

2020年的上半年，中概股过得并不轻松。空头的猎杀，中美争端持续升温，中概股危机四伏。回顾中国企业海外淘金的二十多年，一直经历各种危机的洗礼。

中概股围城

文 | 本刊编辑部

截至2020年5月，在美上市的中概股共计248只，以纳斯达克（NASDAQ）为主，共计165只，还有纽交所66只、美国交易所7只。海外市场的认可证明了企业的价值，也肯定了企业家的努力。因此在旁人眼中，赴美上市逐渐与成功画上等号。然而，现实远比人们的想象要复杂，“城外的人想进去，城里的人想出来”是更真实的写照。

目前在美的248只中概股中，132只已跌破发行价。而跌幅在50%以上的中概股数量更是达到了89只。从美三大交易所摘牌的中概股共计110只，摘牌比例超过30%。而2020年至今，已有三只在美中概股摘牌。由于美国监管体系压力不断加大、海外投资者对中概股了解不足，再加上海外机构做空等因素影响，未来中概股海外发展之路坎坷。

既是围城，我们不妨从中概股过去的故事里找寻解决今日问题的答案。

踏浪出海，中概股缘起

中概股出海的故事开始于1992年10月9日，华晨中国汽车控股有限公司在美国纽约证券交易所上市。依托实业稳扎稳打的华晨作为第一个吃螃蟹的人，将海外资金和技术融入到企业的发展之中，创造了投资者和公司共赢的局面。这段精彩的往事在上市功臣仰融心里留下深深的烙印，在多年以后他不止一次发出这样的感叹，“如果能回来，最想去的地方还是华晨的沈阳厂房”。仰融“出海淘金”的故事在十年之后画了句点，个中原委不作讨论，只是此时，仰融和华晨早已不是主角，互联网时代的赛道已经徐徐展开。

彼时的A股正在经历改革的阵痛。为了稳定市场，A股上市审批严格且繁琐，一套程序走下来得三五年时间。“时间就是金钱，效率

现实远比人们的想象要复杂，“城外的人想进去，城里的人想出来”是更真实的写照。

就是生命”，A股可以等，但是商机不会等。几年时间的等待到底值不值得，对不少企业都是一个问号。相较于A股，过去境外审核制度标准更加灵活、上市环境更具优势、融资渠道更加广泛，赴美上市总是带着不一样的光环，国内企业对大洋彼岸的证券交易所更是心驰神往。

借科技股与互联网股的东风，1999年美股市场狂飙猛进，国内企业艳羡不已，也驱使更多的企业前往纽约上市融资。当年7月，第一只中国互联网概念股中华网登陆纳斯达克，该股发售时超额认购十几倍，发行首日涨幅200%。然而，花无百日红，2000年3月，纳斯达克指数见顶，新浪、网易与搜狐上市未能重现中华网的辉煌。互联网泡沫破裂造成的股市动荡带动中概股下挫。直到2002年第二季度，苦苦支撑两年的门户巨头才迎来曙光，网易首次实现净盈利，其股票开始领涨纳斯达克，并成为当年表现最优异的一只。丁磊也凭借网易股票的上涨成为中国大陆首富，一时间风光无两。

在这之后，互联网十年的真正主角BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）登上海外舞台。2004年6月16日，马化腾带着腾讯登陆港交所。2005年8月5日，百度在美国纳斯达克上市，融资1.09亿美元，刷新了中国互联网企业海外IPO融资记录。两年后，百度股价突破300美元大关，成为纳斯达克第一家迈入百亿美元市值的中概股。同年，阿里巴巴也在香港完成了上市。

百度、腾讯、阿里这三家分别代表国内互联网搜索、社交、电商的公司，构成后续“BAT”互联网格局，连同三大门户在内的更多龙头企业逐渐在海外站住脚跟，引领国内互联网时代的新潮流。高速发展的互联网时代是中概股美好的回忆，直到2008年金融危机后，一切开始变得不太一样。

做空与反击，谁在裸泳

成绩斐然的明星展示了中概股的光鲜，但背后也有互相角力留下的一地鸡毛。后金融危机时代，2010年中概股再掀上市狂潮，优酷和土豆网、当当网在美国上市。好企业通过海外融资收获颇丰，同时，各路“大忽悠”也盯上了这个舞台。此时反派角色出现了，人如其名，它盯上的正是在此“浑水摸鱼”的企业，浑水基金打响了狙击中概股的第一枪。

2010年3月到4月，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）和美国证券交易委员会（SEC）调查通过反向收购转板上市企业财务问题和审计机构，数次提出针对中国概念股的质疑。借此东风，刚刚成立的浑水发布关于东方纸业的做空报告。过高的估值与业绩水分成为浑水攻击东方纸业的“弹着点”，做空报告彻底击碎了东方纸业。

恶意造假的中国高速频道更是展现了“大忽悠”的手段。中国高速频道（CCME）2009年通过借壳上市的方式登陆美股 OTCBB 市场，上市首年便交出营收与净利润分别同比增长 52% 和 58% 的“完美答卷”。2010年6月3日，该公司顺利转板纳斯达克。2011年1月28日，其股价甚至达到 23.97 美元的历史最高价。这份“完美”结束在两天之后，香橼公开质疑中国高速频道“业绩好到不真实”。3月浑水也发布做空报告，中国高速频道财务欺诈问题开始加速发酵。4月，中国高速频道收到纳斯达克交易所的退市通知。

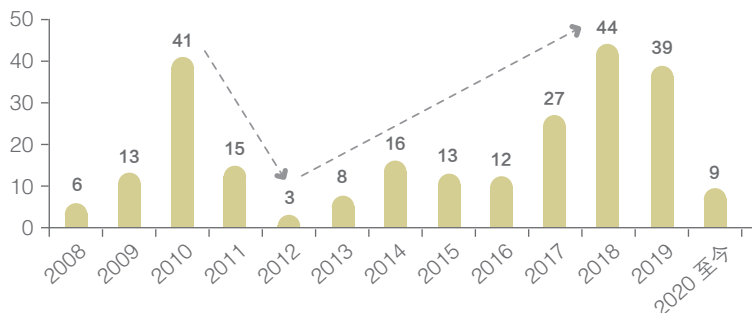
东方纸业及中国高速频道是当时不少“浑水摸鱼”中概股的缩影，先通过借壳上市登陆美股 OTCBB 市场，继而转板纳斯达克或纽交所。在完成上市套利之后，报表显示的业务增长难以为继，财务造假暴露，最后被勒令退市。

而骗子早已赚得盆满钵满潇洒离场，受伤害的只剩下投资者和中概股的信誉。“货悖而入者，亦悖而出”出自《大学》，这类企业的倒下证实了一个最简单的道理，如若是企业自身经营不善，靠着奇技淫巧追逐资本回报只能是无源之水、无本之木，难以长久。

中概股面对的环境正在急剧恶化，除了浑水、香橼、狼群，中美在跨境监管上的矛盾也如同达摩克里斯之剑悬在中概股的头顶。在对中概股的审计监管上，中美之间始终存在着监管理念、司法管辖等多方面的现实难题。由于《萨班斯—奥克斯利法案》的严格规定，使得 PCAOB 必须要实现审计底稿等信息的取得与日常现场监管的参与。中国《保密法》和《档案法》则规定，若审计底稿等会计资料涉及国家机密，则不能出境。尽管中美双方对于加强监管合作的态度一致，但由于有主权、国家利益、司法管辖等多方面顾虑，跨境审计监管谈判整体进展缓慢。

2010年年中至2011年，遭到停牌的中概股企业达到42家，其中28家被勒令退市，6家主动完成了私有化退市，1家因破产而退市。做空报告杀伤力巨大，短期内股价下挫不可避

中国企业赴美 IPO 数量



资料来源：Wind，中信证券研究部

免，不过有效的反击也被市场认可。

2011年11月1日，香橼对奇虎360发起了第一次做空。指控其美化业务模式夸大数据。360公司第一时间便做出回应，董事长周鸿祎更在微博上表示，香橼是“揣着明白装糊涂”。市场并不糊涂，对这份做空报告的假意真心，更是明明白白。积极反击的奇虎360得到了市场的垂青，股价快速修复。不死心的香橼随后又6次“狙击”360，其他机构匿名加入战局也只换来无功而返。

客观而言做空机构行使了一部分监管职能，但是其作为经营主体较难保持绝对客观中立的立场，偷鸡不成蚀把米的例子也不鲜见。2012年，香橼恶意做空恒大，被反诉做空报告涉及虚假信息和误导性陈述，最终收获了5年禁入香港市场，缴还做空恒大所赚取的160万元的实际利润的罚单。

中概股上市热潮里当然不免会有混入其中的“马保国”之流。而面对“狙击”，就算没了浑水，也有香橼、狼群、杀人鲸，在经历争端后，市场会更规范，审核会更严格。虽然有人给中概股贴上“不靠谱”的标签，但在市场之中遭到质疑本就是再正常不过的事。而中概股到底“能不能打”，最终还是要回到打铁还需自身硬的命题里，毕竟“能打”的评价是“打”出来的，而突围之路，应该靠自己的业绩“打”出来，用实实在在的业绩击碎质疑，用有效的方法回应做空。

城里城外，冷暖自知

以往囿于上市条件严格、中介机构不专业、散户投资者不成熟等许多限制条件，A股市场并没有成为科创企业的首选，寻找“离岸”资金来支撑前期的投入势在必行，而IPO时习惯采用的离岸VIE架构，也注定了必须选择离岸

中概股到底“能不能打”，最终还是要回到打铁还需自身硬的命题里。

金融市场上，这就导致了纽约与香港二选一的处境。美国拥有成熟的资本市场，不论是天使、创投还是私募都是全球最为集中的，香港则兼具海外资金认可与市场环境相似的优势，彼时的上海与深圳难以一较高下。

在2011年中概股遭遇危机后，前往美国上市的企业数量骤减，已上市的企业也在经历着做空机构反复狙击，虽偶有小胜，处境依然惨淡。2012年批准的中概股IPO少之又少，遇冷的中概股开始思考其他的融资渠道。国内资本市场也在思考如何给予优质企业更好的成长土壤。伴随着一系列金融改革措施出台，新三板、科创板相继问世，返回A股的声音逐渐涌起。2015年12月28日，分众传媒借壳七喜控股，成为第一家回归的中概股。同年周鸿祎内部信曝光，360私有化也提上了议事日程，最终于2018年重返A股。在海外徘徊的中概股，要是外面过得不开心，可以回家看看。

当然围城阴云只是暂时的。2013年，中国证监会、财政部与PCAOB终于达成谅解备忘录，中概股渐渐恢复了活力。让所有人感受到暖意的，是2014年9月19日，阿里巴巴在纽交所正式进行IPO。而上市之后的成交量基本稳居纽约证券交易所成交量第一名，也给中概股打了一针强心剂。

这其中也有绕不过的港交所的戏份。纽约和香港是中概股“双城记”里不可缺少的“伦敦”和“巴黎”，纽交所与港交所互相之间的竞争给了中概股选择和调整的空间。围城内外，还多了一个选择。

2012年6月17日，阿里巴巴在香港联交所发布公告披露，私有化计划获批，20日正式退市。2013年，阿里巴巴一度有意在香港上市，但出于对同股同权的谨慎，港交所对阿里特色的合伙人制度予以拒绝。港交所行政总裁李小加形容失去阿里为“洒泪而别”，惋惜之情溢于言表，也坚定了港交所改革的决心。

2012年~2019年针对中概股的经典做空案例

● 时间 ● 公司 ● 做空机构 ● 做空报告 ● 做空结果

2012.07	2012.03	2013.01	2013.04	2018.06	2018.07	2018.11	2019.01	2019.04
新东方	奇虎三六零	网秦	搜房控股	好未来	万国数据	拼多多	和信贷	优信
浑水	香橼	浑水	格劳克斯	浑水	杀人鲸	杀人鲸	博力达思	美奇金
质疑教学点加盟、税收等问题	夸大营收	市场份额、产品安全、负债表、收购业务等都存在造假行为	董事长挪用公司资产，存在关联交易	夸大净利润	夸大营收和数据中心利用率	夸大营收和商品交易总额，并低估其隐藏的人力成本及亏损额	夸大利润	夸大其汽车交易量高达40%，并存在隐藏债务
及时回应，股价反弹	及时回应，多次反做空成功，但仍在2018年回归A股	积极回应，股价反弹	及时回应，抵抗做空	自曝财务造假	及时回应，股价反弹	及时回应，股价反弹	股价低迷	紧急回应，股价反弹

> 资料来源：Wind，中信证券

2018年4月24日，港交所发布新规，允许双重股权结构公司在主板上市，可保留现行VIE结构。直到2019年，阿里确定回归港股上市，李小加才欣慰表态：“远走他乡的人总要回来。”11月26日，阿里巴巴在港股敲钟上市，随后股价上涨，公司市值超4万亿港币，超过腾讯成为新的“港股之王”。当然，这些都是后话。

后浪奔涌，前浪再入局

明星选手收获了鲜花与掌声，遭到冷遇的选手则不断寻找证明自己的机会。围城内外的“前浪”在探索自己的新路，“后浪”们也在用行动做出选择，海外资本搏杀的舞台上“前浪”与“后浪”争相登场，书写着他们的围城小记。

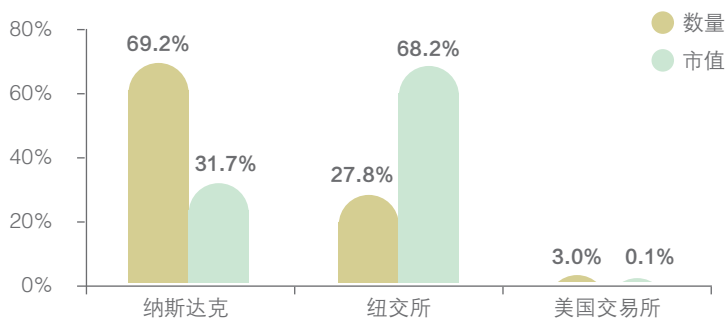
在今年谈及“后浪”，多半第一个联想到的公司就是哔哩哔哩。这只中概股的“后浪”，在2018年3月28日挂牌纳斯达克。即便月度活跃用户为7180万，用户粘性大，留存率超过79%，甚至在招股书中贴上了中国的“Generation

Z”（Z世代）的标签。然而，“后浪”并没有得到资本市场的太多优待，首日破发。直到两年后，其业绩超预期增长，资本用脚投出了肯定票，市值超越百亿美元，股价也翻了两倍。

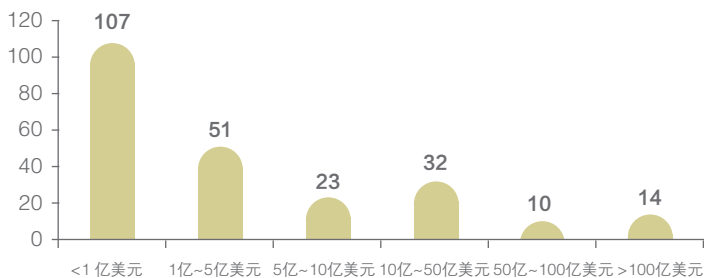
“后浪”中有中规中矩的哔哩哔哩，也有兵行险招的拼多多。拼多多作为施行烧钱战术的佼佼者，国内投资者群体与实际使用群体的高度割裂更导致国内投资者产生对拼多多模式的怀疑。而在国内上市的严格要求，更让拼多多很难在国内证券市场找到生存空间。拼多多在海外资金的支持下“烧”出了一个未来，5月以来市值逼近京东，隐隐有抢占国内电商第二交椅的势头。作为烧钱流派的准标本，拼多多没有辜负海外资金的信任，给出了令市场满意的答案。

“后浪”们加入竞争行列后，“前浪”自然不敢懈怠。他们像是伏枥的老骥，躬身再入棋局。腾讯接连出手，2017年11月8日，旗下阅文集团在香港上市，11月9日搜狗登陆纽交所，2018年12月12日腾讯音乐挂牌纽交所。腾讯的步伐不敢放慢，彼时和阿里在国内的支付入口大战如火如荼，只有不断找到新的增长

中概股在美上市市值和数量占比



在美中概股公司市值分布



> 资料来源: Wind, 中信证券研究部
数据截至 4 月 20 日

点才能守住来之不易的江山。

抢在前的马化腾不想输，不慎失蹄的雷军不愿输。之前勉强搭上互联网时代末班车的雷军没有打算在移动互联网时代继续落后，2018 年登陆港交所的小米、2019 年金山办公挂牌创业板，金山云疫情之后云敲钟纳斯达克，密集的上市步伐展现了老兵不甘人后的决心。2014 年金山云宣布“All in 云服务”战略，口号里充满着“不成功便成仁”的决心。雷军在公开信中表示，金山云的发展历程是一个敢想并且敢“All in”的故事。“经过反复论证，我们做出一个非常大胆的决策：‘All in’云服务。

只有‘向死而生’的决心和勇气，‘All in’才有机会胜出。”字里行间透露出“前浪”放下过往包袱，再立潮头的勇毅。

围城难题，疑云再起

当地时间 5 月 20 日，美国参议院一致通过了《外国公司问责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act)，旨在要求特定证券发行人证明其不受外国政府拥有或控制。法案中一些会计审计方面的要求，例如美国要求检查上市公司的审计机构，或会让在美上市的中概股面临两难境地，甚至导致大量退市。

消息里混杂着不安与不满，留守纽交所阵地的老兵诸如网易、京东也动起了挪窝的念头，网易的香港 IPO 招股说明书 6 月 1 日已经提交给了港交所。而李彦宏与百度也在“不断地研讨有哪些可以做的事情，包括在香港等地的二次上市”。

“不可胜在己，可胜在敌”，资本的事始终是资本的事，外界影响只是暂时的，而在阴云散去之前，中概股要做的事情便是“做好自己”与“活下去”。在一切迎来转机前，资本逐利的天性会帮助好公司“活下去”。好公司也许会倒霉，但是总会有人“寻找倒霉的好公司”，就如同走运的烂公司也必然被盯上一样。

围城的内外都是资本的沃土，对中概股而言，有的时候城里不适宜成长了，不妨想想“树挪死，人挪活”的道理，暂时蛰伏，伺机而动也是可选项。如果非要在城里“守得云开见月明”，那就抓紧时间布局，应对未来可能的风险。更何况，在寻求生存答案的时候，狡兔三窟也不是一个贬义词。围城是观念的围城，“兵无常势，水无常形”，在不可避免的大变局之中找自己适合的路才是重中之重。

或许哪里都是围城，又或许本就没有围城。E (本文由本刊记者萧翔宇执笔)