从“资本通道”到“国际名片” 电池材料企业赴港逻辑生变

据高工产业研究院（GGII）的不完全统计，2025年至2026年上半年，已有30家锂电相关企业申报港股IPO。记者近日采访多位业内人士了解到，对电池产业链企业而言，港股已不只是融资通道，更是接入全球定价、争取海外客户背书与合规框架的一张“名片”。但“重销售、重发行”的规则、明显的流动性折价，以及海外投资者对利润质量、客户绑定、碳足迹的严苛要求，正让部分企业面临同质化竞争与周期标签双重压力。“名片”能不能兑现，最终要看原创技术、客户认证、海外本地化交付能力与ESG合规这四项功底。

● 本报记者 罗京



新华社图片

赴港叩门 链接全球

2025年5月，宁德时代挂牌港交所，刷新当年港股IPO募资纪录。此后一年，隔膜、负极、电解液等上游材料及装备环节陆续把香港写进了资本规划。

2025年至2026年上半年，共有30家锂电企业申报港股IPO。其中12家为A股企业筹划赴港上市，包括欣旺达、鹏辉能源、德业股份、新宙邦、天华新能、璞泰来等龙头，募资诉求集中在搭建国际化融资平台、支撑海外产能与全球化落地；另18家纯H股首发企业以细分赛道隐形冠军为主，覆盖储能系统、液流电池材料、锂电回收、固态电池等前沿方向。

“从去年5月份宁德时代登陆港股以来，越来越多电池产业链公司想要到香港上市，现在‘A+H’不仅仅是龙头的选项，也是整个产业链公司的资本配置。”上海铭深资产管理有限公司投资总监高兵表示。

上海顶皓新材料科技有限公司主营功能化涂覆隔膜的研发、生产与销售。公司董事长王政强表示，材料企业国际化是趋势也是必然，跟着下游客户走向海外已成潮流，港股作为国际化融资平台正越来越被认可；材料行业需要一定规模和较大资金投入，资本化是绕不开的选择。

宇恒电池股份有限公司副总经理王梁则从钠电角度提供了一个细分样本：2022年碳酸锂价格高企，钠电因成本优势吸引资本进入；此后行业低谷，正是前期资金支撑企业继续前行。今年钠电投融资明显活跃，市场端、技术端、政策端同频共振，资本化进入“主升浪”，海外客户对储能、人工智能数据中心（AIDC）、重卡、矿卡等场景的关注度也在上升。

前华泰联合证券有限责任公司执行总经理张桐赈表示，宁德时代在港股的估值和股价表现甚至优于A股，改变了以往“去港股就要打折”的观感，推动更多企业赴港上市。瑞峰资本（中国）投资有限公司董事长彭政峰认为，头部企业赴港意在吸收国际化资本、推进海外布局，国际资本不只是钱，更是企业出海的征信与名片。

重“发行”与“合规”双重约束

港股与A股的制度差异，是企业赴港首先要面对的现实。张桐赈表示，港股重销售、重发行，定价、销售与全球资金流向，往往比利润表更能决定成败。

“2026年通过港交所聆讯却未能成功发行的企业数量，或创2008年以来新高。叠加美元加息下资金回流美国，发行时点与市场环境不容忽视。”他补充称。

“港股存在流动性折价，估值体系与A股差异较大。”高兵认为，海外投资者更看重企业在产业链中的地位，包括核心客户绑定与订单可见度、核心技术的可拆解性、法律与合规框架，收入与利润结构反而排在后面。

这套顺序带来的直接结果，是合规从“加分项”变成“入场券”。深圳市时代高科技设备股份有限公司深耕出口业务二十年，累计取得约30项国际认证。公司董事长田汉溶表示，“港股3年约8000万港元利润、申报当年约3500万港元利润是基本门槛，不少优秀企业可达标；但港股更看规范、利润质量、现金流和可持续能力，合规是国际化关键门槛。”

彭政峰进一步称，港股不再为“高科技概念”付溢价，稳定收益、合规能力与国际化资本赋能缺一不可；在特定的产业逻辑下，只有细分市场的原创技术与持续降本能力，才更容易被长期资金看见。

材料企业还面临同质化竞争与周期标签双重压力。湖州启源金灿新能源科技有限公司董事长胡博以负极材料为例表示，负极是周期性很强的赛道，价格波动明显，赴港须向海外投资者证明自己能够穿越周期，而不是被打上“周期股”的标签。与此同时，碳足迹与ESG合规正在成为欧美市场的准入条件，负极生产的二氧化碳排放强度高于正极，绿电使用与减排能力将直接影响估值与订单。

用原创技术和客户绑定穿越周期

面对发行与估值的双重约束，业内人士认为，应对路径集中在两处：做出差异化竞争力，按“以终为始”重排资本规划。

胡博以负极材料为例表示，穿越周期最终要靠创新。当前国内半固态电池已做到450Wh/kg、500Wh/kg，硅碳负极是绕不开的配置；但国内已有上百家企业布局硅碳，格局尚未分出高下，只能说“暂时领先”。在他看来，技术难题一旦解决，就会沉淀为企业的核心竞争力，这才是创新。

材料企业的客户认证与配方壁垒，被视作港股投资者更认可的长期优势。王政强说，顶皓新材坚持隔膜功能化与定制化，按客户需求快速规模化，跟着客户出海，“把材料做好、得到客户认可，才能在国际化这条路上走稳”。田汉溶也给出类似判断：装备企业不该单纯卷产能，而要绑定电池工艺的长期路线，海外机构看重的正是客户绑定、工艺路线风险与海外本地化交付能力；合规认证、现金流与利润质量，则是港股上市的基础。

资本策略上，张桐赈建议企业找专业投行与保荐机构，把投资人选择放在最前面，按“以终为始”倒推发行、定价与销售；彭政峰则提醒，赴港之前须先补齐原创能力、收益稳定性、合规与价值赋能四块短板。

对电池材料及装备企业而言，港股不是终点，而是用海外资金支持海外产能、客户认证与ESG合规的新起点。

AI等硬科技企业密集赴港上市 商业化验证成为估值分水岭

● 本报记者 董添

伴随港交所18C特专科技机制落地，一批大模型、AI算力芯片、自动驾驶、机器人等硬科技企业密集赴港递表、挂牌上市，港股市场正成为国内未盈利科技企业重要的境外融资枢纽。但市场呈现明显冷热分化，部分头部标的基石认购火热、上市后再融资通道顺畅，不少新股遭遇破发、成交低迷、一二级估值倒挂。港股在承接新质生产力资产的同时，正迎来一场对商业化能力、现金流、客户结构的严格检验。

业内普遍认为，后续港股AI等硬科技类次新股将会进一步分化，具备稳定订单、标准化产品、可控资本开支的标的更容易获得溢价；纯概念、收入单薄、持续大额烧钱的标的估值持续承压。这种分化，将倒逼具备真实技术壁垒的硬科技企业获得可持续的长期融资支持。

新股冷热显著分化

近期，18C框架下的AI等硬科技次新股股价出现较为明显的分化。

11月10日，登临科技-P在港交所主板挂牌上市，发行价为231港元/股。上市当天收报213港元/股，出现“破发”现象。此后几个交易日，公司股价连续回调。11月16日，登临科技-P大涨。截至收盘，公司股价报219港元/股，收盘涨幅为23.52%。

11月16日，头部大模型厂商MINIMAX-W股价大跌。截至收盘，公司股价报124.9港元/股，收盘跌幅为18.04%。此前，MINIMAX-W于2026年1月登陆港交所，机构认购火热，上市后交易活跃，上市首日收盘价达到345港元/股，收盘涨幅达到109.09%。此后股价一度涨至1330港元/股。

资深财税与上市公司合规专家刘志耕告诉中国证券报记者，硬科技不会再是全赛道普涨式受追捧，而是进入精准分化的阶段。有落地订单、正向现金流、可验证商业化闭环的硬科技龙头，依然能获得国际资本与南向资金的热捧，拿到高认购和估值溢价；纯炒概念、无实质营收支撑的硬科技标的估值持续承压。

南开大学金融学教授田利辉对中国证券报记者表示，港股次新股分化现象是资本市场从流动性驱动向基本面驱动回归的必然结果。港股特专科技上市机制为前沿企业打通了融资通道，但并未降低资本对商业闭环的终极要求。在经历了早期的概念狂热后，二级市场定价逻辑已深刻重构，资金不再为单纯的技术参数或烧钱换增长的叙事买单。

“具备稳定订单与标准化产品的企业，证明其技术已跨越实验室阶段并嵌入真实产业链，能够产生可预期的自由现金流。反之，缺乏造血能力且资本开支失控的纯概念标的，在宏观资金成本波动的环境下必然面临估值重估甚至流动性枯竭。这种优胜劣汰不仅是市场理性的体现，更是倒逼硬科技企业加速技术变现的核心机制。”田利辉告诉中国证券报记者。

工信部信息通信经济专家委员会委员盘和林对中国证券报记者表示，人工智能类公司在港股IPO时估值一般较高。但部分公司在上市之后会出现回落，存在新股高估值但上市后估值回归的问题。这类公司的表现最终还是要看主营业务收入、市场份额、技术实力以及相关应用的市场需求等因素，这些因素真正决定了长期估值高度。

各赛道估值锚差异凸显

多位受访者认为，对于港股IPO新股估值而言，不同行业的估值锚存在较大差异，遵循“一行业一把尺”的原则。

对于AI类公司的投资逻辑，盘和林对记者表示，主要看市场份额，当前AI变现主要集中在AI漫剧、AI办公、AI编程等领域，这些领域的头部AI估值较高，长尾AI公司将逐渐被边缘化。

对于创新药赛道，中国企业资本联盟副理事长柏文喜表示，一般是看管线不看利润，核心品种临床阶段、适应症空间、专利剩余期、BD首付款与里程碑等。转折点是看商业化首年的订单量。

“随着行业发展，AI大模型、算力芯片、自动驾驶、具身智能等行业的估值逻辑逐渐发生变化。例如，具身智能、机器人领域估值已经逐步转向收入验证阶段，出货台数、客户复购率、单台毛利、场景标准化程度、核心零部件自研比等指标更受市场关注。”刘志耕告诉中国证券报记者。

“对于投资者而言，评判硬科技公司的投资价值必须穿透技术表象，锚定各细分赛道的核心商业转化节点。”田利辉告诉记者，以创新药为例，其价值核心在于未满足的临床需求与管线“风险调整后的净现值（rNPV）”，关键催化剂是核心临床数据的优效读出以及跨国药企的授权出海背书，这直接决定了峰值销售的兑现概率。对于自动驾驶与机器人赛道，投资逻辑已从纯粹的算法比拼转向车规级硬件量产良率、数据闭环能力以及合规责任界定，具备规模化交付能力、对供应链拥有强把控能力的企业，才能构筑更深的护城河。而在大模型领域，评判标准则是单位算力成本下的变现效率与垂直场景的生态黏性。不同赛道的估值锚虽异，但底层逻辑均指向技术壁垒向持续性自由现金流转换的确定性。

上市节奏料稳步扩容

Wind数据显示，截至发稿前，共有347家公司港股IPO显示聆讯处理中，10家公司通过聆讯等候上市。

业内普遍认为，当前，港股排队企业数量虽维持高位，但上市节奏将呈现显著的结构性提速与宽进严出并存的特征。

在田利辉看来，港交所正通过优化审核流程引导资源向国家战略急需的硬科技领域倾斜。预计率先获得审核绿灯并成功挂牌的，将是那些具备全球竞争力的算力基础设施、高端半导体以及已完成股份制改造且合规架构清晰的头部人工智能企业。这些公司不仅契合港股打造国际科技创新中心的战略定位，更能为市场提供稀缺的优质资产供给。而对于商业模式模糊、财务规范性欠缺的尾部企业，审核周期将被实质性拉长甚至面临主动撤回的命运。整体而言，未来的发行节奏将与市场承接力动态匹配，确保新股生态的量质齐升。

“未来，港股发行节奏将延续稳中有进的扩容态势。硬科技公司不仅依然受市场追捧，更将成为主导港股定价权的核心基石。随着全球人工智能产业浪潮的深化，高性能计算、先进封装与具身智能等领域的头部企业将持续吸引全球长线资金配置。预判未来的市场追捧将呈现高度的聚焦性，资金将追逐那些掌握底层核心技术且具备全球化商业拓展能力的链主企业，而处于应用层且护城河浅的边缘创新者将面临发行困难。”田利辉告诉记者，“港股正加速完成从传统金融地产市场向全球硬科技定价枢纽的历史性跨越，科技溢价将成为常态。”

对于港股IPO市场，刘志耕预计明年将延续整体向好、温和放量的节奏，全年挂牌企业大概率会超140家，募资总额应该稳居全球资本市场前列。港交所科企专线会持续提效，叠加A+H通道顺畅，存量排队项目将分批有序消化，不会出现短期扎堆上市的情况，整体节奏平稳且可持续。

先声药业总裁周云曙：

跳出路径依赖 以创新2.0叩开全球市场

● 本报记者 傅苏颖

11月14日，先声药业基石产品脑卒中创新药先必新舌下片（通用名：依达拉奉右莰醇舌下片）正式纳入新版国家医保药品目录，先必新注射液顺利完成第三次医保续约，双剂型实现卒中足疗程医保覆盖。重磅创新药持续纳入医保目录，是公司转型创新赛道的标志性成果，稳定的商业化收益也为多管线持续研发提供底气。历经十余年转型，先声药业已初步完成从仿制药企业向创新药企的跨越。如今，公司创新药收入占比提升至84.9%。

先声药业总裁周云曙日前在接受中国证券报记者专访时表示，公司依托成熟产品现金流托举研发投入，推动增长由单品驱动转向多管线矩阵支撑；下一步将锚定“创新2.0”，从本土创新迈向全球创新，以立项、人才、投入、合作四大维度升级为抓手，依托开放协同、AI赋能攻坚源头转化难题，迭代BD（商务拓展）合作策略，坚持差异化管线布局，在行业分化趋势下稳步推进国际化。

一场迟来但坚定的创新突围

“回头看，我们最大的教训，是公司的创新转型行动虽然比较早，但速度不够快，目标不够坚定。”周云曙坦言，在早年仿制药业务尚处在顺境之时，公司长期保持仿创并举的心态，舍不得放下原有路径，没能第一时间集中资源投入创新，错失了早期先发窗口。

真正的拐点落在“十四五”时期。周云曙表示，公司管理层下定转型决心，对研发资源重新分配。一组数据勾勒出这次战略转向的力度：“十三五”期间，研发总投入约20亿元，“十四五”期间增至90亿元；研发团队从300多人扩容至千人，获批上市创新药由1款增至7款，创新药收入占比从“十三五”期末约45%抬升至“十四五”期末近85%。

在他看来，相较于初创生物科技公司，具备商业化存量业务的转型药企面临更复杂的约束，需要同时兼顾营收、利润与研发投入，当好“三好学生”。周云曙表示，支撑公司转型走通，核心是三条主线。第一是人才先行，面向全球吸纳高端研发人才，当前公司千人研发队伍中硕博比例约75%；第二是坚持开放式创新，依托百家汇孵化平台联动海内外高校、医院、创投机构，上下游协同企业超百家；第三是长期主义，接纳新药研发的高风险，容忍失败，公司多年将研发投入稳定维持在营收20%以上，峰值年份突破30%。

商业化现金流，是持续高投入的底盘。周云曙介绍，公司先必新系列产品上市以来已帮助800多万患者，稳居脑卒中神经保护赛道领先位置，随着该产品纳入新版国家基本药物目录，下沉基层的增长空间进一步打开。在先必新等成熟创新药惠及更多卒中患者的基础上，公司经营质量持续改善。

公司多管线逐步进入兑现期：除先必新舌下片、新一代DORA抗失眠药已获批之外，普美昔替尼凝胶、赛洛卫、透脑口服SERD SIM0270等品种有序推进，覆盖神经科学、抗肿瘤赛道，增长模式由单品驱动转向多管线矩阵支撑。

锚定创新2.0

周云曙表示，先声药业下一阶段的目标，是迈向“创新2.0”，由本土创新走向全球创新，打造能够在欧美主流市场获批上市的新药。为支撑这一方向，公司在立项、人才、投入、合作四个维度同步升级，规划“十五五”期间研发投入目标为180亿元至200亿元。

在周云曙看来，源头创新离不开扎实的科学验证，细胞、动物实验数据和人体临床结果之间存在显著差距，项目能否实现优于现有标准疗法的临床获益，是重要考验。而适合原创探索的立项机制、容错文化，同样是源头创新的挑战。为此，公司依托中国医药领域唯一由民营企业独立建设的神经与肿瘤药物研发全国重点实验室推出“求索计划”，由多位院士领衔，面向临床专家开放课题，联合地方政府设立求索基金，构建企业出题、院士指导、临床转化的产学研闭环，支持非共识、高风险原创探索，优质项目将成为公司管线合作的重要来源。

AI不再是点缀式工具，而是公司布局新药研发的底层能力。周云曙介绍，一方面，公司搭建了AI辅助药物分子设计（AIDD）平台，聚焦靶点发现与分子筛选，今年7月与美国薛定谔公司达成全球合作加码这一方向；另一方面推动组织变革，将AI技术人员嵌入各个业务部门，管理层推动业务环节常态化应用AI，由部门级应用逐步沉淀为公司级AI平台，渗透靶点发现、临床研究、生产、运营全链条，压缩试错周期、降低研发成本。

针对如何平衡短期盈利压力与长周期创新投入的问题，周云曙给出公司的闭环打法：成熟创新药持续贡献现金流反哺研发；常态化BD盘活早期资产，用授权收入分担研发风险；资源适度向临床后期管线倾斜，加速产品获批兑现，形成正向循环；同时坚持有所为有所不为，避开同质化内卷，聚焦神经、肿瘤、自免等优势赛道。

谈及多年行业观察，周云曙表示，结合自身在其他药企的经历，他同时看到了传统药企转型与本土Biotech成长的样本。“不管哪一类企业，核心标尺始终一致：创新要瞄准未被满足的临床需求，不能盲目追逐热点、陷入同质化内卷。”他预判行业将迎来持续分化：未来不会所有药企都追求全赛道布局，头部企业、技术平台型企业逐步分工，一部分企业走向国际化，也会有企业被市场淘汰。

周云曙说，公司将始终锚定未被满足的临床需求，以开放协同、AI赋能、全球视野，持续把来自中国的源头创新，送到全球患者面前。

从输出产品走向输出能力

近两年国内创新药BD交易持续升温，市场不乏讨论：这一轮授权浪潮是周期红利，还是行业常态化选择？

“BD的根基永远是产品力，要看差异化临床价值、赛道身位和真实临床获益。”周云曙表示，公司的BD策略已经明显迭代，告别早期“只要能授权就尽快出手”的思路，不再追求交易数量，优先考量交易质量和管线长期价值。

周云曙表示，随着研发、临床能力积累，公司建立分层评估机制：对具备全球竞争力的优质资产，优先自主推进临床，等到临床中后期再洽谈合作，少数潜力品种甚至规划独立海外开发与商业化；适合借力跨国药企渠道的项目，则采用New-Co共建、联合开发、利润分成模式，不只出让一次性权益，还同步学习海外临床运营、监管沟通、商业化体系搭建能力。

在周云曙看来，全球生物医药合作格局正在重塑，中国创新日益获得国际认可，本土药企在ADC、双抗等多个前沿赛道实现跟跑、并跑乃至领跑。中国药企的角色，正逐步转向“卖能力”。长远来看，依托完整产业链，有望走向“卖生态”。

国际化之路挑战重重，海外临床投入、监管沟通、支付体系均是现实门槛。先声药业的立项逻辑也随之调整，一部分项目从源头就面向欧美高发疾病、罕见病设计，不再只锚定国内适应症。“海外独立商业化，团队、渠道都可以搭建，第一前提是产品拥有足够的全球差异化临床价值。”