

港交所IPO新规生效，散户打新时代终结？ | 中环观察

2025年08月15日 17:03 南方财经全媒体集团 张伟泽

21世纪经济报道记者 张伟泽 香港报道

8月15日，广州银诺医药集团股份有限公司（02591.HK）正式登陆港交所，成为港交所IPO新规生效后首家运用新分配机制的上市公司。上市首日，公司股价曾一度上涨超280%。

这家生物制药企业选择了新规中的机制B——预先锁定公开认购比例为10%，国际配售占90%，且不设回拨机制。这意味着，无论公开认购多么火爆，机构投资者都能获得90%的稳定配售比例。

银诺医药获得约26万人认购，超购5364倍，成为今年超购王第二名。而银诺医药也创造了一个奇特的现象：“顶头槌”也要抽签——即使认购最大额度182.78万股，散户也可能一手都抽不中。

散户参与IPO市场的时代，已经结束了吗？



+ 关注

我要骂人，顶头没中

\$银诺医药-B (02591.HK)\$



12



13



(投资者晒出申购记录：顶格申购也没有中签。图片为富途牛牛截图)

机制改革转向机构投资者

8月4日，港交所关于IPO定价机制的新规正式落地生效。本次改革被市场认为是港交所27年来对新股定价机制最全面、最深入的一次调整。

香港交易所发言人对21世纪经济报道记者表示，相比20多年前，香港股票市场已发生巨大变化。部分原有规则已不符合当前市场需求，与国际市场做法脱节，甚至可能阻碍市场发展，上市公司以及机构投资者等市场参与者已有改革呼声。

港交所此次IPO配售制度改革的核心是重新平衡机构投资者与散户投资者的利益分配。新规将建簿配售最低比例从50%降至40%，并引入双轨制分配机制，发行人可以选择传统回拨机制或预先锁定配售比例。

机制A与原先的规则类似，核心变化是调低了回拨比例。分配予公开认购部分的发售股份最低比例为5%（此前为10%）；超额认购15~50倍回拨比例至15%（此前为30%），超额认购50~100倍回拨比例至25%（此前为40%），超额认购大于100倍回拨比例至35%（此前为50%）。

机制B则是引入新选项，要求发行人先选定公开认购部分的比例，该比例下限为发售股份的10%（上限为60%），且无回拨机制。

港交所发言人指出，新规为发行人在投资者群体的选择方面提供了更大的灵活性。

优质的项目大多倾向于机构投资者持股，这点在今年港股IPO的案例中已现端倪。宁德时代、恒瑞医药等新股均在新股配售时向机构投资者倾斜。以宁德时代为例，其在IPO时就向港交所申请豁免回拨机制，将散户认购比例锁定在较低水平，确保机构投资者获得更大份额，公开发售份额仅占7.5%。宁德时代在上市时共吸引了23家基石投资者参与，认购总金额达203.71亿港元，约占全球发售股份的49.69%。

优化新股定价？

本次新股定价规则改革的核心目标之一，正是提升定价效率。

港交所行政总裁陈翊庭在年初探讨新股定价改革的文章中就提到，在旧机制中，很多最有研究实力的、最了解新股基本面的机构投资者往往因为预见到可获分配的股份很少而丧失了参与建簿配售的积极性，而他们这批“专业砍价者”的缺席让新股定价的效率大打折扣，因为散户无论价格高低都会埋单，即使建簿配售部分只有少数投资者愿意接受某个偏高的价格，发行人仍然可以选择把最终发行价定在这个偏高的水平。这也会导致上市后股价表现不佳的风险增加。

丹阳投资董事长康水跃对21世纪经济报道记者表示，新规强化了专业机构投资者在新股定价中的话语权，通过降低建簿配售（国际配售）的最低分配比例至40%（原为50%），并引入更灵活的分配机制，旨在减少散户过度认购导致的定价泡沫和上市后破发风险。这实质上是将部分定价权从散户向机构转移，促进市场生态向更理性、国际化的方向演变。

他指出，改革弱化了传统“询价圈”对定价的主导权，转而更多依赖市场真实需求反馈，从而增强了市场化定价机制；同时，机制A与机制B通过引入明确的认购比例与锁定机制，提高了发行效率与透明度，有助于减少定价博弈与信息不对称。

新规希望能提升新股定价效率，然而，首支采用新规上市的新股银诺医药，股价却出现大幅波动，上市首日暴涨超200%。

这一现象引发了质疑。香港证券及期货专业总会会长陈志华对21世纪经济报道记者表示，若改革如港交所预期般提升了股价发现效率，理应避免此类首日飙升数倍的异常现象。他认为新规并未带来股价稳定，反而可能因散户难中签而诱发上市后的炒卖行为。

对此，康水跃提供了另一种解读视角：新规下，不同质地的新股估值可能出现分化。在新规的影响下，热门的新股项目估值可能更高：因为机制B锁定了公开发售比例，增强确定性，可能吸引更多散户参与，推高估值。而对于冷门项目，估值则会更理性：市场化询价机制下，投资者对基本面要求更高，估值泡沫难以维持。

瑯明家族办公室董事陈宗淦对21世纪经济报道记者表示，目前仍处于新规出台后的过渡期，短期内新股市场会有一些波动，但不能因此判定改革政策是否实现了平衡估值的初衷。

机构投资者：告别“拿不到货”困扰

今年以来，港股IPO市场表现活跃。根据香港财库局局长许正宇的网志，香港IPO市场增长强劲，超越其他主要国际市场，跃居全球IPO集资额首位。下半年势头持续，今年前7个月共录得53宗新股上市，集资总额约1270亿港元，同比增长超6倍，超过此前三年任何一年的全年总额。

这种强劲表现吸引了大量国际资本的关注。高盛此前针对港股IPO市场发布的专题研究报告指出，近期参与认购香港新股的投资者中，约2/3来自外资。而退休基金、主权基金等国际长线投资者正增加认购比例。

然而，在旧有的分配机制下，这种高涨的国际投资热情却常遇阻碍。在旧有的分配机制下，当公开认购火爆时，大量股份会通过回拨机制分配给散户投资者，机构投资者的获配比例被大幅压缩。因此，不少明星IPO项目，就连机构投资者也要“抢货”。蜜雪冰城、布鲁可以及极智嘉等都获得了超30倍的国际配售认购。

激烈的竞争导致机构投资者常常难以获得足额配售。陈宗淦表示，今年IPO市场基石份额和国际配售竞争激烈，多数情况下国际配售分配到的份额难以满足其投资标的的配置要求，因此多数时候需要在二级市场买入。

改革的核心在于调整分配比例与回拨机制。德林证券首席执行官黄仲祺对21世纪经济报道记者表示，一些大型的主权基金在进行全球的资产配置的过程中，港股IPO是其参与的范围之一。过往回拨机制的不确定性阻碍了基金在认购时的部署，本次改革将显著提升机构客户及大型基金的参与度。

瑞银全球投资银行部副主席李镇国也同意这种说法，他对21世纪经济报道记者表示，根据他的观察，长线投资机构多数对此次改革表示欢迎。很多长线投资机构需耗费大量时间对新股进行研究。然而，在此前的机制下，投入如此多时间却未能获得足够配售份额，会挫伤其参与市场的积极性。如果这些机构的份额能够得到保障，相信他们会更多参与到香港的新股市场中。

伍洁璇也指出，香港交易所现在要求新股发售须分配至少40%的股份至建簿配售部分的投资者，回拨机制也作出修订，确保机构投资者、全球投资者与散户投资者在新股发行的股份中获得平衡的分配比例。

散户打新中签更难了

机构投资者解决了长期以来“拿不到货”的问题，但硬币的另一面是，部分散户投资者则担心自己的获配机会进一步减少。

在银诺医药的案例中，由于公开配售部分仅有10%，但市场热情高涨，公开配售部分超购约5300倍，因此无论是甲组还是乙组，散户投资者都需要抽签。因此，很多散户投资者都在券商的社交区发出抱怨。

此前，在香港证监会新规咨询期间收到的反馈中，也有不少个人投资者在咨询时表达了自己的不满。

“本人强烈反对修改现行的回拨机制，这样只会使散户更加难以合理的价钱，从首次公开发售的渠道获得一些具有成长力及潜力的股票，例如蜜雪冰城等，亦有可能使股票集中在某一些投资者手上，导致“围飞”（新股上市时，股票集中由少数“自己人”或“人头户”认购），股价不寻常地下跌或上升的情况出现。”名为“Chan Chun Ngai”的个人投资者在新规改革的咨询文件中写道。

散户投资者的担忧并非没有道理。如果更多发行人选择机制B，散户投资者确实将失去通过超额认购获得更多配售的机会。

香港证券及期货专业总会会长陈志华对21世纪经济报道表示，新规允许发行人自行设定固定公开配售比例，预计多数或设为10%以保障机构投资者利益。

陈志华进一步指出，这对散户并不公平，回拨比例调整减少了其参与IPO的机会，也会打击热情。“若多数人觉得中签概率极低，还有谁愿来港股打新？长此以往，香港股市的金字招牌怕是要被砸碎了。”他强调，散户亦是市场重要参与者，对流动性至关重要；机构投资者往往长期持股，市场流动性需散户支撑。

不过，市场人士也指出改革对散户可能存在的潜在益处。康水跃表示，本次改革对于散户而言，由于公开认购比例可能减少（尤其在机制B下锁定较低比例），中签率将进一步下降，更难抽中新股，但另一方面，改革旨在减少破发风险，提升上市后表现的稳定性，从而可能提高整体“胜率”（即获利概率）。投资者可以通过发行人选择的配售机制预测市场态度：例如，选择机制B往往反映发行人对机构需求和市场信心的乐观，暗示企业更受专业投资者青睐。

香港交易所发言人表示，更多的机构投资者参与配售的“砍价”，可能帮散户“砍”出一个更优惠的价格，降低新股发行价过高甚至“破发”的概率，长远而言，无论是参与新购认购的散户投资者，还是参与二级市场交易的散户投资者，都会从中受益。

散户的担忧，港交所在此次改革方案制定过程中并非没有考量。港交所在年初已推出新股定价改革初步方案并向市场公开咨询。针对散户诉求，港交所也做出了一定妥协。最终方案中，机制A——公开发售部分的最大回拨百分比由现行的50%下调至35%，高于咨询建议的20%；机制B——公开发售部分的最大分配百分比由原建议的50%上调至60%。

尽管如此，部分散户仍感到前景不明。一位散户投资者在其发表的博客中写道：散户未来机会可能就是在暗盘和上市当日，把过去机构和散户抢筹码比耐心的格局调转，但这非常考验个人交易经验和能力。整个大变化下，可能最无力的就是小散户了，其他众人各有门道，普通投资者只有深深的无力感。

（实习生王艺之 顾泯骏对本文亦有贡献）

[返回21经济网首页 >>](#)

分享到：

相关新闻

年内港股募资近1300亿港元，港交所IPO新规落地

最新披露！花旗集团举牌港交所，位列第二大股东！