

专题研报：互联网巨头扎堆二次上市，蕴含哪些套利机会？

一、为什么要回港二次上市？

在阿里 19 年底回港上市示范后，大波中概股相继看上了这门互利互惠的好生意。目前累计已有 9 家中概股完成了回港二次上市，在待上市名单中，还有十余家符合条件的企业正蓄势待发。这样的节点，在历史上还未曾出现过。

港交所曾在 19 年破天荒地进行了一次上市制度改革，允许二次上市被称为 25 年来最强改革。那么这次巨头们纷纷扎堆二次上市，只是因为港股变香了吗？

其实不完全是，去年瑞幸造假引发的信任危机、交易所监管收紧带来的未知性，接下来的合规成本、估值风险，或许都是中概股回归的诉求。

尤其是对于大中型市值的中概股，也很难有更好的选择，如果私有化或者回 A 股，那么成本、难度都将非常大，周期也会比较长。于中概股自身来讲，二次上市本身也可以更好的匹配公司发展战略，对业绩、资本实力都有更好的提升。

二、“港版纳斯达克”的故事靠谱吗？

除了自身的诉求外，中概回归潮，还直接给港股带来了生态的变化。

如果我们从财务上来理解的话，二次上市本质上是公司的增发行为，只不过换了一个发行地点，但发行后，港股的普通股和美股 ads 仍然可以互换，本质上还是在一个池子里。这也意味着，上市后两地享受相同的估值体系，拥有相同的投资者结构，股价也会互相锚定，由于不少中概股本身也是纳斯达克指数中的一员，从这个角度理解，把港股科技定义为“港版纳斯达克”其实名副其实。

我们知道美股纳斯达克已经演绎了数十年的牛市，即便是在 2000、2008 年这样危机关头，

不少互联网企业依然可以涅槃重生，且更快地占领市场份额，并保持毛利的扩张，这离不开互联网龙头们在产品和服务上的竞争优势，这也是今天新经济被熟悉、被更多认可的关键。

对于中概股来讲，我们认为未来仍然值得期待的地方在于：1.中国的社零今年全面超越美国，绝对增速上的领先会把这部分优势持续扩大，为中概新经济提供更好的成长环境；2.未来更加了解自己本地企业的中国、亚洲投资者加入，也会给估值抬升带来想象空间；3.全球权益周期开启后，配置需求日益升温，优质资产的稀缺性也会被放大。

三、对于二次上市，该采用怎样的打新策略？

摘要：从已完成二次上市的9家中概来看，我们初步可以得出以下结论，

1.定价上，二次上市通常较美股有2%-5%左右的折让；2.和普通打新相比，一手中签率整体偏高，一手资金平均过万，意味着成本更低；3.定价后到上市前后，股价会受到指数环境影响；4.二次上市有市值或盈利的要求，相比于新股，二次上市公司大部分适合长期持有；5.上市后港股普通股和美股ADS存在折溢价，通常在1%-3%波动，套利资本维持着动态平衡。

3.1 潜在二次上市公司一览

二次上市企业本身需要经过筛选，必须在纽交所或伦交所等英、美市场上市，且市值不得低于400亿港元，或市值不少于100亿港元以及最近一年度收益至少10亿港元。目前符合条件的企业有17家，在我们来看，未来或有机会悉数回归。

据媒体报道，[哔哩哔哩](#)已以保密递表，申请在香港二次上市（预计3月）；[百度](#)、[唯品会](#)、[腾讯音乐](#)、[携程](#)、[欢聚时代](#)，也紧随其后。除此之外，A股[顺丰控股](#)正考虑通过在香港二次上市。[虎牙](#)如果最终不能合并的话，或也有机会选择二次上市。

图 1： 满足赴港二次上市要求的中概股一览

| 上市满两年

上市年份	公司	代码	市值(港元)	最近财年盈利(港元)	PE (ttm)	年初表现
<i>市值 > 400 亿港元</i>						
07/25/2018	拼多多	PDD	15345.00 亿	-78.28 亿	-	-9.27%
09/12/2018	蔚来汽车	NIO	6858.75 亿	-126.33 亿	-	15.45%
08/04/2005	百度	BIDU	6316.25 亿	23.08 亿	29.2	10.47%
03/28/2018	哔哩哔哩	BILI	3301.50 亿	-14.46 亿	-	43.06%
10/19/2010	好未来	TAL	3053.50 亿	-8.54 亿	427.2	-8.26%
12/11/2018	腾讯音乐	TME	2890.75 亿	44.68 亿	120.5	15.44%
02/02/2016	百济神州	BGNE	2441.25 亿	-73.52 亿	-	33.52%
12/09/2003	携程	TCOM	1519.00 亿	79.05 亿	-	-1.78%
03/23/2012	唯品会	VIPS	1480.25 亿	45.07 亿	26.8	0.46%
03/29/2018	爱奇艺	IQ	1209.00 亿	-115.48 亿	-	13.04%
12/10/2013	汽车之家	ATHM	953.25 亿	35.91 亿	23.7	3.27%
04/16/2014	新浪微博	WB	721.53 亿	38.34 亿	20.4	0.27%
11/20/2012	欢聚	YY	564.98 亿	38.66 亿	87.4	12.63%
04/20/2011	世纪互联	VNET	408.43 亿	-2.05 亿	-	14.33%
05/11/2018	虎牙	HUYA	400.68 亿	5.25 亿	41.7	10.19%
<i>市值位于 100-400 亿港元区间, 且财年盈利大于 10 亿港元</i>						
12/11/2014	陌陌科技	MOMO	237.15 亿	33.34 亿	8.3	5.09%
12/14/2018	360 数科	QFIN	161.98 亿	28.07 亿	10.4	20.95%

数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

3.2 二次上市打新和普通打新有什么不同?

由于港股普通股和美股 ADS 可以互换, 因此无论是二次上市前的定价, 还是上市后的价格走势, 美港股之间都会互相锚定。这种情形下, 如果同样都是涨, 二次上市涨幅往往会不如新股, 不过因为融资规模大, 中签率会偏高一些, 加上有一定折价, 确定性往往更强一些。

二次上市港股最终的定价, 通常会参考前一天的美股价格, 并在这个基础上给出一些折价。

我们从过去已经完成二次上市的9家中概来看，绝大部分在上市首日报涨，保荐人、配售机构、投资者基本上是皆大欢喜的局面。（只有**百胜中国**一家因为美股调整的原因出现破发）

除此之外，二次上市企业，普遍有不小的募资额度，一手中签率普遍较高，一手资金达1万港元，这意味着打新成本也会更低，按稳中1手最低申购额来看的话，涨幅在2%左右基本能够覆盖住成本，而大部分企业给的折价也基本在2%以上。

图2：二次上市打新中签率整体提高，尤其是自百胜意外破发之后

代码	名称	发行价(港元)	一手中签率	一手资金 (港元)	稳中1手最低申购金额
9901.HK	新东方-S	1190	100%	13990	11900
9698.HK	万国数据-SW	80.88	80%	8600	32352
2057.HK	中通快递-SW	218	70.00%	13400	109000
9991.HK	宝尊电商-SW	82.9	70.00%	10390	16580
1179.HK	华住集团-S	297	100%	18400	14850
9987.HK	百胜中国-S	412	25%	23400	288400
9618.HK	京东集团-SW	226	10%	11300	452000
9999.HK	网易-S	123	8%	12300	553500
9988.HK	阿里巴巴-SW	176	80%	17600	88000

数据来源：Wind，老虎证券整理

目前为止，在9家完成二次上市的美股中概里面，仅**百胜中国**一家出现了破发的情况，还主要是定价前后，受到美股暴跌的影响（9月3号），百胜也成为令打新降温的分水岭，直接导致其后的中签率越来越高。

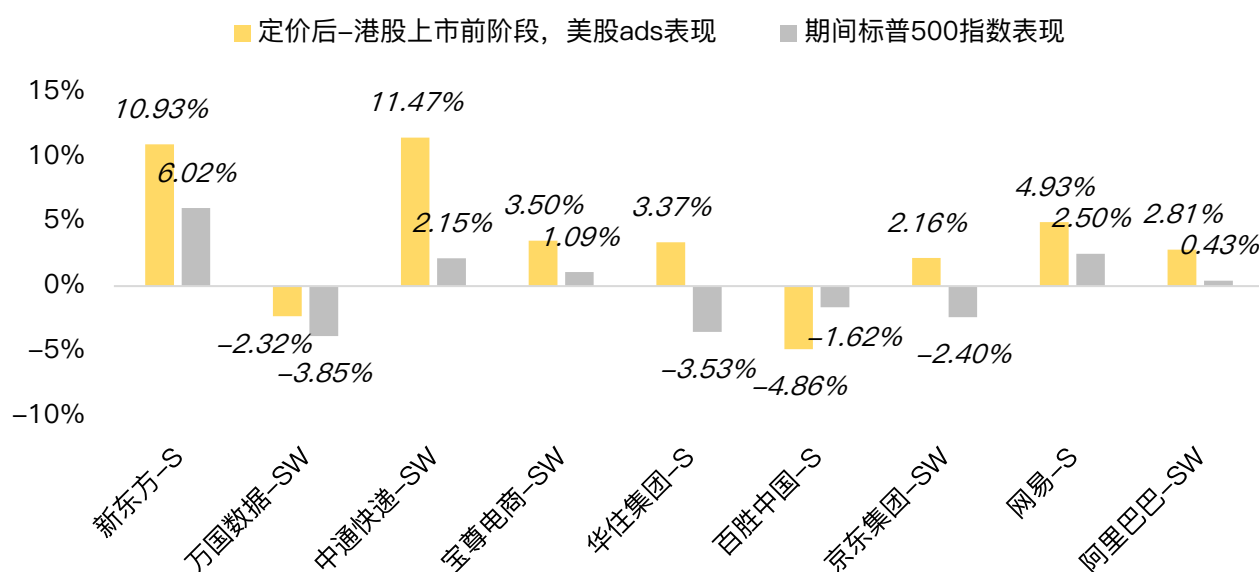
图 3: 二次上市企业有一定折让, 且首日表现大都不俗

代码	名称	定价日期	较隔夜美股折价	首日涨幅	前三个交易日涨幅
1	9901.HK 新东方-S	2020/11/3	5.13%	14.71%	7.99%
2	9698.HK 万国数据-SW	2020/10/27	3.06%	2.62%	7.75%
3	2057.HK 中通快递-SW	2020/9/22	1.96%	9.17%	2.79%
4	9991.HK 宝尊电商-SW	2020/9/23	2.31%	1.33%	2.50%
5	1179.HK 华住集团-S	2020/9/16	2.19%	4.71%	8.40%
6	9987.HK 百胜中国-S	2020/9/4	4.98%	-5.29%	-8.15%
7	9618.HK 京东集团-SW	2020/6/11	4.08%	3.54%	-3.39%
8	9999.HK 网易-S	2020/6/5	1.28%	5.69%	1.38%
9	9988.HK 阿里巴巴-SW	2019/11/20	2.99%	6.59%	8.40%

数据来源: Wind, 老虎证券整理

考虑到二次上市有一定折价空间, 因此只要市场保持震荡或上升, 破发的概率都不会大。从概率上看, 过去美股的调整, 波动率是以脉冲的形式出现, 持续时间非常短, 加上目前的QE 给市场带来了更宽裕的流动性, 因此遇到深度调整的概率并不大。

图 4: 定价后至上市前阶段, 股价或多或少会受到外围影响



数据来源: Wind, 老虎证券整理

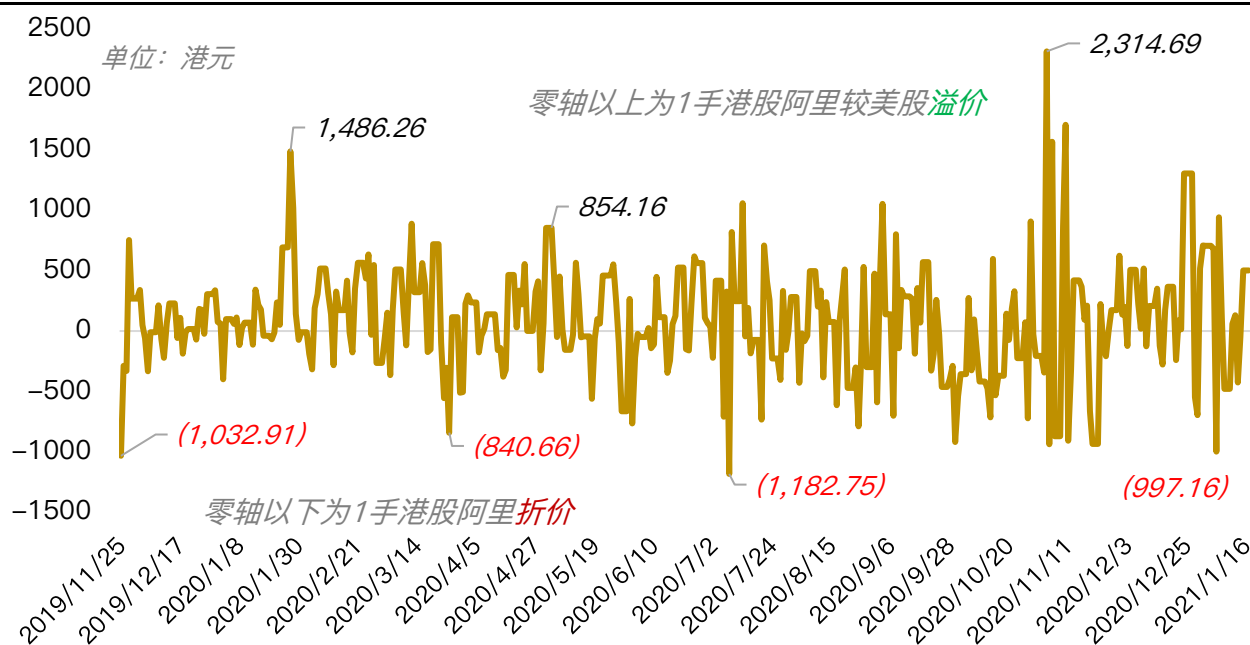
实际上，从百胜之后，上市企业首日的表现来看，基本都能覆盖住成本，宝尊、万国基本打和，其中华住（+4.7%）、中通（+9.1%）、新东方（+14.7%）有更加不俗的表现。当然，如果观察首上市后，1-5天股价的表现(会出现分化)，基本没有更多的逻辑可寻。

3.3 关于套利

由于ADS和港股普通股可以互换，因此AH的折溢价也成为市场参与套利的一种方式。我们以阿里为例，上市以来，港股阿里有58%的时间处在溢价区域，每手最高溢价达2314港元；42%的时间处在折价区间，每手最高折价达1180港元。

26%的时间，折溢价的波动范围超过2%，10%的时间超过3%。但上市以来，尽管经历监管动荡，阿里美港两大折溢价的波动区间呈现扩大的趋势，但最终都趋向于收敛。也给市场带来了套利交易的机会。

图5：1手港股阿里（9988HK）vs 美股阿里（BABA）折溢价分布（二次上市以来）

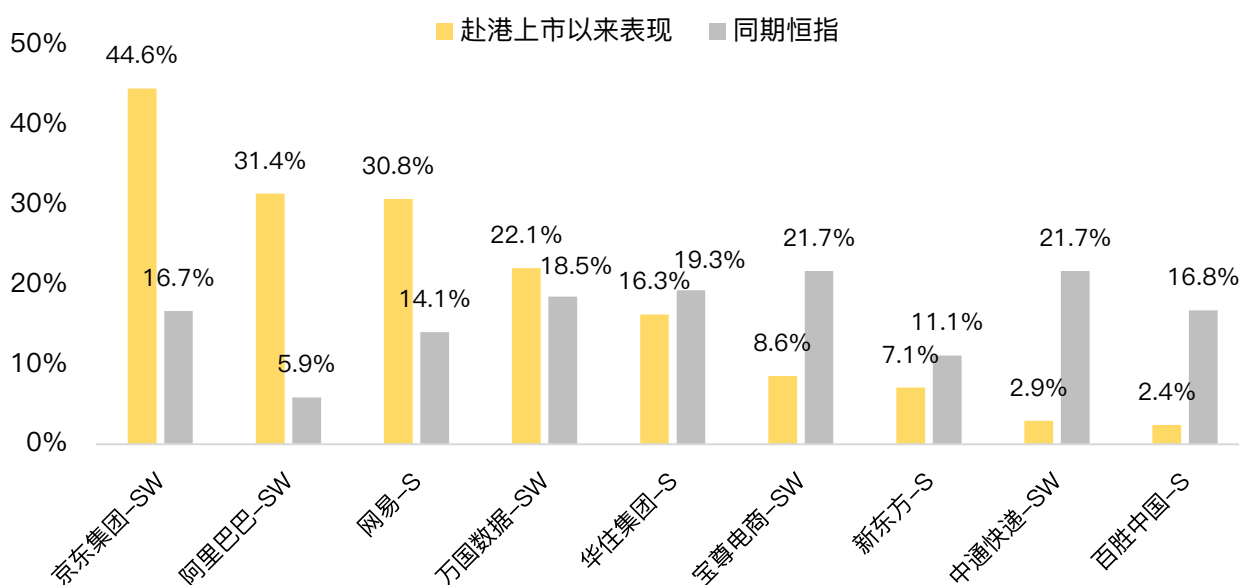


数据来源：Bloomberg，老虎证券整理，备注：按收盘价计算

3.3 长期价值

如果从上市后续的表现来看，二次上市企业普遍具备持有价值，尤其是像阿里、京东、网易等头部互联网企业更是具备超额回报的潜力。当然，四季度开始，港股中的金融指标股开始补涨，也缩小了这部分差距。我们曾在年度展望中提出，全面牛市渐入佳境的观点，恒生指数大概率会在1-2年内走出历史新高（恒指年初以来已经涨近10%），快的话今年应该就会突破33000点。在我们来看，这里核心因素在于，今天更多的人，对权益资产配置需求的增加。

图5：二次上市企业赴港以来表现不俗，长期仍以大型科技股领涨为主



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理，备注：按1.15日收盘价计算

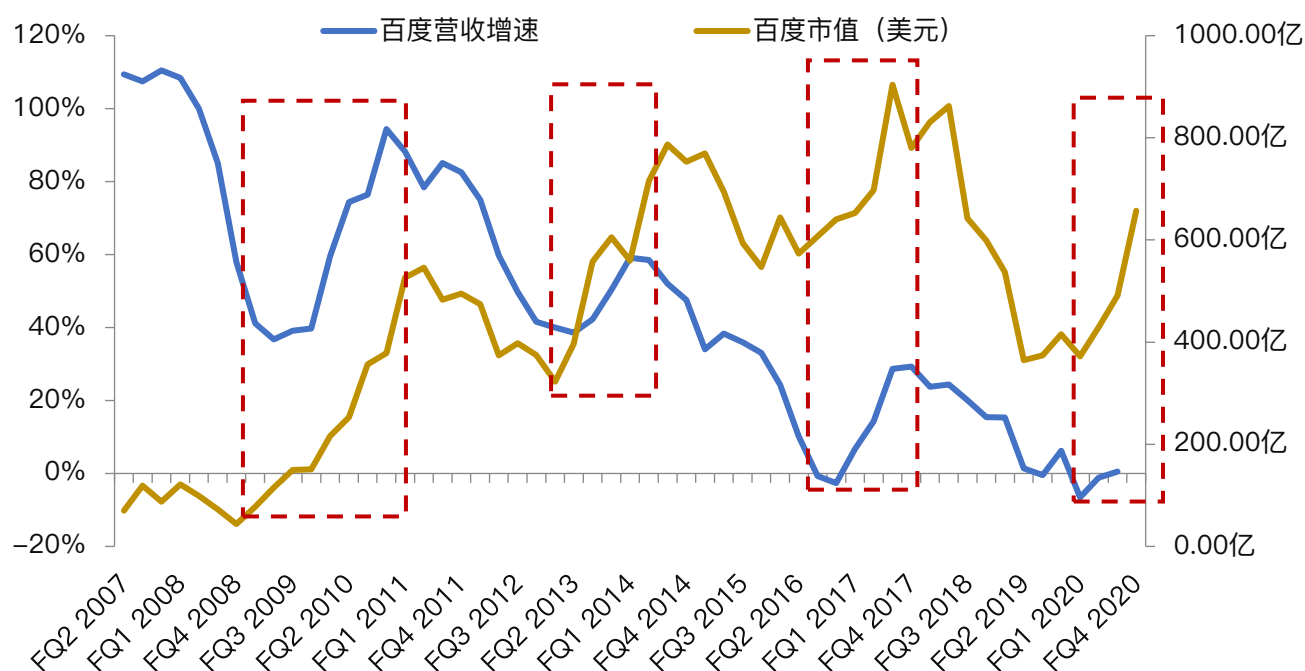
回到公司本身，二次上市，最核心的诉求是通过融资换去更高的成长，在我们来看，那些成长性越好，能见度越明显的公司，上市后股价的反应就会就越积极。

不仅包括哔哩哔哩，蔚来、拼多多这些保持高成长的新晋企业，估值提升后的百度，回港的诉求或许同样强烈。过去一年，美股一个较大的不同在于，全球投资者愿意给予增长确定性

的赛道和企业高估值，这也让所谓的顶部越来越难判断。尤其是电动车领域，百度目前手握 Apollo 自动驾驶平台，不仅帮助汽车厂商打造智能车，也可以为自动驾驶领域的合作伙伴提供软件服务，这是百度在汽车领域的核心竞争力。

上周，百度宣布正式组建一家智能汽车公司，以整车制造商的身份进军汽车行业。充裕的现金和更广的销路也是百度的加分项，在我们来看，都会让这次估值回升，不会那么快结束。

图 6：历史上，百度市值扩张常见于营收加速增长阶段，而且往往会提前于营收 1-3 季度启动



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。