下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告 策略动态

A 股战略配售与港股基石：制度差异与收益复盘

投资策略

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

SAC 编号：S1440510120015

李家俊

lijiajunbj@csc.com.cn

SAC 编号：S1440522070004

发布日期： 2026 年 09 月 27 日

核心观点：A 股战配与港股基石同为发行锁定安排，但约束与赔率不同：A 股锁期更长、解禁约束更严，强调长钱与产业协同；港股基石多锁 6 个月、保证配售、解禁约束弱，重在发行锚定。2019 年以来统计显示，A 股战配解禁/T+12 均收益约 90%/84%，显著厚于港股基石约 21%/-2%，且收益强周期、行业分化大，平均上解禁前已兑现大部分回报。整体而言，战略配售收益首先是发行与解禁时所处市场 β、风格环境与一二级定价差的函数，更宜与当时主线赛道、产业协同逻辑结合评估。历史均值不代表未来，定价有效性提升与规则变化可能压缩制度折价。

A 股战略配售与港股基石投资同属发行阶段“锁定筹码、增强认购”的制度安排，但约束强度与投资含义差异显著。概括而言：A 股更强调长钱、产业协同与解禁约束，港股更强调发行稳定性与订单可见度，制度折价空间相对更薄。

A 股战配面向产业协同方、长期保险与国家基金、战配型公募、保荐子公司、高管核心员工资管等主体，获配证券自上市起持有期原则上不少于 12 个月；比例与家数按发行规模分档，解禁后若构成大股东等特定身份，仍受减持节奏、预披露及控股股东破发破净等规则约束。

港股基石则在路演前签约、按最终发行价获保证配售，主体多为机构、主权基金、产业资本与家族办公室等；锁定期实践以 6 个月为主；解禁后一般无 A 股式减持预披露，但持股达 5%以上须履行权益披露。

统计 2019 年以来，A 股战略配售和港股基石投资，解禁日及 12 个月后的收益情况，可以发现：

1) A 股战略配售制度安排对应显著的历史赔率，但周期特征同样突出。战略配售收益首先是发行与解禁时所处市场 β、风格环境与一二级定价差的函数，而非单边保证收益；在定价更充分、风险偏好收缩的年份，制度红利会显著变薄。

2) A 股持有至解禁已捕获大部分收益，继续持有一年的增量有限。解禁后是否继续持有，更取决于个股基本面、行业景气与当时市场方向，而非战略配售身份本身。

3) 港股解禁端平均略赚，继续持有一年后收益缩窄甚至略亏。港股方面国际配售定价更充分、锁定期更短，共同压缩了制度折价空间，解禁供给对价格的冲击更直接。

4) 分行业情况来看，无论 A 股战略配售还是港股基石投资，行业间表现差异极大，不同年份间的波动同样显著，更宜与当时主线赛道、产业协同逻辑结合评估。

风险提示：宏观经济与政策波动风险，外部环境不确定性风险，数据不完备风险，历史经验和预测模型失效风险。

上证指数走势图



深成指数走势图



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、A 股战略配售规则 1
参与主体资格 1
配售安排 1
限售期规则 2
解禁减持规则 2
二、港股基石投资者规则 3
参与主体资格 3
配售安排 3
限售期规则 3
解禁减持规则 3
三、战略配售和基石投资收益情况 4
风险分析 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、A 股战略配售规则

参与主体资格

根据证监会《证券发行与承销管理办法》、沪深交易所《首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》，参与发行人战略配售的投资者主要包括：

1) 与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业；

2) 具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业；

3) 以公开募集方式设立，主要投资策略包括投资战略配售证券，且以封闭方式运作的证券投资基金；

4) 参与科创板跟投的保荐人相关子公司；

5) 发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划；

6) 符合法律法规、业务规则规定的其他投资者。

配售安排

发行人和主承销商应当根据首次公开发行证券数量、证券限售安排以及实际需要，合理确定参与战略配售的投资者数量和配售比例，保障证券上市后必要的流动性。

图表 1: A 股战略配售配售比例与投资者数量安排

上市地点	发行证券数量	战略配售投资者数量上限	战略配售比例上限
沪深主板 科创板 创业板	不足 1 亿股	不超过 10 名	不超过 20% （创业板 30%）
	1 亿股以上 不足 4 亿股	不超过 35 名	不超过 30% （创业板 40%）
	4 亿股以上	不超过 35 名	不超过 50%
北交所	不足 5000 万股	不超过 20 名	不超过 30%
	超过 5000 万股	不超过 35 名	不超过 50%

数据来源：证监会，沪深交易所，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

限售期规则

根据证监会《证券发行与承销管理办法》，参与战略配售的投资者应当承诺获得本次配售的证券持有期限不少于12个月，北交所为不少于6个月；

可根据战略投资者资质、长期战略合作关系等设置不同限售期（实践中常见12个月、24个月、36个月等）；

2025年新规明确禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。

解禁减持规则

若持股比例不足5%且非董监高，主要受战配承诺锁定期约束，期满后一般可按二级市场规则交易；

若持股比例超过5%，减持前需履行信息披露义务（预披露计划、进展公告等）；

通过集中竞价减持的，任意连续90自然日内不得超过公司总股本的1%；通过大宗交易减持的，任意连续90自然日内不得超过2%；通过协议转让的，单个受让方受让比例不低于5%；

若公司存在破发、 破净、分红不达标等情况，持股比例超过5%的股东减持受限。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、港股基石投资者规则

参与主体资格

根据香港交易所《主板上市规则》，基石投资者在 IPO 路演前与发行人/承销商签订基石投资协议，按 IPO 最终发行价认购特定份额，其寻求上市的股本证券会获优先配发且获保证的配售份额；基石投资者通常包括大型机构投资者、主权财富基金、企业战略投资者、知名富豪/家族办公室等。

配售安排

基石投资者获配股份最多占发行总数的 50%。

限售期规则

基石投资者锁定期不得少于 6 个月（自上市日起计）；

实践中大多数 IPO 基石投资者锁定期为 6 个月；

部分公司（如 18A 生物科技公司、18C 特专科技公司）可能自愿延长至 12 个月或以上。

解禁减持规则

基石投资者解禁后无额外减持限制，港交所不设“减持预披露”等要求；

但若基石投资者持股超过 5%，解禁后减持仍需履行权益披露义务。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、战略配售和基石投资收益情况

统计 2019 年以来，A 股战略配售和港股基石投资，解禁日及 12 个月后的收益情况，可以发现：

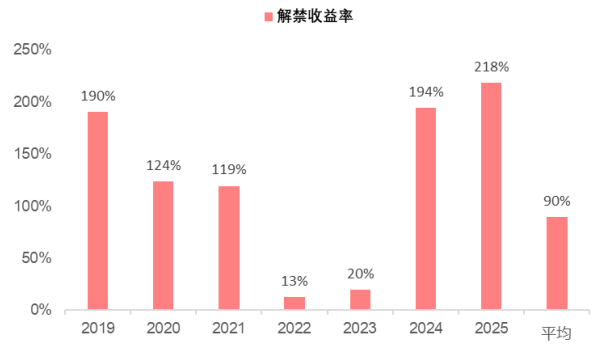
1) **A 股战略配售制度安排对应显著的历史赔率，但周期特征同样突出。**全样本下，A 股战略配售股份解禁时点的平均收益率达到 90%。其中 2019-2021 年解禁收益率约 150%，2022-2023 年明显收敛，2024-2025 年再度抬升至约 200%。这表明战略配售收益首先是发行与解禁时所处市场β、风格环境与一二级定价差的函数，而非单边保证收益；在定价更充分、风险偏好收缩的年份，制度红利会显著变薄。

2) **A 股持有至解禁已捕获大部分收益，继续持有一年的增量有限。**全样本下，A 股战略配售股份解禁时点的平均收益率达到 90%，继续持有 12 个月后平均收益率约为 84%，并且呈现出类似的周期特征规律。这说明在统计意义上，战略配售的主要账面回报基本在上市至解禁阶段兑现；解禁后是否继续持有，更取决于个股基本面、行业景气与当时市场方向，而非战略配售身份本身。

3) **港股解禁端平均略赚，继续持有一年后收益缩窄甚至略亏。**港股全样本解禁收益率平均约 21%，明显低于 A 股战配的约 90%；T+12 平均收益率约−2%，与 A 股的约 84%形成数量级差距。这一现象也与规则结构相互印证，港股方面国际配售定价更充分、锁定期更短、解禁后减持约束相对宽松，共同压缩了制度折价空间，也使解禁供给对价格的冲击更直接。

4) **行业赔率差异显著，厚尾与样本不均衡需要重视。**分行业情况来看，无论 A 股战略配售还是港股基石投资，行业间表现差异极大，不同年份间的波动同样显著，更宜与当时主线赛道、产业协同逻辑结合评估。另外需要注意的是，部分行业收益率均值受个别年份极端值与样本稀疏影响较大。

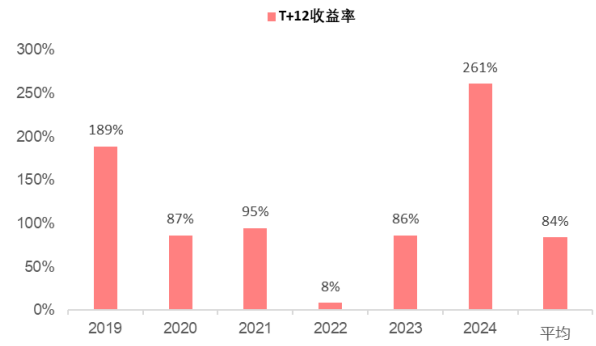
图表 2: A 股 IPO 战略配售解禁日平均收益率



数据来源：Wind，中信建投证券

（注：横轴为 IPO 年份，统计截至 20260831）

图表 3: A 股 IPO 战略配售解禁日 12 个月后平均收益率

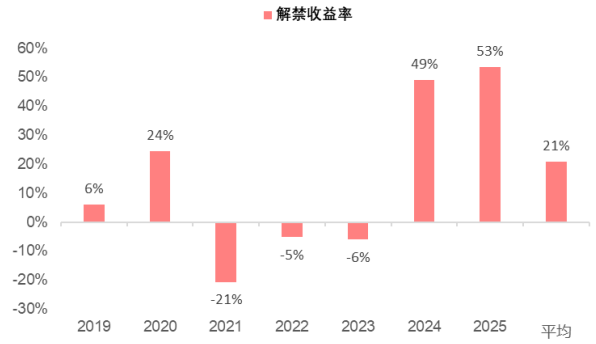


数据来源：Wind，中信建投证券

（注：横轴为 IPO 年份，统计截至 20260831）

下载日志已记录，仅供内部参考

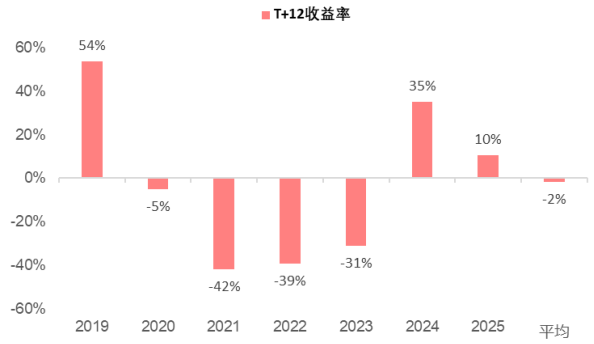
图表 4: 港股 IPO 基石投资解禁日平均收益率



数据来源：Wind，中信建投证券

（注：横轴为 IPO 年份，统计截至 20260831）

图表 5: 港股 IPO 基石投资解禁日 12 个月后平均收益率



数据来源：Wind，中信建投证券

（注：横轴为 IPO 年份，统计截至 20260831）

图表 6: A 股分行业 IPO 战略配售解禁日及 12 个月后平均收益率

解禁收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	平均
石油石化				98%		241%		169%
煤炭								
有色金属		209%	182%	-10%	46%	359%	493%	152%
钢铁								
基础化工	152%	144%	162%	18%	-1%	180%	99%	93%
轻工制造		-3%	102%	-16%	22%	171%	176%	78%
建筑材料				16%	7%			11%
建筑装饰		4%	42%	18%	7%	366%		55%
电力设备	431%	328%	171%	11%	-5%	68%	328%	135%
国防军工	207%	85%	131%	6%	62%	288%		91%
机械设备	88%	96%	157%	6%	31%	251%	159%	88%
汽车	78%	81%	93%	11%	4%	202%	83%	63%
商贸零售			96%	-43%	10%			21%
社会服务		172%	83%	-10%	74%		146%	65%
美容护理	250%	379%	137%		340%	102%		246%
家用电器		176%	121%	-18%	-10%		346%	54%
纺织服饰			43%	-22%				22%
农林牧渔	19%	118%	31%	2%	5%	13%		34%
食品饮料		205%	116%	-14%	9%		88%	91%
医药生物	238%	110%	80%	-11%	38%	43%	176%	79%
电子	253%	162%	155%	26%	18%	214%	207%	107%
计算机	163%	25%	37%	45%	30%	226%	1304%	79%
传媒			195%	-6%		342%		177%
通信		119%	10%	23%	-15%			52%
银行	-8%							-8%
非银金融		67%						67%
房地产		132%						132%
公用事业	25%			-28%			36%	11%
交通运输		14%		-32%		164%		29%
环保	7%	-12%	69%	12%	-30%			14%
平均	190%	124%	119%	13%	20%	194%	218%	90%

T+12收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均
石油石化				230%		552%	391%
煤炭							
有色金属		40%	140%	-8%	80%		68%
钢铁							
基础化工	95%	97%	137%	8%	37%	29%	73%
轻工制造		111%	98%	-16%	131%	76%	81%
建筑材料				-21%	75%		27%
建筑装饰		50%	49%	18%	9%	321%	59%
电力设备	368%	250%	104%	-12%	52%	49%	96%
国防军工	335%	42%	132%	-19%	135%	348%	107%
机械设备	79%	78%	130%	4%	111%	444%	99%
汽车	-10%	27%	83%	71%	103%	132%	84%
商贸零售			57%	23%	2%		27%
社会服务		161%	26%	182%	66%		131%
美容护理	130%	322%	71%		501%	310%	247%
家用电器		88%	74%	-14%	116%		56%
纺织服饰			54%	-11%			32%
农林牧渔	-14%	84%	11%	-2%	16%	302%	45%
食品饮料		61%	149%	40%	175%		120%
医药生物	315%	70%	64%	-22%	78%	29%	69%
电子	230%	99%	118%	15%	69%	314%	97%
计算机	145%	24%	20%	22%	159%	159%	82%
传媒			379%	-46%			167%
通信		86%	54%	39%	40%		59%
银行	5%						5%
非银金融		25%					25%
房地产		148%					148%
公用事业	10%			-44%			-17%
交通运输		2%		-23%			-15%
环保	-16%	-20%	39%	-3%	-22%		0%
平均	189%	87%	95%	8%	86%	261%	84%

数据来源：Wind，中信建投证券（注：列为 IPO 年份，统计截至 20260831）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7: 港股分行业 IPO 基石投资解禁日及 12 个月后平均收益率

解禁收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	平均
能源						-11%		-11%
材料	-29%	-11%	54%	-11%	-4%	40%	143%	53%
工业	-13%	38%	48%	-53%	-22%	-2%	29%	-2%
可选消费	5%	69%	-12%	-16%	10%	105%	12%	24%
日常消费	-8%	11%	-42%	-32%	19%	52%	2%	5%
医疗保健	19%	23%	-33%	14%	-16%	44%	128%	22%
信息技术	17%	45%	-45%	-15%	-1%	44%	11%	43%
通讯服务	20%	24%	-28%	52%	28%	162%		21%
金融	-31%	-27%	1%		-51%	72%	-30%	-22%
房地产	55%	17%	-22%	-28%	-32%	122%		11%
公用事业	-2%	1%		-3%	-14%			-6%
平均	6%	24%	-21%	-5%	-6%	49%	53%	21%

T+12收益率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	平均
能源						10%		10%
材料	-34%	37%	42%	-37%	34%	173%	-42%	14%
工业	31%	24%	27%	-51%	-37%	1%	2%	3%
可选消费	25%	38%	-7%	-35%	-9%	235%	61%	42%
日常消费	-29%	-17%	-70%	-60%	-33%	-4%		-31%
医疗保健	91%	6%	-57%	-39%	-25%	-17%	-43%	-10%
信息技术	141%	-10%	-60%	-14%	-56%	-11%	23%	-8%
通讯服务	128%	-45%	-53%	-69%	-64%	31%		-5%
金融	-32%	-36%	-12%		-52%	184%		-16%
房地产	105%	-31%	-48%	-51%	-58%	-23%		-19%
公用事业	58%	22%		3%	-12%			20%
平均	54%	-5%	-42%	-39%	-31%	35%	10%	-2%

数据来源：Wind，中信建投证券（注：列为IPO 年份，统计截至20260831）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

宏观经济与政策波动风险，全球经济复苏节奏存在不确定性，若通胀反弹超预期或通缩压力加剧，可能导致各国宽松政策调整，权益资产估值与盈利修复或不及预期，国内逆周期调节政策力度、节奏若未达市场预期，可能影响市场资金风险偏好与入市节奏；

外部环境不确定性风险，美联储政策调整超预期、美元汇率波动加剧，或全球地缘政治冲突升级，可能对海内外资金流动性和风险偏好皆造成影响，冲击人民币资产稳定性与 A 股走势；

数据不完备风险，部分机构投资者动向不能代表市场整体资金面情况，机构投资者数据披露存在一定局限性，公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况，数据计算存在一定的统计误差；

历史经验和预测模型失效风险，基于历史复盘的总结和展望面临历史经验失效的风险，数量模型可能存在适用性限制，历史数据和拟合情况不代表未来模型预测效果。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016 年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024 年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

李家俊

策略分析师，上海财经大学金融硕士，曾就职于兴业证券经济与金融研究院，2021 年加入中信建投证券研究发展部，研究领域覆盖资金面流动性、市场微观结构、机构行为与行业配置。



下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1610
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk