

海外热潮回落，港交所或将成为资本市场关注重点

SPAC 研究专题报告

分析师：卫以诺

执业证书编号：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

- 1 《其他：2022 年中国资产管理行业大事记之生态篇-2023 中国金融产品年度报告》 2023-03-01
- 2 《其他：2022 年中国资产管理行业大事记之市场篇-2023 中国金融产品年度报告》 2023-02-27
- 3 《其他：2022Q4 基金销售数据：保有规模下降，竞争格局生变-行业数据点评报告》 2023-02-13

◎ 报告摘要：

- SPAC（Special Purpose Acquisition Companies），即“特殊目的收购公司”，本质是一家没有实际业务运作的空壳公司。其目的是首次公开募集资金上市后，在规定时间内通过合并、股份购买、股份交换、资产收购等形式并购一家未上市的目标公司，使该目标公司可间接获得上市地位。作为传统 IPO 的替代方式，SPAC 模式顺应了数字经济环境下公司融资节奏加快的趋势，融合多种上市模式的优点，对各个参与主体均有优势可依。
- 海外 SPAC：井喷期增长后遇断崖式下跌，市场或回归平稳发展。美国作为全球重要的 SPAC IPO 市场，随着监管加强及 2021 年部分 SPAC 企业在并购完成后股价大幅下跌的冲击，2022 年 SPAC IPO 数量和募资规模同比井喷期均呈现下降态势，但相比 2019 年仍维持 45.76% 的正增长，上市后股价表现较差。整体来看，美国 SPAC 市场井喷期红利或将褪去，继续回到井喷前夕的稳步增长阶段。新加坡资本市场容量较小、流动性较差，SPAC 机制与港交所相比起步虽早但发展相对较慢，目前仅 3 家 SPAC 公司上市。
- 中国香港市场：中概股回港升温，SPAC 机制特色突出。2022 年中国香港 IPO 市场年中表现分化，下半年活跃度明显回暖，全年共有 14 家 SPAC 公司递表，5 家上市，6 家已失效，受已上市公司短时间内没有成功并购案例，以及《有关特专科技公司上市制度的咨询文件》等政策发布降低 SPAC 上市融资优势对部分特专科技公司的吸引力等因素影响，2022 年下半年递表数量有所下降。港交所已上市 5 家 SPAC 交投相对低迷，主要受限于散户投资者参与受限、市场观望心态犹存等多方原因。
- 如何入局：精准择时找准窗口，具备先发优势者可最先受益。谋求上市的企业可以成为 SPAC 的发行人及并购目标公司，实现融资上市目的；也可以成为 SPAC 模式的投资者，通过制定投资策略在并购前后深入参与 SPAC 业务并实现盈利。普通投资者入局需要明确自身资格，建立风险意识，选定合适标的，并通过精准择时主动出击谋求投资收益。中介机构应持续关注市场规则变化，通过提供特色化专业服务率先入局者抢占先机，谋求先发优势。
- 资源禀赋加持，港交所有望成为新经济企业上市首选地。动态博弈下，国内外监管政策叠加境外上市路径面临重重关卡，随着港交所战略规划持续落地，投资者保护机制突出的 SPAC 机制加持，新经济生态圈逐步完善叠加中概股回港升温，港交所新经济市场地位将进一步稳固，未来有望成为资本市场关注重点。
- 风险提示：本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

内容目录

1. SPAC 业务概述	4
1.1. SPAC 运作流程：完成并购上市需携五将、闯四关	4
1.2. SPAC 引入现状：亚洲新兴市场积极入局，上市规则有所放宽	6
1.3. 主流交易所比较：港交所机制更加严格，投资者保护突出	6
1.4. 与传统 IPO 相比：SPAC 模式优势凸显，参与主体均有优势可依	8
2. SPAC 发展动态：海外市场遇冷，港股机制平稳起步	9
2.1. 海外 SPAC：井喷期增长后遇断崖式下跌，市场或回归平稳发展	9
2.1.1. 美国 SPAC：井喷潮褪去，稳步发展或将继位	9
2.1.2. 新加坡 SPAC：起步虽早但耐力不足，首批上市后再无动静	14
2.2. 中国香港市场：中概股回港升温，SPAC 机制特色突出	15
2.2.1. 港交所 IPO 市场下半年回暖，中概股回港上市浪潮升温	15
2.2.2. SPAC 机制平稳起步，短暂低谷后静待花开	16
3. 如何入局：精准择时找准窗口，具备先发优势者可最先受益	19
3.1. 谋求上市的公司：进可攻、退可守	19
3.1.1. 参与方式 1：自我崛起，勇担 SPAC 发起人	19
3.1.2. 参与方式 2：增强实力，博取 SPAC 公司青睐	20
3.2. 投资者：自我剖析选定战场，明辨风险精准择时	21
3.3. 中介结构：关注市场规则变化，率先入局者可抢占先机	24
4. 展望：资源禀赋加持，港交所有望成为新经济企业上市首选地	24

图表目录

图 1：SPAC 上市的四个阶段及相关运作流程	4
图 2：SPAC 并购前后资本结构对比	5
图 3：2003-2022 年美国 SPAC IPO 数量及比率	9
图 4：2003-2022 年美国 SPAC 融资规模及占比情况	10
图 5：2003-2022 年美国 SPAC 单宗融资额（亿美元）	10
图 6：2018 年 5 月-2023 年 3 月 SPAC 权证指数价值表现	10
图 7：截至 2022 年底美国 SPAC 企业各阶段占比（%）	11
图 8：2017-2023 年完成 De-SPAC 数量及价值表现	11
图 9：2022 年美国 SPAC 上市各阶段数量及价值表现	12
图 10：2019-2022 年美国 SPAC 发起人国别分布 TOP10（除美国外）	12
图 11：2019-2022 年亚洲投资者发起于美国上市的 SPAC 数量	12
图 12：2019-2022 年间美国 SPAC 上市企业涉及行业分布情况	13
图 13：2022 年 SPAC 上市首日相对于 IPO 发行价的平均 VWAP（成交量加权平均价）表现	13
图 14：根据合并后公司预估值（Pro Forma Equity Value）划分的美股 De-SPAC 的股票回报率（中位数）	13
图 15：美股不同行业企业 De-SPAC 的股票回报率（中位数）	13
图 16：2020-2022 年港交所 IPO 数量及规模情况	15
图 17：已上市 5 家港股 SPAC 上市以来交投额及换手率情况	17
图 18：SPAC 发行人盈利路径：可通过投资杠杆获得潜在巨额收益	19
图 19：SPAC 完成前（后）VIE 红筹和股权控制架构图	20
图 20：2015-2020 年上市的 SPAC 与传统新股公司上市首月平均回报率（%）	22
图 21：2019 年 1 月至 2020 年 6 月期间美股 SPAC 发起人素质与 SPAC 合并后平均回报率的关系	22
图 22：作为投资参与 SPAC 业务的路径探析及盈利分析	23

表 1: SPAC 业务的主要参与者与对应职能	5
表 2: 各交易所 SPAC 业务引入情况	6
表 3: 中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 发起人资质比较	7
表 4: 中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 规则全面比较	7
表 5: 新加坡交易所 3 家上市 SPAC 公司的全景分析	14
表 6: 新加坡 3 家上市 SPAC 公司 IPO 结构	15
表 7: 中国香港 14 家 SPAC 公司的全景分析	16
表 8: 中国香港已上市 5 家 SPAC 公司并购状态	18
表 9: 港交所、美国及新交所 SPAC 寻找并购标的部分条款对比	20
表 10: SPAC 合并前后发起人股份转换情况模拟示例	21
表 11: SPAC 公司 De-SPAC 后股权稀释情况模拟示例	21
表 12: 中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 投资者资格比较	21
表 13: 2022 年中国香港 IPO 市场承销、保荐机构及律所排名 TOP10 明细	24

1. SPAC 业务概述

SPAC (Special Purpose Acquisition Companies), 即“特殊目的收购公司”, 也被称为“空头支票公司”(Blank Check Companies), 本质上是一家没有实际业务运作的空壳公司。其目的是首次公开募集资金上市后, 在规定时间内(一般为 24 个月)通过合并、股份购买、股份交换、资产收购、重组等形式并购一家未上市的目标公司, 使该目标公司(亦称“继承公司”)可间接获得上市地位, 相比普通 IPO, 具有上市耗时较短、定价方式更灵活、投资路径较清晰等优势。

1.1. SPAC 运作流程: 完成并购上市需携五将、闯四关

企业借助 SPAC 上市的运作逻辑本质是“借壳上市”, 从成立到完成并购上市的整体运作流程可分为四个阶段:

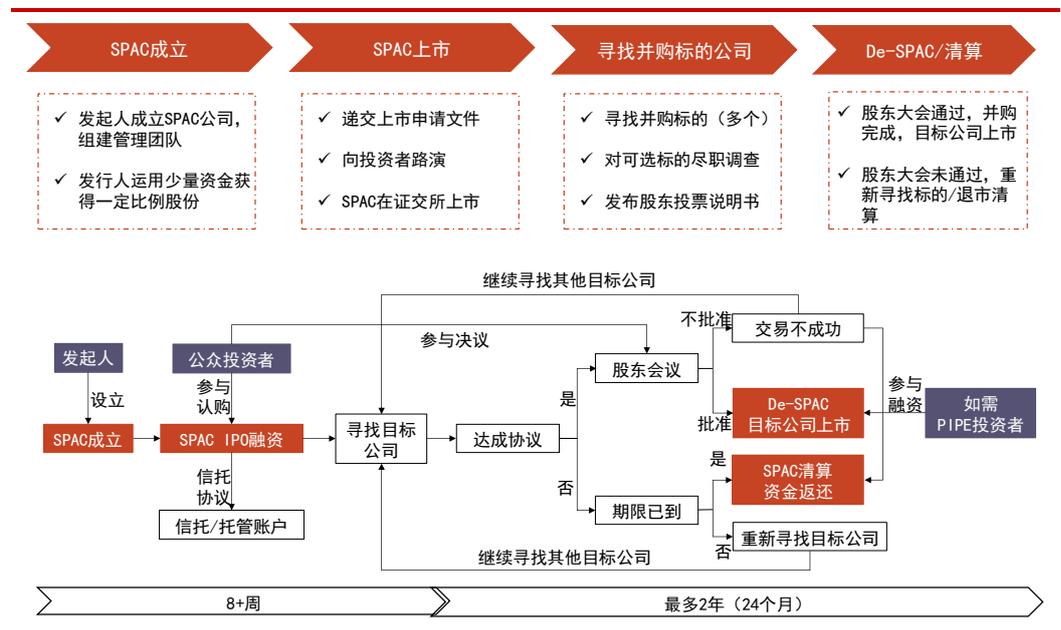
1) SPAC 成立: 具有投资、投行等专业经验的资深投资人或资产管理公司担任发起人或管理团队发起设立 SPAC 公司, 发起人可以投入极少量资金获得一定比例(通常为 20%)的发起人股份。

2) SPAC 上市: SPAC 成立后, 可向上市地监管机构及证券交易所提交上市申请。通过审核后, SPAC 将通过发行股份投资单位(每股份投资单位(Unit)=1 股普通股(common share)+部分的认股权证(warrant))募集资金, 所募资金通常存入第三方封闭式信托账户(trust)直至收购完成。

3) 寻找并购目标公司: SPAC 上市后, SPAC 发起人需要在规定期限内(一般为 24 个月)寻找具有运营实体的目标公司, 并与其管理层就并购交易条款等内容磋商达成一致后, 向股东发布股东投票说明书待 SPAC 股东大会投票批准。

4) De-SPAC/清算: 若股东大会表决通过, SPAC 与该并购目标公司合并, 因交易而组成的继承公司会成为上市发行人并取代原来 SPAC 的上市地位, 以新的证券代码和证券名称在二级市场上市交易。若并购交易被股东大会否决, SPAC 发起人需在期限内重新寻找并购目标。一般情况下, 发起人若未在规定时间内找到并购目标, SPAC 将面临退市清盘, 此时需要将信托账户中的资金返还给投资者。

图 1: SPAC 上市的四个阶段及相关运作流程



资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

五大参与者协同助力 SPAC 完成上市并购。在一个普通 SPAC 首次上市至完成并购交易过程中，除中介机构外，主要的市场参与主体有三类：SPAC 发起人，SPAC 投资者和将通过 SPAC 并购方式实现上市的拟上市主体，此外，港交所 SPAC 新增了 PIPE 投资者等内容。

表 1: SPAC 业务的主要参与者与对应职能

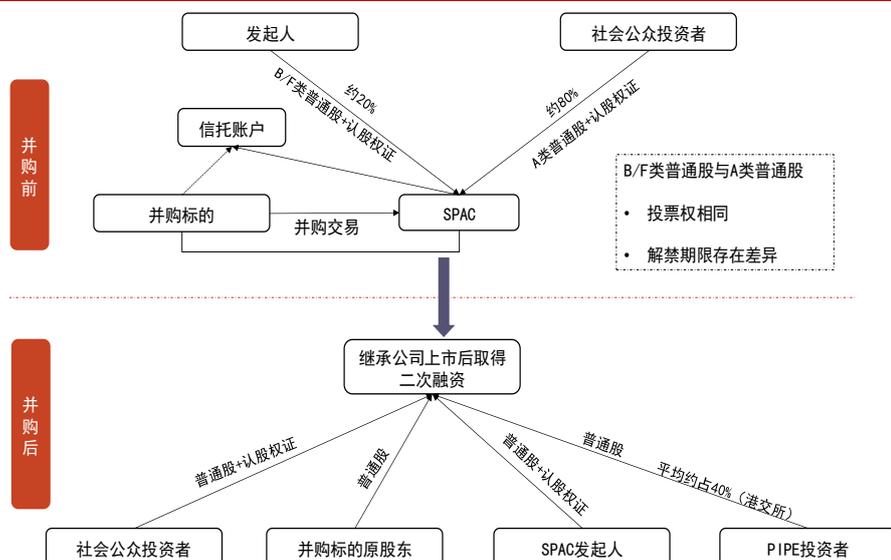
主要参与者	主要承担职能
发起人	创立 SPAC，寻找标的公司并完成并购
公众投资人	IPO 阶段购买 SPAC 单位 (Unit) 参与投资，每个单位由一股普通股和部分认股权证组成
PIPE 投资人 (私募股权投资)	参与上市后私募投资交易，保证 SPAC 并购交易顺利进行，并获得投资回报
中介机构	投行、律师事务所、会计师事务所等专业机构
交易所	除股票在交易所上市以外，SPAC 通常会提供权证、认股权证等股票衍生品在交易所同步上市
被并购公司	SPAC 并购交易后替代 SPAC 在交易所存续

资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

并购前后 SPAC 公司资本结构会发生变化。SPAC 一般只发行两类普通股：A 类普通股与 B/F 类普通股。A 类普通股：SPAC 向公众发行的普通股。B/F 类普通股：SPAC 向发起人发行的普通股（也称“发起人股份”）。在 SPAC 上市之前，发起人会以极低的名义对价（美国市场通常为 2.5 万美元）认购发起人股份。一般情况下，发起人股份在 SPAC 上市后约占 SPAC 总股份的 20%。若 SPAC 并购成功，发起人股份能够以一定比例（通常为 1:1）转换为继承公司普通股。

合并前资本结构：SPAC 发起人拥有约 20% 的股份，投资单元由 B/F 类普通股和认股权证构成；社会公众投资者拥有约 80% 的股份（一般为 SPAC IPO 时认购），投资单元由 A 类普通股和认股权证构成。在并购交易完成之前，发起人和社会公众投资者认购股份缴纳的资金均需存放在指定信托账户。**合并后资本结构：**继承公司上市并进行二次募资，考虑引入 PIPE 投资者，SPAC 发起人持有的股份可以自动转换为继承公司 A 类普通股并在交易所自由买卖。此时，继承公司股东变为原股东、社会公众投资者、SPAC 发起人、PIPE 投资者。

图 2: SPAC 并购前后资本结构对比



资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

1.2. SPAC 引入现状：亚洲新兴市场积极入局，上市规则有所放宽

SPAC 最早出现在加拿大多伦多证券交易所，用于收购矿业公司。经过近三十多年的发展，美国纳斯达克交易所（“纳斯达克”）与纽约交易所（“纽交所”）已经成为全球最大的 SPAC 市场。2021 年以来，欧洲、亚洲等国际金融中心城市都在考虑新设 SPAC 上市机制，英国于 2021 年 8 月 10 日正式落地新的 SPAC 上市机制；2021 年 9 月 3 日，新加坡交易所（“新交所”，SGX）SPAC 上市框架规则正式生效；2021 年 12 月 17 日，港交所宣布在港股引入 SPAC 机制；以色列特拉维夫证券交易所正与以色列证券管理局就可能允许 SPAC 公司上市进行谈判；东京证券交易所社长山道裕也曾表示将会根据日本市场和投资者特性引进适合的 SPAC 上市制度。

英国、新加坡、中国香港等资本市场纷纷调整 SPAC 上市规则，新设机制在上市规模、发起人持股要求等方面有所放宽。2021 年，英国新的 SPAC 上市机制计划引入“同股不同权”制度，让董事和创始人在特定事宜决策中拥有更大表决权，上市公司的最低公众持股量将由 25% 降至 15%。新交所于 2021 年正式生效的 SPAC 上市框架规则比最初设想的更为宽松，规定 SPAC 上市时市值不可低于 1.5 亿新元（约合 1.1 亿美元），市值要求仅为早期意见稿的一半，而且发起人只需在 SPAC 上市时认购不低于 2.5% 至 3.5% 的股份即可。中国港交所咨询文件较原有建议在 SPAC 机构专业投资者人数、董事要求、投票权与股份赎回权捆绑、强制性独立 PIPE 投资和权证摊薄上限等方面有所放宽。例如，将 SPAC 证券必须分配给至少 30 名机构专业投资者的要求降低到 20 名，调整限制投资者赎回 SPAC 股份的规则，以及 SPAC 可以发行认股权证，最高可达已发行股份数量的 50%，与新加坡相同，高于最初提案中的 30%。

表 2：各交易所 SPAC 业务引入情况

交易所	实施情况介绍	SPAC 引入进展
加拿大多伦多证券交易所	全球最早实施	加拿大多伦多证券交易所用于收购矿业公司设置的收购计划，现在依然保留，加拿大称为 CPC 业务
美国纳斯达克交易所	全球规模最大	1993 年美国 GKN 证券注册 SPAC 商标，将 SPAC 推向市场。目前，纳斯达克和纽交所是全球最大的 SPAC 业务市场
英国伦敦交易所	欧洲最早实施	2021 年 4 月，英国金融行为监管局 (FCA) 实施了对 SPAC 上市规则的修改，2021 年 8 月 10 日 SPAC 上市机制正式落地
泛欧证券交易所	欧洲影响力最大	欧洲公司的 SPAC 上市中心
韩国交易所	亚洲最早实施	2009 年，韩国交易所 (KRX) 成为首个引入 SPAC 上市机制的亚洲交易所
马来西亚证券交易所	东南亚最早实施	2009 年制定了专门针对 SPAC 的指引，并于 2011 年出现东南亚第一家 SPAC 上市
新加坡交易所	已经实施	2021 年 9 月 2 日公布 SPAC 主板上市的正式规则并于次日生效
中国香港证券交易所	已经实施	2021 年 12 月 17 日，SPAC 上市制度，新规定将于 2022 年 1 月 1 日生效
瑞士证券交易所	已经实施	2021 年 12 月 6 日，SPAC 将被允许在瑞士证券交易所 (SIX) 上市和交易

资料来源：加拿大多伦多证券交易所、美国纳斯达克交易所、英国伦敦交易所、泛欧证券交易所、韩国交易所、马来西亚证券交易所、新加坡交易所、中国香港证券交易所、瑞士证券交易所、华宝证券研究创新部

1.3. 主流交易所比较：港交所机制更加严格，投资者保护突出

港交所与新交所及美国交易所相比，在最低集资规模、发起人资格、投资者资格、最低每股价格等多方面的规定存在差异。港交所对于 SPAC 设立时的发起人资格、投资者资格都设置了更加严格的标准，并引入独立第三方投资者（PIPE）。

从发起人资质看，港交所与美国和新加坡相比要求更为严苛，一方面要求 SPAC 发起人须符合关于人性、经验及诚信方面的适合性及资格规定；另一方面必须至少有一名 SPAC 发起人为中国香港证监会第 6 类（就机构融资提供意见）及/或第 9 类（提供资产管理）的持牌人，并持有至少 10% 发起人股份。对于在海外有丰富经验并经认证的非中国香港持牌 SPAC 发起人，港交所将酌情考虑豁免相应资质要求。

表 3：中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 发起人资质比较

交易所	发起人资质
港交所	需要符合相关符合性及资格规定；须持有中国香港证监会所发第 6 类（就机构融资提供意见）及/或第 9 类（提供资产管理）牌照（酌情考虑豁免在海外拥有丰富经验并经认证的非中国香港持牌 SPAC 发起人）
新加坡交易所	主要考量 SPAC 发起人的过往业绩记录、声誉以及其管理团队的经验和专业性知识。
美国监管制度	美国证券交易委员会（SEC）负责审阅 SPAC 有关的法律和会计事项备案文件，向 SPAC 提出问题、宣布登记上市；交易所主要以发挥市场主观能动性为主，对于发起人没有很高的要求，若发起人能顺利融资，美国的交易所一般也会认可。

资料来源：港交所，新交所，纽交所，纳斯达克，华宝证券研究创新部

从投资者资格看，港交所对于投资者在不同阶段参与交易存在差异化要求。专业投资者更具备准确评估、监察和减轻 SPAC 相关风险组合的能力，港交所整体上采取了更严格的框架保护散户投资者，在 SPAC 并购交易前，仅限专业投资者投资 SPAC，SPAC 并购交易后，买卖继承公司的股份将不受此限。新交所与纳斯达克未作要求。

从最低募资规模看，港交所募集资金规模设定明确且要求较高。较高的集资额度要求能够说明 SPAC 发起人声誉良好，有利于后续 SPAC 并购交易以及并购后继承公司符合港交所上市要求，港交所明确募资规模为 10 亿港元，相当于 1.5 亿美元。新交所没有为 SPAC 设定最低的首次公开发售募资额要求，但规定市值要达 1.5 亿新元（约 1.12 亿美元），美国交易所对募资规模没有给予明确要求。

从是否需要独立 PIPE 投资者参与看，港交所强制要求引入独立第三方投资者降低 SPAC 交易风险。SPAC 并购标的可能存在估值不实的风险，而通过引入独立第三方（如 PIPE）可以加以验证并降低风险。有鉴于此，港交所强制独立第三方参与投资，并在投资者资质、投资比例、股东批准、披露要求等方面制定了相当严格的要求，PIPE 最低占比需要根据 SPAC 并购估值确定。

表 4：中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 规则全面比较

规则	中国香港（港交所）	新加坡（新交所）	美国（纽交所/纳斯达克）
发起人资格	具有由证监会发出的第 6 类（就机构融资提供意见）及/或第 9 类（提供资产管理牌照）；	无牌照要求	无牌照要求
投资者资格	SPAC 证券需分配给至少 20 个机构投资者	未做要求	未做要求
最低市值（集资规模）	10 亿港元以上	1.5 亿新元（约 1.1 亿美元）	5000 万美元（纳斯达克资本市场）-1 亿美元（纽交所）
最低公众持有人	继承公司须至少有 100 名股东（而非传统	至少 25% 已发行股份由至	300-400 人

敬请参阅报告结尾处免责声明

	IPO 的 300 名)	少 300 名公众股东持有										
最低每股价格	10 港元	5 新元	2-4 美元不等，通常以每单位 10 美元上市发行									
SPAC 公司设立地	中国香港	新加坡	未做要求									
发起人最低投资份额	至少一名发起人持有 10% 的发起人股份	根据 SPAC 市值，份额可为 2.5%~3.5%	无相关规定									
发起人提成股份上限	10%	20%	无相关规定									
是否允许同股不同权	无相关规定	不允许	无相关规定，但通常会分为发起人股与投资者股两类									
IPO 到完全并购的时间	36 个月，最多可延长 6 个月	24 个月，最多可延长 12 个月	36 个月，但一般约定在 18-24 个月完成 De-SPAC									
受托账户中的募集资金最低比例	100%	90%	90%，但市场惯例为 100%									
SPAC 并购交易审批标准	符合相关交易所关于 IPO 的规定，且估值将受到严格审查	继受公司须符合相关交易所关于 IPO 的规定										
SPAC 并购交易的股东会批准要求	过半数 SPAC 股东赞成，但不包括发起人及其他拥有重大权益的股东	须过半数 SPAC 股东赞成，并受限于章程										
独立 PIPE 投资人要求	PIPE 投资至少要有 50% 来自至少 3 名机构投资者，资产管理总值须分别 ≥ 80 亿港元； 按不同规模的并购估值有 5 档最低门槛： <table border="1" data-bbox="327 1055 673 1312"> <thead> <tr> <th>SPAC 并购估值 (亿港元)</th> <th>PIPE 最低占比：</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>估值 < 20</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>20 \leq 估值 < 50</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>50 \leq 估值 < 70</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>70 \leq 估值</td> <td>7.5%</td> </tr> </tbody> </table>	SPAC 并购估值 (亿港元)	PIPE 最低占比：	估值 < 20	25%	20 \leq 估值 < 50	15%	50 \leq 估值 < 70	10%	70 \leq 估值	7.5%	没有规定
SPAC 并购估值 (亿港元)	PIPE 最低占比：											
估值 < 20	25%											
20 \leq 估值 < 50	15%											
50 \leq 估值 < 70	10%											
70 \leq 估值	7.5%											
权证摊薄限制	摊薄上限为 50%，须披露摊薄后的影响		没有规定									
赎回权	全体股东享有	仅限独立股东享有	全体股东享有									
锁定期	12 个月	6 个月(相关要求的发起人需就所持股份的 50% 再多履行 6 个月的锁定期)	无相关规定，市场惯例为完成并购后的 6-12 个月									

资料来源：港交所，新交所，纽交所，纳斯达克，华宝证券研究创新部

1.4. 与传统 IPO 相比：SPAC 模式优势凸显，参与主体均有优势可依

作为传统 IPO 的替代方式，SPAC 模式顺应了数字经济环境下公司融资节奏加快的趋势，融合了多种上市模式的优点，对各个参与主体均有优势可依。具体如下：

对于发起人而言。1) 上市时间短。与传统 IPO 相比，SPAC 公司一般无现金资产，业务可披露信息少，上市文件内容简单，上市流程简化。除去 SPAC 与标的公司谈判不确定等因素影响，正常情况下在 6 个月内即可完成上市。2) 交易成本低。相较于传统 IPO 项目 5%-7% 的承销费率，目前美国 SPAC 项目的承销费率最高仅为 5.5% (2% 在上市时支付，3.5% 存入信托账户于 De-SPAC 后支付)。3) 融资渠道多。SPAC 模式除在 IPO 时可向公众和机构投资者募资外，还可在 De-SPAC 阶段引入 PIPE。此外，SPAC 发起人还可低价认购 SPAC 初始股份 (通常为 20%)，如果并购标的优质，在并购完成后发起人权益能够实现大幅增值。

对于投资者而言。1) **低成本投资博弈**。投资者取得的投资单元包含普通股和认股权证。投资人若不满意并购标的或 De-SPAC 未成功, 可以从信托账户中收回大部分投资; 如果并购标的的优质, 并购后股价的快速上升能够给投资者带来超额收益。2) **专业团队背书**。SPAC IPO 一般有专业的发起人和管理团队, 投资者可利用这些人的专业经验和资源, 寻找并投资于有前景的标的企业。3) **资金相对安全**。与其他投资工具相比, SPAC 募集的资金在并购前存入信托账户安全可靠。

对于寻求上市的目标公司而言。SPAC 除了具备上市时间短、交易成本低等优势, 还具备以下特点。1) **估值更合理**。传统 IPO 上市定价不确定性较高, 一般是在路演过程中根据市场情况决定估值大小, 很难评估创新前沿的新经济企业价值。SPAC 制度下企业的估值主要取决于发起人和 PIPE, 能够高度契合中国内地新经济企业实际需求。2) **上市门槛更低**。SPAC 上市基本没有历史业绩、资产和经营年限的要求, 为无法通过传统 IPO 途径上市的标的公司提供上市新途径。3) **上市成功率更高**。SPAC 作为已上市公司, 收购标的公司的交易仅需双方同意即可, 发行失败风险相对较小。

2. SPAC 发展动态: 海外市场遇冷, 港股机制平稳起步

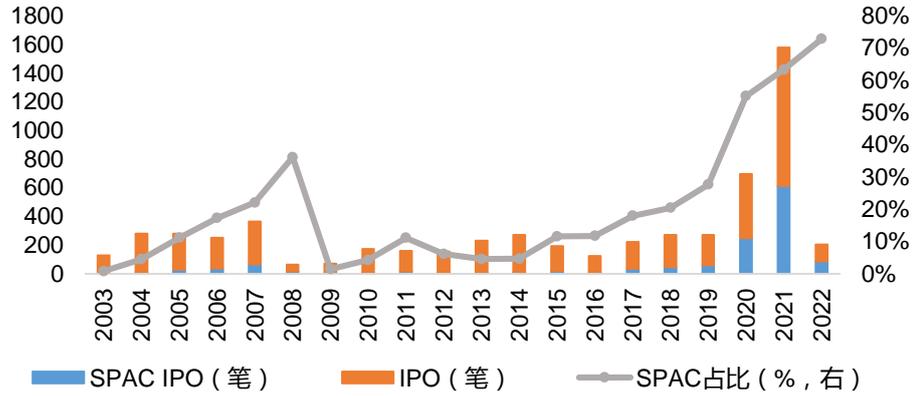
2.1. 海外 SPAC: 井喷期增长后遇断崖式下跌, 市场或回归平稳发展

2.1.1. 美国 SPAC: 井喷潮褪去, 稳步发展或将继位

美国作为全球最重要的 SPAC 市场, 在经历井喷期增长后开始回到平稳发展期。2014 年资本市场回暖后, 美国 SPAC IPO 市场开始进入稳定发展期, 2020 年全球经济受到新冠疫情严重冲击, 美国联储实行量化宽松政策, 在低利率、SPAC 宽监管、传统 IPO 受限等市场环境下, SPAC 以其方便快捷的融资优势受到上市者追捧, 美国作为最大的 SPAC 市场率先受益, 2020-2021 年发行量呈现井喷式增长。但 SPAC 业态井喷背后由于信息不对称产生的证券欺诈等问题引发市场关注, SEC 出台系列政策针对 SPAC 加强监管, 叠加 2021 年部分 SPAC 企业在并购完成后股价大幅下跌的冲击, 2022 年 SPAC IPO 数量和募资规模同比井喷期出现大幅下跌, 但相比井喷前的 2019 年仍维持 45.76% 的正增。整体来看, 美国 SPAC 市场基本回归到井喷前夕的稳步增长阶段。

美国 SPAC 市场上市数量和募资规模双下滑, 上市数量与井喷前夕相比基本稳中增长。从上市数量看, 据 SPAC Analytics 数据显示, 2022 年美国 SPAC IPO 数量急剧下降, 全年美国上市企业共计 118 家, 其中 SPAC IPO 数量为 86 笔, 同比 2021 年 613 笔下降 85.97%, 同比 2019 年增长 45.76%。从 SPAC IPO 比率看, 由于 2022 年美国市场整体 IPO 数量下跌严重, 所以 SPAC IPO 比率维持了上升趋势, 同比上升 9.55 个百分点至 72.88%。从募集资金规模来看, 2022 年 SPAC 公司募集资金总额约 134.27 亿美元, 同比 2021 年 1625.03 亿美元大幅下降 91.74%, 同比 2019 年下滑 1.27%; 2022 年单笔 SPAC 募资规模为 1.56 亿元, 同比 2021 年 2.56 亿元下降 41.10%。

图 3: 2003-2022 年美国 SPAC IPO 数量及比率



资料来源: SPAC Analytics, 华宝证券研究创新部

图 4: 2003-2022 年美国 SPAC 融资规模及占比情况

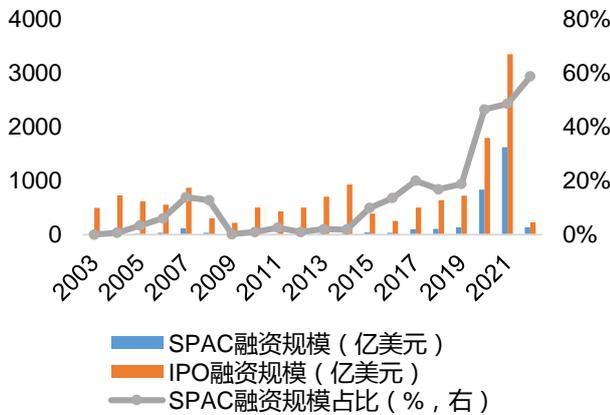
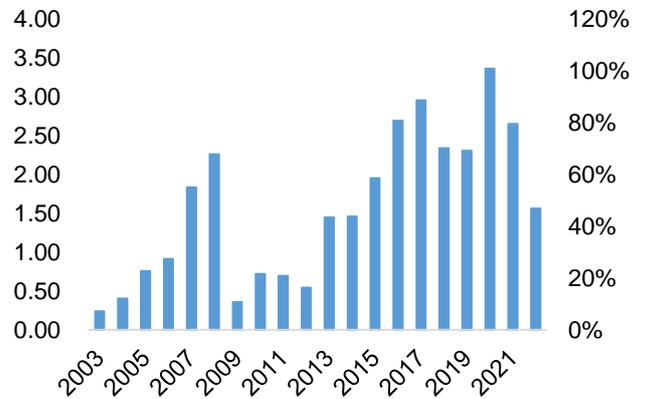


图 5: 2003-2022 年美国 SPAC 单宗融资额（亿美元）

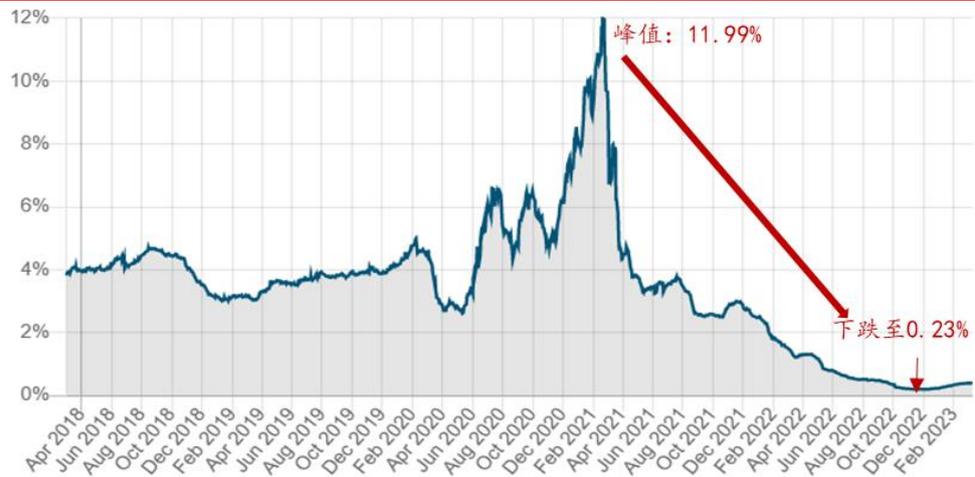


资料来源: SPAC Analytics, 华宝证券研究创新部

资料来源: SPAC Analytics, 华宝证券研究创新部

受经济下行等因素影响，SPAC 交易对投资者吸引力有所降低，公开认股权证价值下跌超预期。SPAC 权证指数 (Warrant Index) 是 SPAC Research 根据未公布交易的公开 SPAC 权证的总市值与这些 SPAC 的初始信托账户价值的比率计算得出，能够反映 SPAC 上市公司发布的公开认股权证价值情况，2021 年 2 月 19 日达到峰值 11.99%。受利率上行和市场波动加剧影响，2022 年 SPAC 权证指数价值大幅萎缩，根据 SPAC Research 数据显示，截至 2022 年 12 月底，SPAC 权证指数同比下跌 94.87% 至 0.23%，位于历史最低位，2023 年初 SPAC 权证指数表现仍不温不火，市场浓郁的避险情绪仍未驱散，后续若要回到 4% 左右的稳定水平，主要取决于外部宏观经济市场整体环境及美国对 SPAC 监管制度的优化落实情况。

图 6: 2018 年 5 月-2023 年 3 月 SPAC 权证指数价值表现



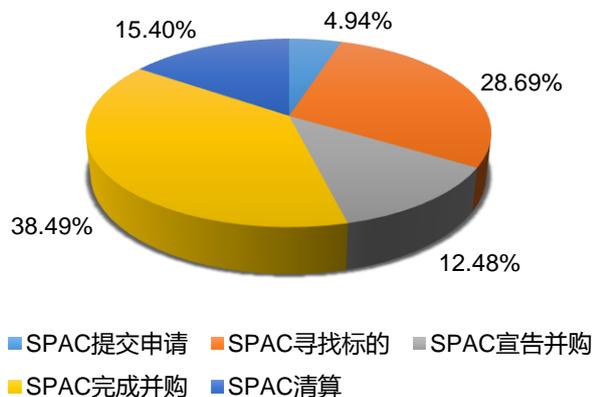
资料来源：SPAC Research，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 3 月 16 日；SPAC 权证指数=未公布交易的公开 SPAC 权证的总市值/这些 SPAC 的初始信托账户价值。SPAC 必须拥有单独交易的认股权证才能被纳入，如果 SPAC 已签署最终业务合并协议或被清算，则 SPAC 将从指数中删除。

2022 年 SPAC 平均赎回率居高不下，PIPE 投资金额萎缩。根据 Boardroom alpha 统计，2022 年全年 De-SPAC 交易的平均赎回率超过 75%，其中 10 月 SPAC 赎回率达到 95% 的历史高位，11 月的平均赎回率也超过 83%。高赎回率意味着 SPAC 上市后资金端承压，部分公司不得不借助其他外部投资人渠道开启再融资，用以支付 De-SPAC 阶段所需资金。PIPE 作为 De-SPAC 阶段重要募资来源，在赎回率高升背景下重要性愈发突出。然而，2022 年独立第三方投资者 PIPE 在 De-SPAC 阶段参与投资金额仅为 34 亿美元，同比 2021 年 597 亿美元大幅萎缩 94.30%，这无疑使得 2022 年美国 SPAC 企业并购退出“雪上加霜”。

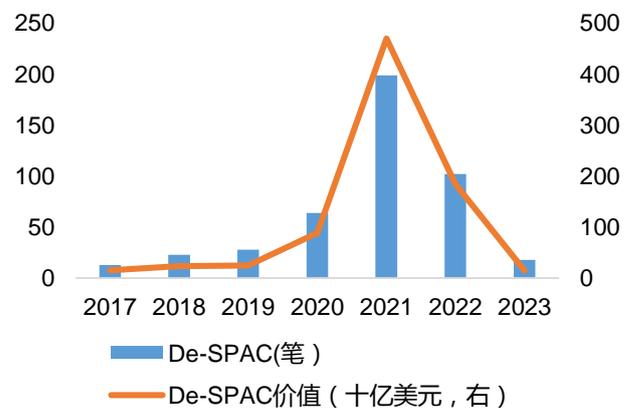
近三成 SPAC 公司仍在寻找并购标的，顺利完成 De-SPAC 的公司数量近乎腰折。据 SPAC Insider 数据显示，2009 年-2022 年美国共有 1,234 家公司发起 SPAC 上市，其中约有 354 家 SPAC 公司仍在寻找并购标的，占比 28.69%；有 154 家公司宣布并购目标企业，占比 12.48%；完成并购交易的企业 475 家，占比 38.49%；190 家企业面临清算（包括已清算和已宣布清算的交易数量），占比 15.40%。**2022 年已上市 SPAC 顺利完成 De-SPAC 并购完成的数量斩半下跌。**据 SPAC Research 统计，2022 年全年共有 102 家 SPAC 公司完成 De-SPAC 交易，同比 2021 年 199 家下降 48.74%，有 57 家 SPAC 公司虽然已经公布了 De-SPAC 交易公告，但受限于市场低迷和投资者情绪不佳影响等多方因素影响，不得不放弃合并宣告终止。如果 SPAC 项目后续并购进展能够顺利进行，或可提振投资者的市场信心。

图 7：截至 2022 年底美国 SPAC 企业各阶段占比 (%)



资料来源：SPAC Insider，华宝证券研究创新部

图 8：2017-2023 年完成 De-SPAC 数量及价值表现

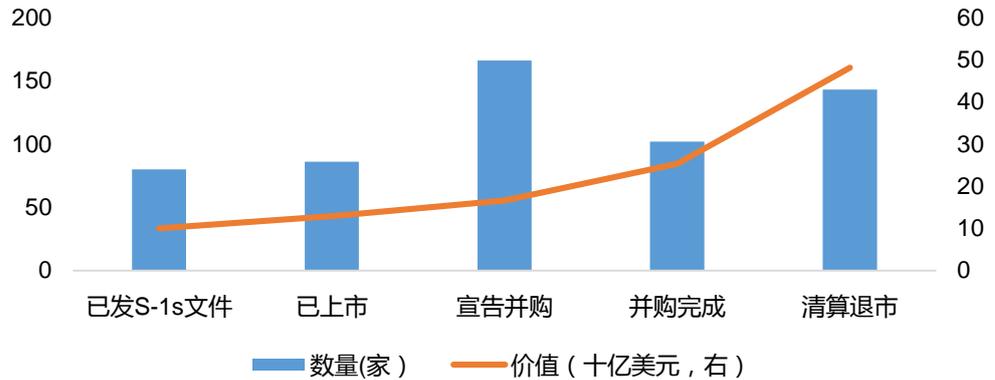


资料来源：SPAC Research，华宝证券研究创新部

注：数据区间：截至 2023 年 2 月 28 日。

受市场投资情绪低迷及1%消费税影响，美国 SPAC 上市后引发清算潮。2022 年 SPAC 清算退市数量 143 家，价值 481 亿美元，仅 2022 年 12 月单月就有 85 家 SPAC 公司宣布清算退市，每个交易日平均有 3-4 家 SPAC 清算退市。一方面可能是因为市场投资者尤其是 PIPE 等专业投资者投资情绪低迷，并购交易推进受阻，另一方面受 2022 年美国《2022 年通胀削减法案》影响，该法案要求从 2023 年 1 月起对美国公司回购股票行为征收 1% 的消费税，虽未明确说明 SPAC 清算及向投资者返还资金亦将被视为股票回购行为，但部分 SPAC 发起人由于担忧故而选择在 2022 年 12 月底之前安排清算退市。

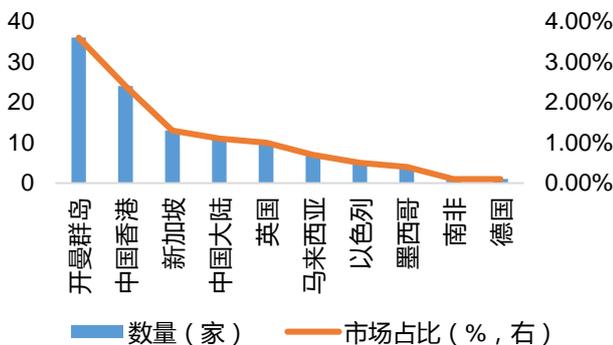
图 9：2022 年美国 SPAC 上市各阶段数量及价值表现



资料来源：SPAC Research，华宝证券研究创新部

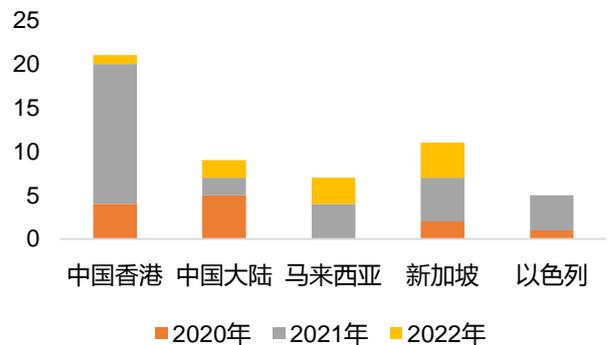
由亚洲投资者发起的 SPAC 数量有所下降。2019-2022 年间美国 SPAC 上市发起人的国别分布 TOP10 中（除美国外），位于亚洲的国家（区域）占据 5 位，其中中国香港特别行政区以 24 家位列总榜第二，亚洲第一。细分年度看，2022 年由中国香港特别行政区投资者发起在美国上市的 SPAC 数量为 1 家，同比 2021 年 16 家下滑 93.75%，中国大陆投资者发起于美国上市的 SPAC 数量为 2 家，与 2021 年相比维持稳定，新加坡、马来西亚投资者 2022 年发起的 SPAC 数量分别为 4 家、3 家。2022 年亚洲尤其是中国香港投资者发起的 SPAC 数量下滑除了受到整体市场低迷影响外，在很大程度上也遭受港交所 SPAC 机制的冲击，部分企业由于寻求在港通过 SPAC 上市故而放弃海外上市机会。

图 10：2019-2022 美国 SPAC 发起人国别分布 TOP10（除美国外）



资料来源：Refinitiv，White & Case，华宝证券研究创新部
注：美国企业市占第一，考虑到可比性，所以未纳入比较范畴。

图 11：2019-2022 年亚洲投资者发起于美国上市的 SPAC 数量

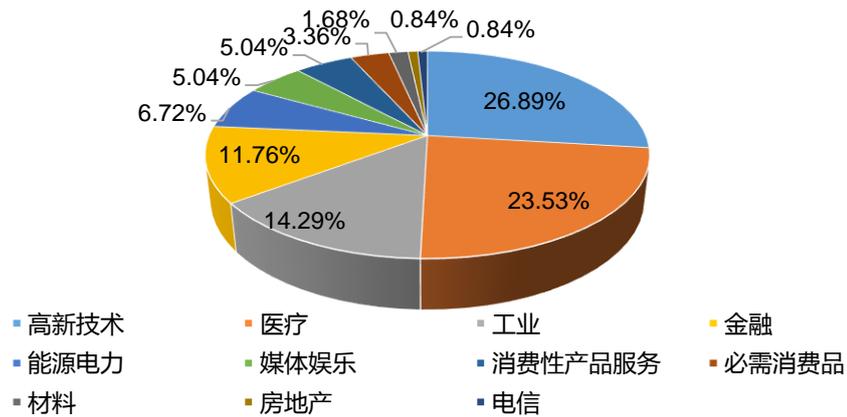


资料来源：Refinitiv，White & Case，华宝证券研究创新部

美国 SPAC 完成并购公司的行业分布呈现多元样态，多集中于具备高成长性、持续盈利能力或技术密集型行业。据美国伟凯律师事务所(White & Case)统计数据显示，在 2019-2022 年 SPAC 并购交易中，SPAC 发起人更加偏好的前四大行业分别为高新技术、医疗、工业及金融行业，市场占比均超 10%，分别为 26.89%、23.53%、14.29%、11.76%，对能源电力

(6.72%)、娱乐媒体 (5.04%)、消费性产品及服务 (5.04%) 的偏爱紧随其后。

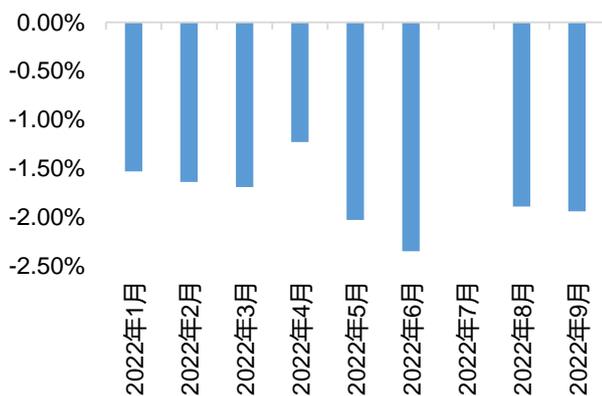
图 12: 2019-2022 年间美国 SPAC 上市企业涉及行业分布情况



资料来源: Refinitiv, White & Case, 华宝证券研究创新部

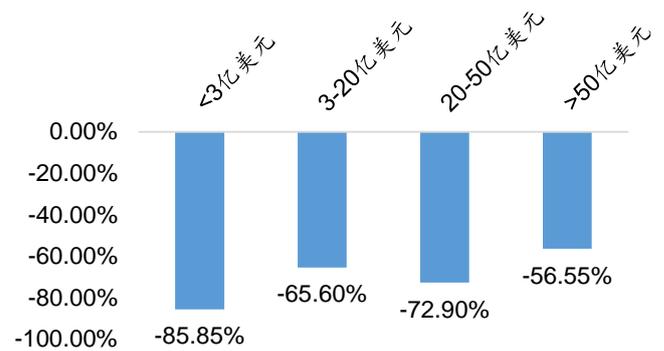
2022 年美股 SPAC IPO 上市首日和 De-SPAC 后的股价表现均不及预期。据 SPAC Insider 统计, 2022 年前三季度 SPAC IPO 首日平均 VWAP (成交量加权平均价) 较发行价出现了不同幅度下跌, 其中 4 月份 IPO 交易表现相对较好, 下跌 1.23%, 6 月表现最差下跌 2.35%, 主要是因为待发布的新 SEC SPAC 规则提案对发行产生了抑制作用。2022 年第三季度受益于新发行上市企业数量较少, 市场稀缺导致相对需求增加, SPAC 上市首日股价表现较 6 月略有改善, 8 月/9 月分别 -1.89%/-1.94%。此外, 无论是按照合并后公司预估值, 亦或按照行业划分, 美股 De-SPAC 后的股票回报率 (中位数) 均为负数, 其中合并后公司预估值在 50 亿美元以上的公司及处于自然资源、娱乐、可持续发展等行业的公司 De-SPAC 股票回报率下跌幅度相对较小。

图 13: 2022 年 SPAC 上市首日相对于 IPO 发行价的平均 VWAP (成交量加权平均价) 表现



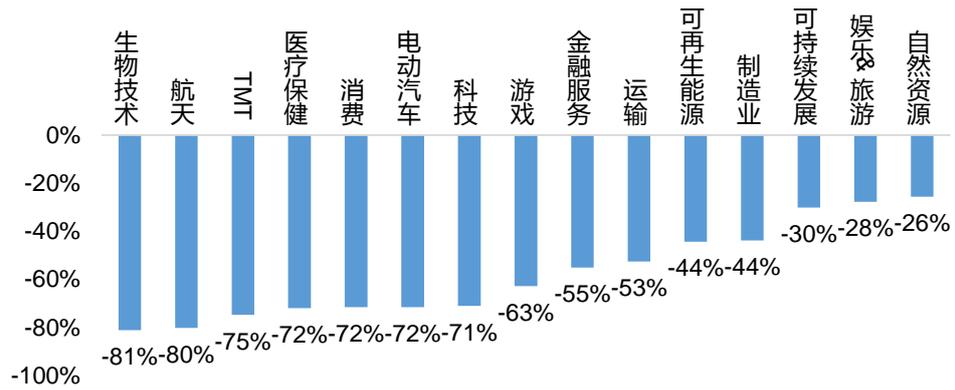
资料来源: SPAC Insider, 华宝证券研究创新部
注: 7 月份 IPOs 为 0。

图 14: 根据合并后公司预估值 (Pro Forma Equity Value) 划分的美股 De-SPAC 的股票回报率 (中位数)



资料来源: SPAC Insider, 华宝证券研究创新部
注: 数据区间, 截至 2023 年 1 月 31 日。

图 15: 美股不同行业企业 De-SPAC 的股票回报率 (中位数)



资料来源：SPAC Insider，华宝证券研究创新部

注：数据区间，截至 2023 年 1 月 31 日。

2.1.2. 新加坡 SPAC：起步虽早但耐力不足，首批上市后再无动静

近年来，新加坡资本市场由于市场波动和其他因素限制了部分流动性，平均 IPO 规模下降，新加坡监管当局希望通过引入 SPAC 机制盘活股票市场活力，2021 年 9 月 2 日，新加坡交易所公布 SPAC 主板上市规则，并于次日生效。

新交所首批 SPAC 上市后再无动静，新经济、高科技企业是关注重点。自新交所实行 SPAC 机制以来，仅有 3 家 SPAC 公司在新交所挂牌上市，合计募集资金（不含超额配售）5 亿新元（约 3.85 亿美元），上市时间集中在 2022 年 1 月份，之后新交所再无 SPAC 公司上市。从预期收购目标行业及重点关注区域看，新交所三家 SPAC 总体聚焦一致，专注于新经济、以科技为重点业务的公司，包括但不限于人工智能、金融科技、医疗生命科学等。NTAA 还专注于工业，包括制造业的数字化转型以及下一代半导体。在地理区域上，VTAC 并不局限于任何地区，但 Pegasus 和 NTAA 的重点分别是亚太和印度太平洋地区。

表 5：新加坡交易所 3 家上市 SPAC 公司的全景分析

序号	SPAC 公司	简称	上市日期	收购目标	募集资金(亿新元) (不含超额配售)
1	Vertex Technology Acquisition Corporation	VTAC	2022 年 1 月 20 日	专注于网络安全、人工智能、消费互联网及科技、金融科技、自动驾驶和新能源汽车，生物技术和数字医疗等。	2
2	Pegasus Asia	Pegasus	2022 年 1 月 21 日	专注于金融科技，消费者，房地产，健康和数字服务等领域的技术支持公司，重点是亚太地区。	1.5
3	Novo Tellus Alpha Acquisition	NTAA	2022 年 1 月 27 日	专注于工业 4.0、下一代半导体、云计算、人工智能、医学生命科学和高级工程的供应链弹性公司，重点关注印度太平洋地区。	1.5

资料来源：新交所，华宝证券研究创新部

3 家 SPAC 公司上市后二级市场表现欠佳，复杂发行结构下存在超额配售选择权约束。新交所首家上市 SPAC 公司 VTAC 上市首日收盘 5.05 新元/股，仅比发行价上涨 1%，NTAA 上市首日至 2023 年 2 月末成交量仅 265.52 万股，期间股价累计下跌 8.40%，可能受限于新加坡资本市场容量较小及流动性稀薄等因素影响。三家 SPAC 首次公开募股发行结构存在差

异，但都受到超额配售选择权的约束。VTAC 和 NTAA 均采用传统的绿鞋结构，即从各自的保荐人借用单位，以支付 SPAC 在其首次公开募股中的超额配售；Pegasus 采用欧洲市场常用的反向绿鞋机制，未满足向零售投资者配售 5% 的上市要求（已得到新交所的豁免）。三家 SPAC 公司的保荐人均认购了部分股份，按照新交所 SPAC 上市规则，这些单位股份及认股权证均须在首次公开招股后不同时期内暂停，其中 NTAA 保荐人购买的最短需要锁定在从首次公开招股至 SPAC 并购后六个月内，Pegasus 保荐人认购的股份，包括 SPAC 并购时的任何额外股权，将被锁定至 SPAC 并购后 12 个月。鉴于新交所 SPAC 框架仍处于持续完善阶段，若目标公司选择与新交所 SPAC 并购实现上市，则需更加关注公司股权结构变化风险。

表 6：新加坡 3 家上市 SPAC 公司 IPO 结构

IPO 结构	VTAC		Pegasus		NTAA	
	金额 (亿新元)	占比 (%)	金额 (亿新元)	占比 (%)	金额 (亿新元)	占比 (%)
基石投资者	1.11	55.50%	0	0.00%	0.8	53.33%
国际配售部分	0.56	28.00%	1.25	83.33%	0.475	31.67%
新加坡公开发售部分	0.03	1.50%	0.03	2.00%	0.025	1.67%
保荐人认购	0.3	15.00%	0.22	14.67%	0.2	13.33%
合计	2	100%	1.5	100%	1.5	100%

资料来源：新交所，华宝证券研究创新部

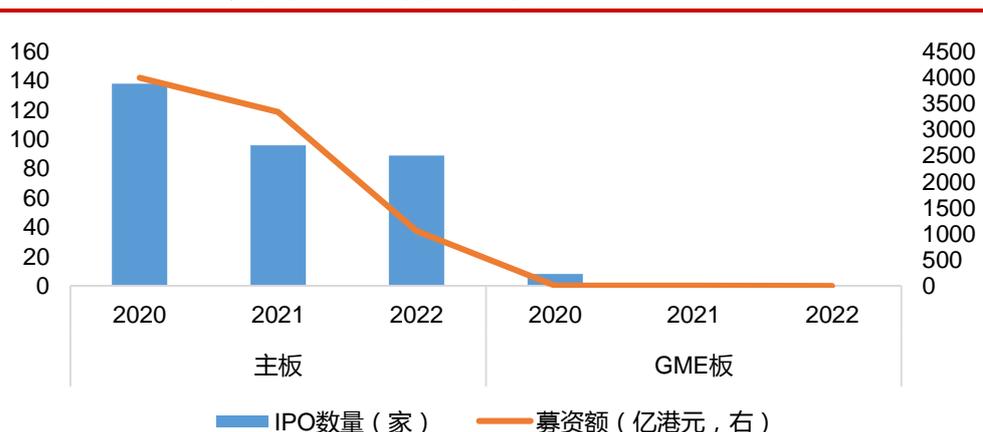
2.2. 中国香港市场：中概股回港升温，SPAC 机制特色突出

2.2.1. 港交所 IPO 市场下半年回暖，中概股回港上市浪潮升温

2022 年中国香港 IPO 市场中表现分化，下半年活跃度明显回暖。据 Wind 数据统计，2022 年港股 IPO 合计 89 宗（未包含 1 宗 GEM 转主板），其中，75 宗来自 IPO 上市，另有 5 宗为 SPAC 上市，9 宗为介绍上市，较 2021 年同期 97 宗减少 8 宗。港交所 2022 年 IPO 募资金额约为 1405 亿港元，同比 2021 年 3338.7 亿港元下降超 68%，主要系俄乌冲突、美国密集加息、二级市场下跌等多重因素影响。年度拆分看，2022 年下半年 IPO 市场活跃度有所回升，多达 63 只新股，与上半年相比上市数量增长约 2 倍，仅 2022 年 12 月就有 21 只新股上市，港交所一级市场逐步回温。

港交所 2022 年中概股回归战报显著。据中国香港联交所披露，2022 年有 10 家于美国上市的中国公司回港交所上市，较 2021 年增长 37.50%，其中有 6 家选择了双重主要上市，包括知乎、名创优品等业内知名上市公司。未来，随着港交所上市规则的持续优化、政策及资本市场环境的不断改善，双重主要上市和第二上市成为中概股赴港上市的理想选择。

图 16：2020-2022 年港交所 IPO 数量及规模情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.2.2. SPAC 机制平稳起步, 短暂低谷后静待花开

2022 年港交所 SPAC 市场整体呈现两极分化, 全年实现 14 家递表, 5 家成功上市, 递表多集中于上半年, 下半年数量有所减少。根据港交所披露, 14 家递表 SPAC 企业中, 下半年仅有 2 家。港交所 2022 年下半年 SPAC IPO 递表热情下降可能是由于上半年已上市公司短时间内没有成功并购案例增强市场信心, 而且港交所在 2022 年 10 月刊发了《有关特科技公司上市制度的咨询文件》, 这使得 SPAC 上市机制的特色融资优势对部分特科技公司的吸引力有所下降。从上市状态看, 5 家 SPAC 已经成功在港上市, 合计集资 50.02 亿港元, 3 家公司 (Interra Acquisition Corporation、Ace Eight Acquisition Corporation 和 Pisces Acquisition Corporation) 由于无法按期完成特殊目的收购, 分别向港交所第二次递表。截至 2023 年 2 月底, 有 6 家 SPAC 的招股说明书已失效, 仅剩 3 家 SPAC 处于上市处理阶段。

表 7: 中国香港 14 家 SPAC 公司的全景分析

顺序	SPAC 公司	递表日期	上市进程	发起人	保荐人	收购目标
1	Aquila Acquisition Corporation	2022/1/17	上市 (Aquila Acq-Z) 2022/3/18	AAC Mgmt、招银国际资产管理	摩根士丹利、招银国际	重点关注亚洲 (特别是中国) “新经济” 行业内高科技赋能的公司
2	Tiger Jade Acquisition Corporation	2022/1/28	失效	泰欣资本基金、龙石资本	瑞银集团	专注于生物科技、医疗器械、医疗保健服务及消费者医疗保健细分行业
3	Trinity Acquisition Holdings Limited	2022/1/31	失效	李宁、莱恩资本、Astrapto	摩根大通、瑞信	专注在中国的全球性消费领域生活方式公司
4	Interra Acquisition Corporation	第一次: 2022/1/31 第二次: 2022/8/2	上市 (Interra Acq-Z) 2022/9/16	Primavera LLC、农银国际资管	农银国际、摩根大通	聚焦大中华地区从事创新科技、消费及新零售、高端制造、医疗健康及气候行动等领域的高增长型公司
5	Ace Eight Acquisition Corporation	第一次: 2022/2/14 第二次: 2022/12/9	上市处理中	ACE Promoter、皇朝家居、王伟雄、Assos Omada Promoter	民银资本	专注于亚洲生物技术或 TMT 行业的公司, 并聚焦于中国
6	Vision Deal HK Acquisition Corp.	2022/2/15	上市 (VISION DEAL-Z) 2022/6/10	阿里前高管卫哲、DealGlobe、楼立枢及创富融资	花旗、海通国际	关注专门从事智能汽车技术; 或具备供应链及跨境电商能力的中国优质公司
7	Vivere Lifesciences Acquisition Corp.	2022/2/21	已失效	鼎珮资产管理、天境生物、伍兆威、朱杰伦及陈雅均	瑞银集团	以中国相关医疗健康、科技、传媒和电信以及前沿科技领域为主
8	中国香港汇德收购公司	2022/2/28	上市 (汇德收购-Z) 2022/8/15	陈德霖、渣打银行前大中华区主席曾璟璇、巨溢有限公司	海通国际	拟专注于在持续性及公司治理方面具备竞争优势, 在大中华地区有业务的金融服务或科技公司
9	Pisces Acquisition Corporation	第一次: 2022/3/2 第二次: 2022/10/10	上市处理中	东建资产管理有限公司	招银国际	关注高增长新经济行业, 例如大健康、新能源、新经济消费与零售、先进科技等, 以大中华区为重点
10	A SPAC (HK)	2022/3/15	失效	A SPAC (Asia)	海通国际	拟重点关注大消费行业, 特

ACQUISITION CORP.	Holdings Corp.、De Oro Strategics Limited、汇通永利	际	别是在中国内地和中国香港		
11 黑桃亚洲特殊目的收购有限公司	2022/3/20	失效	黑桃资本及其部分子公司、中银中国香港资产管理	花旗	寻找与娱乐、生活方式、医疗保健相关行业或专注于智能技术、生活方式品牌、产品或服务以及娱乐媒体
12 深石收购企业有限公司	2022/4/8	失效	王石、亚投资本	摩根士丹利	专注绿色技术、环保消费品与服务两条主线的投资
13 TechStar Acquisition Corporation	2022/6/24	上市 (Techstaracq-Z) 2022/12/23	信银资本、清科集团、清科资本、倪正东、李竹、刘伟杰	清科资本、中信建投国际	拟专注于“ 新经济 ”领域公司，如创新技术、先进制造、医疗保健、生命科学、文娱消费、绿色能源等行业
14 Everest Acquisition Corporation	2022/9/19	上市处理中	Hony Partners Group(弘毅)、农银国际融资	农银国际、花旗	专注于 大中华地区高增长潜力 的区域性公司，主要聚焦于医疗健康、消费、绿色产业领域

资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

港交所已递表 SPAC 公司在发起人、目标公司、保荐机构等维度存在显著特征。发起人均为在专业领域具备话语权和知名度的投资大佬或金融机构，目标并购公司多聚焦高成长性新经济行业公司，中资券商逐步崛起有望与外资投行平分秋色。具体来看：

其一，发起人一般由具有资历的管理团队、投资团队或在资本市场具有较大影响力的名人担任，大致可以分为以下几类：1) 有资产管理或投行经验的银行系券商，如招银国际、农银国际等；2) 有资产管理经验的投资公司，如黑桃资本、清科资本等；3) 具备优秀投资经验的名人投资者。

其二，港交所 SPAC 的潜在并购目标更加关注大陆企业或与中国有着紧密联系的区域公司，更加聚焦于高增长潜力的新经济行业，尤其是医疗健康、大消费、绿色环保等产业领域，选择标的公司的出发点更倾向于“为投资者留有长期盈利空间”。

其三，中资券商崛起，保荐业务表现不输外资大型投行。2022 年参与港交所 SPAC 业务的外资券商主要是瑞信、花旗、摩根士丹利等知名国际投行，合计参与 9 家 SPAC 业务。参与的中资券商主要是资产雄厚的银行系在港券商、头部券商和本土精品投行，其中海通国际有 3 家 SPAC 业务，招银国际和农银国际分别有 2 家，民银资本、清科资本、中信建投国际各 1 家。未来，随着越来越多中资机构和本土券商深入了解港交所 SPAC 上市机制，预计在港的中资投行势必会大力开展相关业务。

港交所已上市 SPAC 二级市场交投活跃度不足，日均换手率不及预期。根据 5 家已上市 SPAC 上市以来的交投记录，截至 2023 年 3 月 6 日，5 家总成交额 97.17 百万元，其中，仅 Aquila Acq-Z 和 Interra Acq-Z 累计成交额达千万元量级，分别为 6,796.44 万元、1,200.21 万元，VISION DEAL-Z、汇德收购-Z 和 Techstaracq-Z 由于上市时间较短，累计成交额相对较小，分别为 763.40 万元、552.00 万元、404.80 万元。从上市以来日均换手率看，已上市 5 家 SPAC 日均换手率较低，甚至一度出现工作日无成交现象。Interra Acq-Z 的日均换手率最高为 0.48%，Aquila Acq-Z 日均换手率次之为 0.25%，其他四家上市 SPAC 公司换手率不足 2%，分别为汇德收购-Z (0.15%)、VISION DEAL-Z (0.10%)、Techstaracq-Z (0.09%)。

图 17：已上市 5 家港股 SPAC 上市以来成交额及换手率情况



资料来源：同花顺 IFinD，华宝证券研究创新部

注：数据区间：截至 2023 年 3 月 6 日。

已上市 5 家 SPAC 均在寻找目标公司阶段，未有一家进入 De-SPAC 程序。根据港交所 De-SPAC 规则，SPAC 公司上市后需在最多 24 个月内公布特殊目的并购公司。目前已上市的 5 家港股 SPAC 中，除 Vision Deal-Z 主动缩短 De-SPAC 并购时间上限，分别将公布并购目标和完成并购的时间缩短为 18 个月和 30 个月外，其余 4 家 SPAC 公司均需在 De-SPAC 时间上限（上市后 24 个月内）公布并购目标公司。目前 5 家上市 SPAC 均在寻找目标公司阶段，VISION DEAL-Z 公布并购目标剩余时间仅剩 9 个月，预计 2023 年内有望在 De-SPAC 阶段有新进展。

2022 年港交所 SPAC 市场整体表现不佳，究其原因，一是投资者入局规则严格。港交所规定在 SPAC 完成并购前只允许专业投资者参加，设置 100 万港元/手的投资门槛，高息环境下严格的交易规则、零售投资者参与受限等原因影响了市场整体交投量；二是无并购成功案例加持。现有上市 SPAC 并未进入 De-SPAC 阶段，按照国际市场情况，SPAC 的交投活跃大都出现在披露并购目标公司或是并购交易推进前后。三是新机制下观望心态犹存。港交所引入 SPAC 机制时间并不长，作为目前上市体系的补充，港版 SPAC 制度的定位需要至少等到一两家完成 De-SPAC 之后才会更加清晰，投资者对新机制持观望心态也在情理之中。

表 8：中国香港已上市 5 家 SPAC 公司并购状态

证券名称	代码	上市日期	募资金额 (百万港元)	拟并购目标	收购状态	公布并购 目标剩余 时间(月)
Aquila Acq-Z	7836.HK	2022-03-18	1000.7	有科技赋能的新经济公司，如绿色能源、生命科学、先进科技与制造等	待宣布并购标的	11
VISION DEAL-Z	7827.HK	2022-06-10	1001.0	从事智能汽车技术，具备供应链及跨境电商能力的中国优质公司	待宣布并购标的	9
汇德收购-Z	7841.HK	2022-08-15	1000.5	大中华地区设有营运或预期设有营运的金融服务或科技公司	待宣布并购标的	17
Interra Acq-Z	7801.HK	2022-09-16	1001.0	大中华地区从事创新科技、消费及新零售、高端制造、医疗健康及气候行动等领域的 高增长型公司	待宣布并购标的	18
Techstaracq-Z	7855.HK	2022-12-23	1001.0	新经济领域 高增长企业 ，如创新技术、先进制造、医疗保健、生命科学、文娱、消费及新零售、绿色能源和气候行动行业	待宣布并购标的	20

资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

注：截至 2023 年 3 月 15 日。

敬请参阅报告结尾处免责声明

3. 如何入局：精准择时找准窗口，具备先发优势者可最先受益

3.1. 谋求上市的公司：进可攻、退可守

境内企业可以采用两种方法通过 SPAC 模式以较低成本实现上市。其一，企业可以通过有影响力的发起人设立 SPAC 上市公司，在 24 个月内反向收购境内控制的企业从而实现上市。例如，境内金融机构的境外持牌投行子公司可作为 SPAC 发起人申请上市，从而打通募投管退全流程，为专业的一级市场投资机构提供快速退出通道。此时需要考虑不同证交所对于 SPAC 发起人资质的要求差异。其二，境内企业实际控制人可以选定合适的 SPAC 公司，将境内目标公司股权或资产出售给已经上市的 SPAC 公司。该方法节约了发起设立 SPAC 并实现上市所需的时间，直接通过并购上市也避免了募集资金失败的风险。

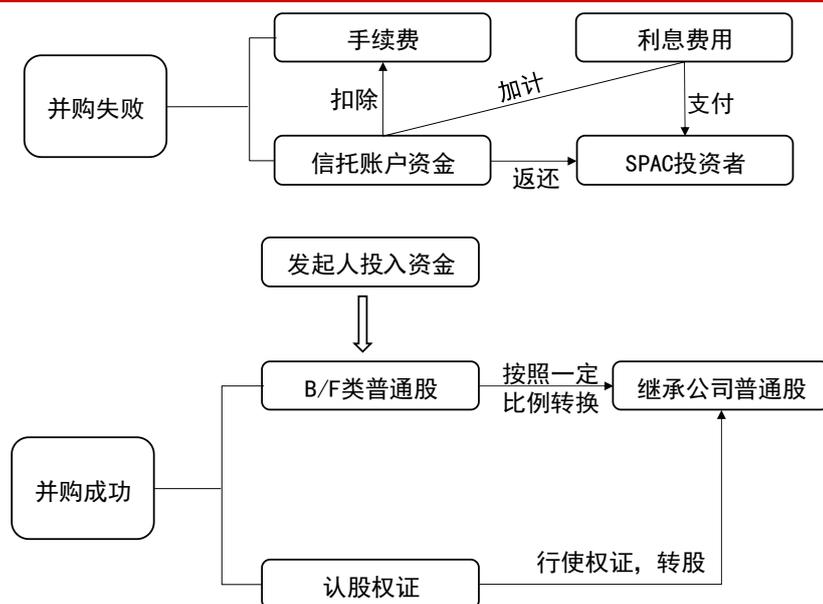
3.1.1. 参与方式 1：自我崛起，勇担 SPAC 发起人

SPAC 作为一种新型金融工具，为境内企业迈入国际资本市场开拓了新路径。对于谋求 SPAC 方式上市的境内企业而言，若自身实力允许则可从发起 SPAC 开始全流程参与，实现融资上市目的。

SPAC 发起人拥有的低成本原始股和发行人权证，可以通过 De-SPAC 交易实现投资回报。一方面能够在标的企业上市时获取资本利得收益。SPAC 发起人早期投入的资金会转换为一定比例的 B/F 类普通股，此类股份持有成本相对较低，在 SPAC 并购上市后能够按照约定的比例将其转换为普通股。因此与一般 IPO 承销商相比，SPAC 发起人在标的企业上市中能够获得更高的投资回报。另一方面可以在股票上涨时获取投资收益，SPAC 投资单元一般配有一定比例的认股权证，发起人也可以行使发行人认股权证，通过转股获取相应收益。

SPAC 发起人在享受潜在巨额收益的同时，也需承担上市失败带来的风险。SPAC 一般由具有投资、投行等专业经验的资深人士或商界精英组成 SPAC 发起团队发起，如未能在规定期限内实现并购上市，则需解散清算，在扣除手续费后将 SPAC 上市时所募资金及其利息退还投资者，因此 SPAC 发起人承担的主要风险是并购失败带来的手续费及利息支出。

图 18: SPAC 发行人盈利路径：可通过投资杠杆获得潜在巨额收益



资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

3.1.2. 参与方式 2：增强实力，博取 SPAC 公司青睐

根据前述分析可以看出，各个证券市场对于并购目标性质、上市标准等要求呈现差异化特征，境内企业若想通过 SPAC 模式实现上市，则应结合自身资质选择合适资本市场。此外，各地 SPAC 在规则层面并未特别限定行业，但在实操中呈现出对新经济行业的偏好性。美股 SPAC 上市的前三大热门行业为医疗健康、自动化和信息技术；港交所已递表的 14 家企业均表示倾向于寻找新经济行业标的，包括医疗健康、消费及新零售、绿色能源及先进科技制造等；新加坡上市的 SPAC 公司也表示将重点关注人工智能、消费互联网及科技等新经济产业。

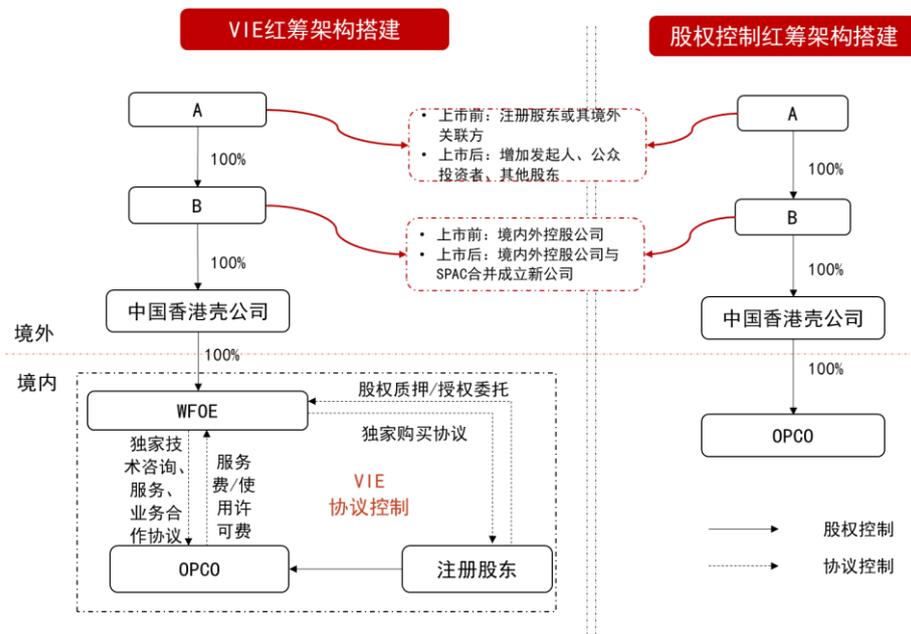
表 9：港交所、美国及新交所 SPAC 寻找并购标的部分条款对比

	港交所	美国监管制度	新交所
SPAC 并购目标性质	不建议将投资公司列为 SPAC 并购目标。生物科技公司及矿业公司可成为 SPAC 并购目标	没有对 SPAC 并购目标类型作出规定	无特别限制，但对于矿业、石油天然气以及地产投资及发展公司，则需要适格且独立的评估机构进行评估。
是否要求标的公司符合上市标准	继承公司需符合所有新上市规定，包括所有财务资格测试	继承公司需完全符合首次上市规定	继承公司应符合主板首次上市规则

资料来源：港交所，新交所，纽交所，纳斯达克，华宝证券研究创新部

中国境内企业如果希望作为目标公司与 SPAC 公司合并实现上市，一般需先搭建海外红筹架构，红筹架构搭建完成后，由境外控股公司与 SPAC 公司签署收购协议或股权置换协议，以换股的方式进行反向并购，境外控股公司与 SPAC 合并成立继续存续的新上市公司，SPAC 解体，OPCO 成为新公司间接控制的下属子公司。

图 19：SPAC 完成前（后）VIE 红筹和股权控制架构图



资料来源：国家外汇管理局，华宝证券研究创新部

谋求上市的公司需特别关注前期资料准备及后期可能存在的股权稀释问题。由于各交易所制度规则不同、整体上市时间较短等原因，公司不仅要特别关注上市过程中的合规管理、税务筹划、财务报表编制等基础性工作，还要注意股权稀释风险的防范和应对。股权稀释风险主要来源于发起人股份转为 A 类普通股后稀释其他股东的股权。一般而言，SPAC 发起人一般以更低的价格获得发起人股份（通常为 20%），但这 20% 股权并没有等价的现金交易。例如，港交所第一家上市 SPAC 公司 AQUILA 的发起人仅以 6000 港元获得了 2500 万股发起人股份，相当于 SPAC 20% 的股权。在 SPAC 并购交易后，发起人会将发起人股份转换为普

普通股或行使认股权证，这在一定程度上稀释了其他股东的权益。摊薄的比例与股东赎回的规模相关，当 SPAC 股东赎回更多的股票，发起人占比越大，导致摊薄比例上升。

表 10: SPAC 合并前后发起人股份转换情况模拟示例

	SPAC 发起人	投资者（公众/机构）	合并后
普通股股份	2500 万股发起人股份（以 6000 港元认购），B 类普通股	1 亿股 A 类普通股（发行价 10 港元/股）	2500 万发起人股份按照 1:1 的比例转换为 A 类普通股。
上市权证	1250 万份发起人权证，认购价 1 港元/股；在并购交易完成后，可以按 11.5 港元/股的行权价，转换为对应数量的 A 类普通股。	0.5 亿份上市权证，随认购普通股取得（行使价 11.5 港元/股）	SPAC 净资产维持在 10 亿港元不变，A 类普通股股数增加至 1.25 亿股，SPAC 普通股每股价值由 10 港元摊薄至 8 港元，摊薄效应 20%。

资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

表 11: SPAC 公司 De-SPAC 后股权稀释情况模拟示例

	合并前	合并后
净资产	10 亿港元	10 亿港元
普通股股数	1 亿股	1.25 亿股
普通股每股净资产	10 港元/股	8 港元/股
摊薄效应	-	20%

资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

3.2. 投资者：自我剖析选定战场，明辨风险精准择时

投资者需要清楚 SPAC 交易规则，明确可入局的交易所和进入时期。不同交易所对于参与 SPAC 业务的投资者资格要求不同，新加坡和美国没有限定投资者资格，港交所要求只有在当地注册的 SPAC 参与者才具备进行 SPAC 股份和 SPAC 权证的交易的资格，而且只有专业投资者可以认购或购买 SPAC 股份和 SPAC 认股权证，SPAC 并购交易后，买卖继承公司的股份将不受该限制。整体来看，专业投资者可参与 SPAC 的路径更宽，普通投资者受限于资质不足大多只能在上市后交易阶段参与，所以更加需要建立风险意识、选定合适标的、并通过精准择时主动出击谋求投资收益。

表 12: 中国香港、美国、新加坡三地 SPAC 投资者资格比较

交易所	SPAC 投资者资格要求
港交所	在完成 SPAC 并购交易前，仅限专业投资者（即机构专业投资者和个人专业投资者）。SPAC 须将 SPAC 股份及 SPAC 权证各自分发给至少 75 名专业投资者，当中须有至少 20 名机构专业投资者，且此类机构专业投资者必须持有至少 75% 的待上市证券。 个人专业投资者是指非机构专业投资者，包括：a. 拥有价值不少于 800 万港元的投资组合的个人；b. 拥有价值不少于 4,000 万港元的资产的信托法团；c. 拥有价值不少于 800 万港元的投资组合或价值不少于 4,000 万港元的资产的法团或合伙。
新加坡交易所	没有限制
美国监管制度	没有限制

资料来源：港交所，新交所，纽交所，纳斯达克，华宝证券研究创新部

明确风险：“盲盒游戏”高风险与高收益并存。相较于先有实体企业后进行融资的传统

IPO 模式，SPAC 没有实际经营业务的现金资产公司，股价不受行业表现、自身财务指标等影响，先融资后收购的特点决定了在运作过程中更容易产生恶意融资或证券欺诈等问题，股价波动也更加剧烈，尤其是在全球经济形势尚不明朗形势下，SPAC 作为投机性资产更易出现暴跌现象。根据港交所咨询文件，2015-2020 年 SPAC IPO 首月平均回报率均不超过 5%，远远低于规模相当的传统新股公司上市首月平均回报率。2020 年完成收购的 55 家 SPAC 在发出并购公告后的首月股价超额回报波动幅度达 40%，远高于同期标普 500 的波动幅度。美国消费者新闻与商业频道 (CNBC) 汇编的 SPAC 交易后指数 (包括已完成合并目标公司将上市的 SPAC) 可以反映企业通过 SPAC 模式上市后的股价表现，该指数在 2021 年下跌 44.8%。2022 年港交所首家 SPAC 公司 Aquila Acq-Z 上市首日股价下跌 3.2%。

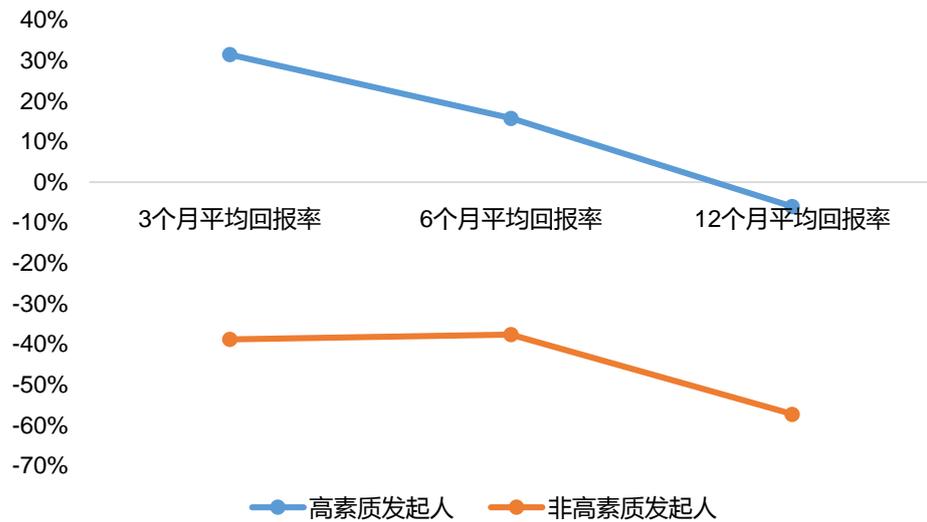
图 20: 2015-2020 年上市的 SPAC 与传统新股公司上市首月平均回报率 (%)



资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

锚定标的：重点关注发起人素质。发起人素质与 SPAC 合并后投资回报具备显著相关关系，发起人基本是 SPAC 盈利的关键。市场上的 SPAC 发起人主要有两类，一类 SPAC 发起人在 SPAC 和目标公司合并完成后，选择退出，不再参与合并后新公司的经营管理；另一类发起人在 SPAC 和目标公司合并完成后，继续参与合并后新公司的经营管理。**优质 SPAC 发起人善于发现优秀的目标公司，能够为投资者筛选出高增长潜力的投资标的。**据联合研究统计，与非高素质发起人相比，具备高素质发起人的 SPAC 公司在与目标公司合并后的投资回报普遍较高，3 个月及 6 个月的平均回报分别达到 31.5% 和 15.8%，12 个月的平均回报虽为负值，但也大于具备非高素质发起人的合并后企业回报率。

图 21: 2019 年 1 月至 2020 年 6 月期间美股 SPAC 发起人素质与 SPAC 合并后平均回报率的关系



资料来源：港交所，华宝证券研究创新部

注：高素质发起人指名列 PitchBook、管理资产总值达 78 亿港元或以上的基金相关的人士，又或是财富 500 强公司的前总裁/高级管理人员。已上市 2019 年 1 月至 2020 年 6 月期间进行合并的 47 家美国上市 SPAC 在合并后的平均回报率。

精准择时：选择合适的进入和退出时机。考虑到在宣布并购到完成并购期间股票交易量将会攀升，股价在此区间涨幅最大，投资者可以提前进入获取价差收益。合并完成后，投资者可以建立二级市场投资策略获取长期收益。整体看，投资者比较合适的进入时点共有两个，一个是 SPAC IPO 融资时，另一个是 De-SPAC 阶段，结合退出时点后可将整个投资逻辑粗略划分为三个路径。**路径一：**在 SPAC 上市筹资时作为投资者进入获得发起人股份和认股权证，待发布并购公告后卖出，此时可以获得价差收益和信托资金账户的理财收益。**路径二：**在 SPAC 上市筹资时作为投资者进入，若并购后不适合退出，则可继续持有，待并购完成新公司上市后谋求二级市场投资价值，此时要承担股价下跌及股价摊薄风险。**路径三：**在 De-SPAC 阶段以 PIPE 方式参与投资，投资者需要承担股价摊薄风险，但可以根据目标公司在二级市场的表现获取投资收益。

图 22: 作为投资参与 SPAC 业务的路径探析及盈利分析



资料来源：华宝证券研究创新部

3.3. 中介结构：关注市场规则变化，率先入局者可抢占先机

SPAC 公司在选定目标公司后，通常需要在几个月内完成并购上市，与传统的 IPO 相比，这需要上市企业具备短时间准备尽职调查、招股说明书起草以及应对交易所监督管理要求的能力，例如编制会计和财务报告、财务规划和分析、税务法律事项、内部控制和内部审计、企业风险管理等。这就给会计师事务所、律师事务所、金融机构等中介服务机构提供了参与盈利机会，具备业务交易资格，能够提供专业化特色化服务的中介机构能够在 SPAC 热潮中分一杯羹。以港交所为例，广发证券（中国香港）经纪有限公司在 2022 年 3 月 17 日率先获得港交所 SPAC EP 交易资格，可为合格投资者（需专业投资者（PI）或机构专业投资者（IPI）资格）提供交易咨询服务，具备先发优势。

表 13：2022 年中国香港 IPO 市场承销、保荐机构及律所排名 TOP10 明细

顺序	IPO 承销数量排名		IPO 保荐数量排名		IPO 律所（境内）排名	
	机构名称	数量（家）	机构名称	数量（家）	机构名称	数量（家）
1	富途证券	41	中金公司	33	竞天公诚	36
2	中金公司	37	摩根士丹利	14	通商	27
3	利弗莫尔证券	30	瑞银证券	9	中伦	15
4	招银国际	27	高盛	9	金杜	11
5	中泰国际	25	招银国际	8	海问	10
6	招银国际	25	摩根大通	8	汉坤	8
7	老虎证券	24	中信建投	7	君合	7
8	交银国际	24	花旗	7	天元	6
9	建银国际	22	海通证券	7	嘉源	6
10	国泰君安	21	华泰证券	6	大成	5

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 展望：资源禀赋加持，港交所有望成为新经济企业上市首选地

动态博弈下，国内外监管政策叠加境外上市路径面临重重关卡。过去两年间，美国证券交易委员会（SEC）针对境内企业赴美上市频繁出具新规新政，要求 SPAC 保荐人重述财务文件；针对中国公司申请在美国上市，尤其是通过 VIE（可变利益实体）方式上市的信息披露提出新要求；加强 SPAC 首次公开募股和空壳公司（如 SPAC）与私人运营公司之间的业务合并交易中的披露和投资者保护，赴美上市市场悲观情绪笼罩。2022 年 12 月美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）发布报告确认 2022 年度可以对中国内地和中国香港会计师事务所完成检查和调查，中美审计监管合作取得积极成效，赴美上市悲观情绪有所改善。但随着国内网络空间安全基础法律及其配套的法律法规、部门规章的落地与不断完善，网络安全亦已成为境外上市企业专项监管重点，这也意味着未来境内企业实现境外上市也并不容易。

海外 SPAC 回落至稳定期水平，港交所战略规划持续落地有望助其获得资本市场更多关注。2022 年受美联储收紧货币政策、SEC 加强 SPAC 上市信息披露监管影响，美股 SPAC 上市热潮回落至前期平稳位置，盈利能力较弱的新兴企业赴美上市将愈发困难，未来 SPAC 市场的竞争或多依赖于政策端支持及市场资源禀赋构建。港交所 SPAC 发起人多为业界知名 PE/VC 投资人，有望带动 SPAC 上市模式在具备高成长性但当下盈利能力较弱的初创型企业中赢得青睐；同时在国内经济修复、港交所优化上市制度以及在互联互通等方面利好政策的催化下，上市公司尤其是生物科技、互联网等新经济公司将会有更加顺畅的上市渠道，作为亚洲金融中心的香港未来将成为资本市场关注重点。

港交所 SPAC 的投资者保护机制突出，新经济生态圈逐步完善叠加中概股回港升温，港交所新经济市场地位将进一步稳固。近两年，美国监管当局虽然也在持续完善 SPAC 上市规则，但中国香港 SPAC 上市规则与其相比在投资者保护方面更加完善，对于发起人和原始股东而言，严格的上市规则能够营造健康的资本市场，而且港交所对于 PIPE 参与的强制性要求也能够有效保护投资者权益，为境内外投资者参与 SPAC 业务提供了新选择。此外，港股多数 SPAC 企业未来的并购方向多涉及绿色能源、新消费、生物医药等领域，新经济上市主体是港交所致力打造的差异化资源禀赋，未来随着港交所新经济生态圈逐步成熟，新经济、新消费企业修复在即，叠加港交所双重主要上市功能不断加强，已上市 SPAC 有望加快并购交易进程，未上市 SPAC 受市况回暖鼓舞或将加速上市进程，从而为港交所提供活力源泉。

(感谢廖璐对本报告的辅助支持)

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。