.O	秦淮数据	14.44	112.92	存托凭证	是	2020/9/30
DADA.O	达达集团	13.66	106.85	存托凭证	是	2020/6/5
NOAH.N	诺亚财富	12.69	99.24	存托凭证	是	2010/11/10
TAL.N	好未来	12.32	96.33	存托凭证	是	2010/10/20
MOMO.O	挚文集团	9.89	77.33	存托凭证	是	2014/12/11
HOLI.O	和利时自动化	9.77	76.37	普通股	否	2008/8/1
FINV.N	信也科技	8.99	70.34	存托凭证	是	2017/11/10
VNET.O	世纪互联	5.56	43.52	存托凭证	是	2011/4/21
SOHU.O	搜狐	5.32	41.59	存托凭证	是	2000/7/12
RENN.N	人人网	5.17	40.43	存托凭证	是	2011/5/4
CO.N	国际脐带血库	4.55	35.55	普通股	否	2009/11/19
CYD.N	玉柴国际	4.54	35.53	普通股	否	1994/12/16
IDEX.O	优点互动	4.24	33.12	普通股	否	2012/5/30
SOL.N	瑞能新能源	3.97	31.07	存托凭证	否	2008/1/29
LX.O	乐信	3.92	30.68	存托凭证	是	2017/12/21

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

备注：总市值数据截止 2022 年 3 月 16 日收盘，美元兑港元汇率为 7.82。

图 11：符合第二上市条件中概股行业



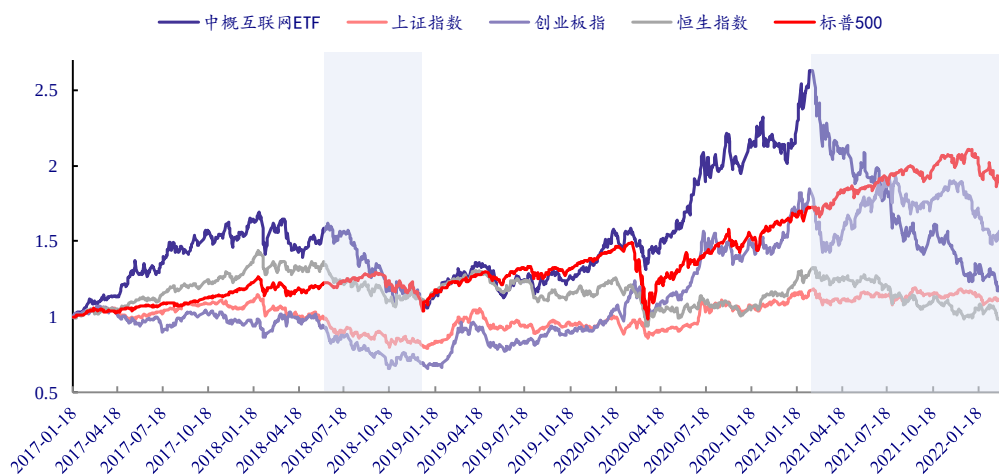
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、中概股下跌对 A 股上市公司的行业影响情况

（一）历史中概股下跌复盘（2018 年中旬-2019 年初）

复盘历史上中概股大幅下跌的阶段，一次是 2018 年中旬至 2019 年初(2018/6/15-2019/1/3)，一次是 2021 年初至今。下面我们详细复盘 2018 年中旬至 2019 年初中概股下跌的历史环境以及美股和 A 股的表现。

图 12：中概股下跌复盘



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018 年中旬开始，在中美贸易摩擦升级、互联网行业监管趋严的背景下，中概股经历了较大一轮的下跌，从 2018 年 6 月 15 日高点至 2019 年 1 月 3 日止跌期间，中概互联网 ETF 一路下跌，跌幅达 33%，在此期间，阿里巴巴、百度、京东、爱奇艺、微博、虎牙直播等大幅下跌 38%、43%、53%、63%、50% 和 37%，除 33 家上市公司上涨外，其余公司均有不同程度的

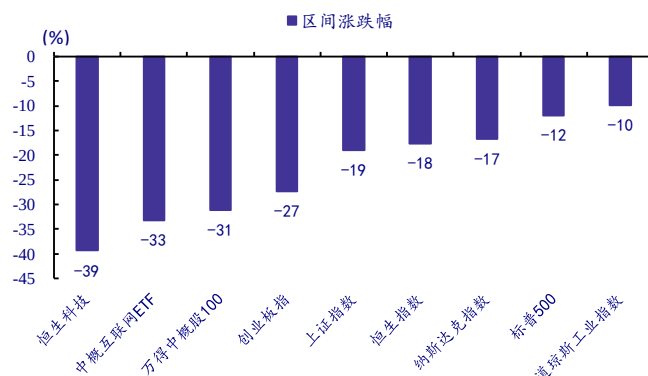
下跌，覆盖面较广。港股在中概股下跌的带动下也有所下行，恒生科技指数大幅下跌 39%，恒生指数下跌 18%。

图 13：中概互联网 ETF (2018/6/15-2019/1/3)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

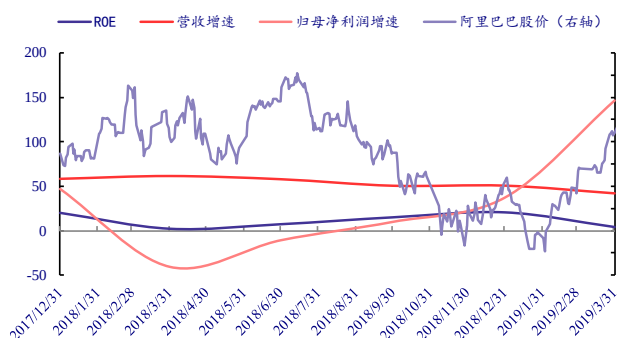
图 14：各主要指数区间涨跌幅表现 (2018/6/15-2019/1/3)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

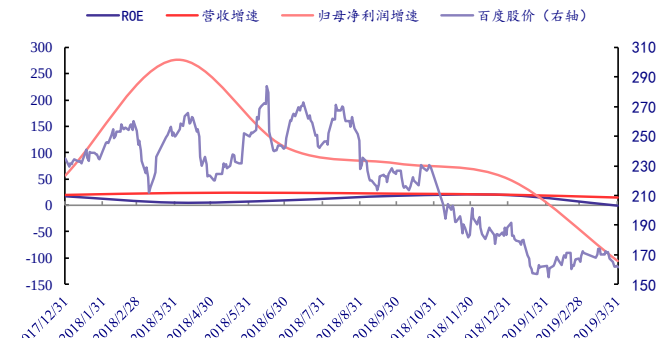
海外环境来看，美股在 2018 年伊始市场仍表现较为强劲，较好的企业盈利和《减税和就业法案》带动美股继续上涨。但从 2018 年 3 月 23 日起，中美贸易摩擦逐步发酵，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，表明会对中国进口商品加征关税、限制中国投资者对美投资并购。在特朗普一系列政策下，上半年美股市场的中概股一直承压较大，同时 2018 年 3 月 17 日脸书数据泄露事件的报告也带来了美股科技股的回调。2018 年 6 月后，贸易战成为市场最关注的话题，从 2018 年 7 月到 2019 年 9 月，美国相继列出 4 份清单，数次单边调高中国向美国出口商品关税，清单涉及的商品总金额超过 5500 亿美金，覆盖多数出口制造业商品种类，累计达到上万种类别，针对不同类别商品所额外加征的关税由 5% 至 25% 不等。中概股在这种背景下市场迅速恶化，市场信心被击破，随后开始下跌。贸易摩擦的升级不仅使美股中概股受到冲击，与中国有较好贸易往来的公司均受到一定程度的波及。但此时美股表现较好，同年 4 月至 9 月，美股再次进入上行通道，随中美贸易摩擦逐步升级，但美国经济状况较好，2018 年二季度名义 GDP 增速达 7.1%，且绝大部分公司盈利较强，支撑市场上行。进入 2018 年四季度后美国 10 年期国债收益率从 9 月 28 日开始大幅抬升，带动美股迅速回调。

图 15：阿里巴巴盈利及股价 (2018/6/15-2019/1/3)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：百度盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)



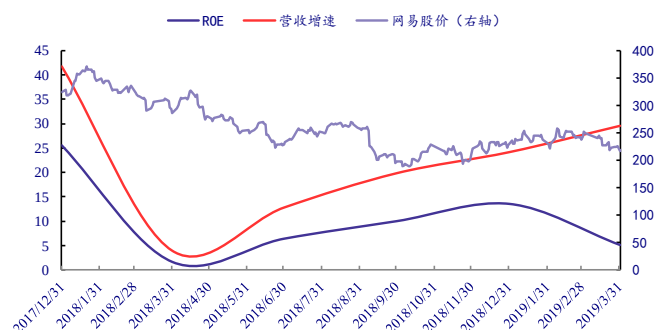
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：京东盈利及股价表现（2018/6/15-2019/1/3）



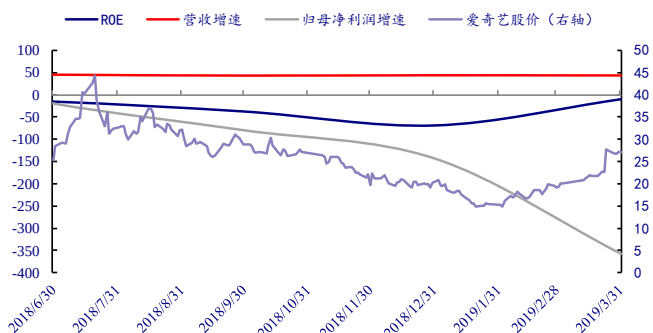
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：网易盈利及股价表现（2018/6/15-2019/1/3）



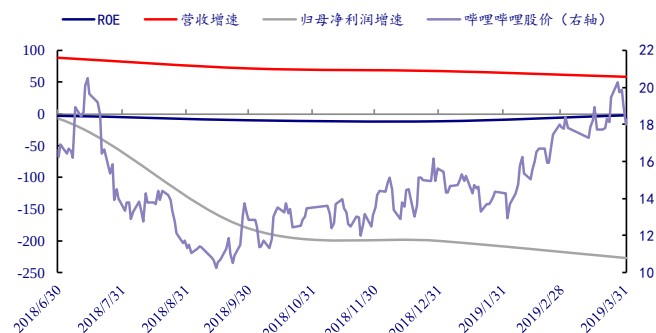
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：爱奇艺盈利及股价表现（2018/6/15-2019/1/3）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：哔哩哔哩盈利及股价表现（2018/6/15-2019/1/3）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内环境来看，2018 年年初 A 股延续 2017 年的上涨态势，1 月海外市场的大跌叠加中小公司业绩暴雷等带动市场整体转弱，而 2018 年三月份后，中美贸易摩擦也成为了重要的影响因素，6 月后市场进入快速下跌通道直至 9 月中旬，政策面的支撑使市场出现弱反弹。2018 年全年 A 股呈现全面普跌的行情，核心是基本面的恶化，经济数据全面下滑，企业利润下滑更多，2018 年全年工业企业利润总额同比增长 10.3%，增速较上一年大幅回落 10.7%，盈利面恶化，全 A 上市公司盈利增速普遍回落。与此同时，互联网行业监管趋严，2018 年 3 月起，网络游戏版本号暂停发放，8 月，《电子商务法》通过，互联网进入“调结构”阶段，而监管重点的转向也进一步使互联网公司承压。而随着经济面的下行，消费者与互联网相关的开支放缓，互联网公司的 B 端业务承压。同时自 2017 年以来，互联网巨头公司通过“出海”寻找新的业务增长点，但海外市场较为复杂，投入周期长，短期内互联网公司业绩承压，同时也带来海外业务扩张风险。互联网行业自身的问题也带动了中概股进一步回调。

表 5：2018 年以来美国单边对中国进口商品加征关税政策梳理

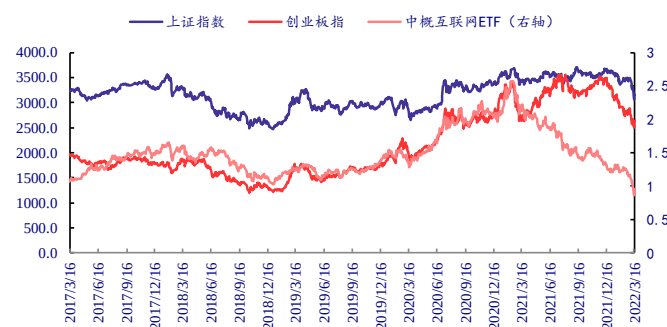
时间	相关内容	主要相关行业
2018 年 7 月 6 日	USTR 宣布对第一批清单 818 个类别、价值 340 亿美元的中国商品加征 25%进口关税	机械设备、电子、电气设备等制造行业及汽车行业
2018 年 8 月 23 日	USTR 宣布对第二批清单 279 个类别、价值 160 亿美元的中国商品加征 25%进口关税。	机械设备、电子、电气设备等制造行业及原材料化工行业
2018 年 9 月 24 日	USTR 宣布对第三批清单 5734 个类别、价值 2000 亿美元的中国商品加征 10%进口关税	机械设备、轻工制造、化工、汽车等多种行业
2019 年 5 月 11 日	USTR 宣布对 2018 年 9 月 24 日发布第三批清单相关加征进口关税上升至 25%	机械设备、轻工制造、化工、汽车等多种行业
2019 年 9 月 1 日	USTR 宣布对第四批清单 3229 个类别、价值 1200 亿美元的中国商品加征 15%进口关税	纺织服装、轻工制造、家用电器等消费行业以及制造行业
2020 年 2 月 15 日	中美第一阶段经贸协议达成，第四批清单相关加征进口关税下降至 7.5%	纺织服装、轻工制造、家用电器等消费行业以及制造行业

资料来源：USTR，中国银河证券研究院整理

（二）中概股下跌对 A 股上市公司影响

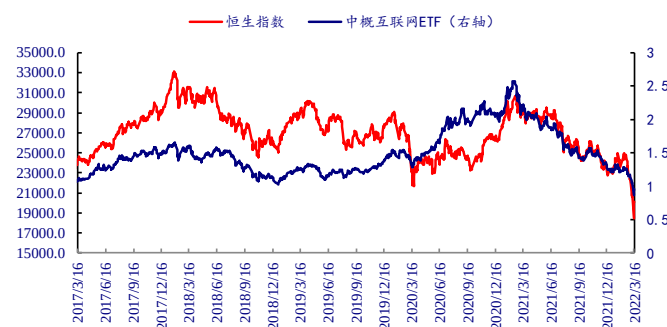
中概股下跌对 A 股上市公司影响较小。通过上文复盘我们可以发现几点规律：1. 中概股下跌原因与互联网自身行业发展阶段及中美两国关系是否稳定有较大关系。2. 中概股下跌对 A 股及美股市场均影响不大，而美股和 A 股市场的波动对中概股在一定程度上会产生冲击。3. 目前中概股巨头公司很多业务与国内市场息息相关，国内经济环境、市场环境等会影响部分中概股的盈利，进而通过基本面对中概股股价产生影响。4. 中概股与港股关联性较强，中概股的下跌会对港股产生一定冲击。而此次自 2021 年初至今中概股的下跌，也主要受互联网监管趋严、国内经济面承压，叠加俄乌紧张局势升级和美国证券交易委员会（SEC）将 5 家中国企业列入依据《外国公司问责法》标识的暂定名单等事件因素的影响，对美中概股潜在退市风险的担忧上升。但近日金融会的召开对中概股问题做出积极回应，表示目前中美双方监管机构已取得积极进展，正致力于形成具体合作方案，中概股大幅上涨。

图 21：中概股下跌对 A 股影响不大



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：中概股波动对港股有一定影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

今年以来中概股下跌幅度较大，且下跌速度较快，部分公司估值已近历史低位，近日金融委会议的召开大幅提振市场信心，助推市场短期反弹，俄乌冲突带来的情绪性影响也逐渐消化，短期市场在政策面催化下有一定机会。长期来看，中概股目前估值泡沫已有所挤压，将时间周期放长来看，处于性价比较高位置，价值投资思路重要性抬升，可逢低配置估值-盈利性价比高的优质个股。

六、附录

表 6：市值在 50 亿美元以上的中概股上市公司相关数据

代码	上市公司名称	上市地点	市值 (亿美元) 2022/3/17)	区间涨跌幅 (2021/1/1- 2021/3/17)	区间涨跌幅 (2022/1/1- 2022/3/17)	ROE (2021 中报)	营收增速 (2021 中报)	归母净利润增 速 (2021 中报)
BABA. N	阿里巴巴	US	2830	-56.9	-15.5	5.3	31.6	-33.8
PTR. N	中石油	US	1412	70.9	11.2	4.3	28.8	276.9
JD. O	京东	US	1011	-29.5	-11.6	2.2	31.6	-74.8
LFC. N	中国人寿	US	959	-27.6	-6.9	8.9	0.0	34.2
CYPC. L	长江电力 (GDR)	GB	785	30.3	3.4	5.1	0.0	8.6
SNP. L	中国石油化工 股份	GB	732	1.8	0.0	5.3	22.4	282.9
SNP. N	中石化	US	732	11.8	-0.8	5.3	22.4	282.9
NTES. O	网易	US	629	-10.0	-16.0	9.5	16.4	-1.3
BIDU. O	百度	US	498	-32.0	-1.1	12.2	22.4	592.5
PDD. O	拼多多	US	493	-77.8	-32.5	-0.8	141.3	90.2
CPIC. L	中国太保 (GDR)	GB	319	-36.6	-8.8	8.0	0.0	21.5
690D. D	海尔智家	DE	316	-15.8	-17.4	9.7	16.6	146.4
F								
NIO. N	蔚来	US	314	-61.4	-40.6	-20.7	222.7	-88.8
LI. O	理想汽车	US	267	-12.9	-21.8	-2.0	207.8	-291.0
XPEV. N	小鹏汽车	US	214	-41.7	-50.4	-5.9	569.3	-148.9
ZTO. N	中通快递	US	203	-14.5	-11.6	3.7	33.7	0.2
HTSC. L	华泰证券 (GDR)	GB	198	-10.4	-8.3	5.9	0.0	21.3
BGNE. O	百济神州	US	194	-26.8	-30.2	-11.1	542.2	40.8
AIRC. L	中国国航	GB	183	5.4	0.0	-9.1	27.0	28.2
YUMC. N	百胜中国	US	181	-23.3	-12.9	6.4	37.0	111.9
HNP. N	华能电力	US	160	39.5	-28.6	3.1	20.4	-26.1
ZNH. N	南方航空	US	159	-0.7	-0.7	-6.5	33.2	42.7
LU. N	陆金所控股	US	155	-55.6	11.9	11.4	0.0	34.1
BEKE. N	贝壳	US	154	-79.1	-36.0	3.2	64.6	35.0
TCOM. O	携程网	US	146	-33.9	-9.4	1.1	26.7	119.4
ACH. N	中国铝业	US	142	67.9	6.1	5.5	43.5	8511.0
CEA. N	东方航空	US	136	-14.1	-0.2	-9.8	38.0	39.0
DIDI. N	滴滴出行	US	123	-81.9	-48.6	-16.5	75.0	-366.8
H78. SG	香港置地	SG	112	18.9	-5.6	0.0	0.0	0.0
SDIC. L	国投电力 (GDR)	GB	111	24.8	-4.9	5.0	10.7	-24.0
HTHT. O	华住	US	107	-27.5	-12.6	1.1	49.1	104.8
BILI. O	哔哩哔哩	US	103	-72.2	-48.6	-12.3	70.2	-84.2
BZ. O	BOSS 直聘	US	102	-31.6	-27.0	-24.2	175.9	-256.4
GDS. O	万国数据	US	72	-63.1	-26.7	-2.2	38.2	-196.8
TME. N	腾讯音乐	US	71	-78.2	-38.8	3.4	19.6	-4.0

YMM. N	满帮集团	US	63	-72.9	-30.3	-7.8	99.5	-497.7
WB. O	微博	US	62	-41.0	-22.0	4.5	45.4	-47.8
LEGN. O	传奇生物	US	60	38.5	-16.3	-55.6	46.5	3.7
DAT. L	DATANG	GB	56	0.0	0.0	4.0	13.3	-10.4
	INTERNATIONAL POWER GENERATION							
VIPS. N	唯品会	US	53	-72.2	-7.0	9.0	35.2	18.7
FUTU. O	富途控股	US	51	-23.7	-19.3	11.6	0.0	333.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 表 目 录

图 1: 海外上市中概股-按国家划分	3
图 2: 海外上市中概股-按 Wind 行业划分	3
图 3: 每年上市的中概股数量	3
图 4: 中概股 2021 年以来下跌行情与《海外公司问责法案》的关联	4
图 5: 中概互联网 ETF (2018/6/15-2019/1/3)	5
图 6: 各主要指数区间涨跌幅表现 (2018/6/15-2019/1/3)	5
图 7: 《外国公司问责法案》及相关细则与国内现有监管情况对比	6
图 8: 已在港交所上市中概股数量	7
图 9: 上市地位转换相关规定	8
图 10: MSCI 新兴市场指数前 10 大成分股	9
图 11: 符合第二上市条件中概股行业	11
图 12: 中概股下跌复盘	11
图 13: 中概互联网 ETF (2018/6/15-2019/1/3)	12
图 14: 各主要指数区间涨跌幅表现 (2018/6/15-2019/1/3)	12
图 15: 阿里巴巴盈利及股价 (2018/6/15-2019/1/3)	12
图 16: 百度盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)	12
图 17: 京东盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)	13
图 18: 网易盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)	13
图 19: 爱奇艺盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)	13
图 20: 哔哩哔哩盈利及股价表现 (2018/6/15-2019/1/3)	13
图 21: 中概股下跌对 A 股影响不大	14
图 22: 中概股波动对港股有一定影响	14
表 1: 海外发行人上市制度修订-针对大中华地区发行人相关规定	7
表 2: 已在港交所上市中概股清单	7
表 3: 已在港交所上市中概股成交量占全球成交量比重	9
表 4: 符合第二上市中概股清单	10
表 5: 2018 年以来美国单边对中国进口商品加征关税政策梳理	14
表 6: 市值在 50 亿美元以上的中概股上市公司相关数据	15

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：

解学成，中国人民大学财政金融学博士，2020 年加入银河研究院，曾就职于中国证券市场研究设计中心（联办）、西南证券、申万宏源。

张一纬，银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016 年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业 5 年。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn