

首页 > 正文

中环观察 | 中签率暴跌至1% 港股IPO “机制B” 的造富神话

2026年03月19日 20:33 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

67比10。

这是港交所IPO配售新规落地半年后，港股上市新股在“机制B”与其他定价策略之间的选择比。换言之，约87%的新上市公司选择了“机制B”。两者之间，几乎没有悬念。

2025年8月4日，港交所正式引入新的发售分配机制，以“机制A”和“机制B”取代此前的强制回拨制度。改革的核心逻辑，是让机构投资者在定价中发挥更大作用——“机制A”延续传统但将回拨上限从50%降至35%，而全新的“机制B”则允许发行人直接锁定给国际配售的份额，公开发售的配额比例不再随散户认购热度而变动。

发行人为何如此一边倒？香港证券及期货专业总会理事侯思明对21世纪经济报道记者表示，核心在于稳定性与主动权的双重吸引力——“机制B”可以降低上市初期因散户集中抛货造成的破发风险，令股价更稳定，定价权和筹码分配也更加向机构一侧倾斜。

侯思明进一步表示，更重要的是，过去的市场数据已然验证了这一选择的回报：首日涨幅最好的，大部分都采用了“机制B”。市场由此形成了“机制B等于低中签率、高爆发力”的强烈预期，进一步引导发行人、保荐人和承销团共同倾向选B机制。

瑞银全球投资银行亚太股票资本市场联席主管胡凌寒在此前的采访中对21世纪经济报道记者表示，新机制对大市值公司的吸引力尤为明显。

她解释称，以往大型龙头公司在港发行时面临较高的最低发行比例要求，很多公司不愿在首发阶段就稀释过多股权；而“机制B”允许大市值公司以较小的发行比例完成上市，使得一些此前因惜售或不愿过度摊薄股权的公司，第一次具备了来港的现实基础。



热文排行

- 1 油价急剧飙升超3%，黄金拉升，特朗普称或再炸几次伊朗石油出口枢纽
- 2 筹划重大资产重组！拟收购卫星通信公司，今起停牌
- 3 涉漂白鸡爪、万能神药、荐股分成骗局……速览央视3·15晚会曝光名单
- 4 Kimi估值飙升至180亿美元；伊朗提出...
- 5 A股CPO概念股重挫，天孚通信跌近9%...
- 6 ETF更名倒计时两周：一场重塑5万亿市...
- 7 A股翻倍股，被证监会立案
- 8 黄金快速跳水失守5000美元
- 9 “十五五”规划纲要，全文来了！
- 10 贵州茅台董秘蒋焰严重违法被留置 ...

财经日历

2026年3月						
一	二	三	四	五	六	日
23	24	25	26	27	28	1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31	1	2	3	4	5

今日要点 全球大事 经济数据

伊朗重要天然气设施遭袭；三星电子面临大规模罢工威胁 | 21早新闻

21早新闻

突然申请600亿授信！大牛股宏景科技在释放什么信号？

快报观察

查看全部

根据港交所《上市规则》第8.08条，预期市值不超过60亿港元的公司须保证公众持股不低于25%；市值介乎60亿至400亿港元之间的公司，最低公众持股比例在15%至25%之间按比例递减；市值超过400亿港元的公司，最低公众持股比例可降至10%，但须确保公众持股市值不低于45亿港元。

"机制B"的引入，为这类企业提供了更灵活的发行空间，港交所的上市管道持续扩张。据港交所数据，截至2月27日，有467家申请正在审核处理中，另有21家已获上市委员会批准，等待正式挂牌，合计488家企业排队候场。

千倍超购的狂热

对散户来说，“机制B”带来的第一个感受，是一场前所未有的打新热潮。

改革前，公开认购越火爆，回拨机制就会将国际配售的股份拨回公开市场，散户可分配的股份随之增加，中签率因此得到一定保障。改革后，公开认购的配额比例固定，不再随认购热度而变动，散户可获配的股份上限就此锁定。

半年以来，这一局面变得相当极端——据老虎证券统计，“机制B”下的IPO公开认购超额倍数中位数从改革前的194倍飙升至1091倍，而一手中中签率中位数则从50%断崖式跌至约1%。

供求的极度失衡，导致新股股价在初期急剧波动。“机制B”新股的赚钱效应，在改革初期相当惊人。据老虎证券统计，新制实施后首挂涨幅最高的10只新股中，有9只采用了“机制B”，首日平均涨幅高达53.6%，其中诺比侃(02635.HK)首日涨幅达363.8%，金叶国际(08549.HK)首日涨幅亦高达330%。

曾经几年才出一次的“认购王”，如今在半年内密集涌现。2025年10月上市的金叶国际，公开认购超额认购超过11464倍，刷新港股历史纪录。BBSBINTL(08610.HK)公开发售阶段认购倍数达3860倍，中签率仅0.6%；海伟股份(09609.HK)获4310倍超额认购，中签率仅0.8%；超购逾7500倍的大行科工(02543.HK)，一手中中签率更低至0.02%。

中签机会渺茫，迫使散户不得不加杠杆参与这场胜率极低的游戏。据老虎证券披露，新制实施后，其平台参与IPO的投资者中，采用孖展（融资购买）认购的用户占比从改革前的约70%飙升至超过90%，该券商2025年全年孖展总额也因此历史性地突破1万亿港元。

而从整体市场来看，据LiveReport大数据统计，2025年港股IPO共获得1400.41万人次认购，较上一年的105.56万人次增长超12倍。

首日暴涨后的漫长阴跌

“机制B”带来的并非全是暴富神话，更多的是首日狂欢后的漫长价值回归。

金叶国际(08549.HK)首日暴涨330%后，仅仅半个月内存股价跌幅高达约75%，几乎回到发行价附近。BBSBINTL(08610.HK)暗盘阶段股价一度冲高暴涨360%，但截至2026年1月19日，股价跌至0.72港元，较暗盘峰值跌幅超78%。八马茶业(06980.HK)首日涨86.7%，但此后3个月内跌超40%。

香港中小上市公司协会主席春迎对21世纪经济报道记者分析，这种“首日即巅峰”的走势，根源在于“机制B”下国际配售投资者的行为分化。

他指出，虽然定价权交给了机构，但这并不意味着入场的都是长期资金。其中，主权基金、部分长线机构确实以产业逻辑与长期价值为导向，倾向于持有；但对冲基金等交易型资金占比同样不低，其参与逻辑就是押注首日涨幅后快速退出，与散户的暗盘炒作形成共振，客观上制造了首日的虚假繁荣，并在获利了结后造成了持续的卖压。

尽管如此，基本面良好的公司在市场的长期交易中仍能获得青睐。以2025年11月上市的创新实业(02788.HK)为例，这家铝业巨头首日开报15.2港元，较发行价10.99港元高出38.3%，全日收跌至14.59港元，首日涨幅32.8%。上市第二日，股价进一步回落，收盘13.52港元，跌幅约7.3%。此后随着公司基

每日智库看点

人工智能+招投标迎关键节点，南方财经AI智审打造数智赋能场景

培育数据流通服务机构，推进数据要素市场化价值化 | 营商环境周报

中法华南创新商业交流会

17把奥运火炬、7座冠军奖杯亮相香江1号，点燃城市冬奥氛围

国务院：不得强制推广下载使用政务应用程序 | 营商环境周报

[查看全部](#)

关注我们



公告

自拟项目选择制度 (21基金会)

差额选举程序 (21基金会)

基金会2020年度审计报告

绩效考核制度

考勤管理制度

秘书长绩效考核指标 (21基金会)

[查看全部](#)

本面逐步得到市场认可，股价持续回升，至2026年3月中旬已涨至28港元左右，较上市52周低点上涨超100%。

侯思明指出，“机制B”使得新股上市首日的定价更容易受到筹码集中度与短线资金的左右，短期内（日内至一两周）波动性显著增强，走势趋于极端化；然而从中期（三至六个月）来看，股价仍会回归行业基本面、宏观环境及个股质量的影响轨道。

神话的破灭

“机制B”的首日不败神话，在2025年10月宣告终结。广和通（00638.HK）开盘报21.5港元，与发行价持平，其后走势向下，收盘跌11.72%至18.98港元，打破了新规实施以来机制B新股首日连续16家收涨的纪录。

破发潮的高潮出现在2025年12月。12月22日，明基医院（02581.HK）、印象大红袍（02695.HK）、华荳生物（02396.HK）、南华期货（02691.HK）四只新股集体破发，跌幅分别达49.46%、35.28%、29.32%和24.17%，明基医院（02581.HK）的跌幅创下2025年港股新股首日下跌的最大纪录。

仔细分析破发的新股，估值虚高是一个共同特征。以电容器薄膜制造商海伟股份（09609.HK）为例，其同样采用机制B锁定10%公开配售比例，公开发售获4310倍超额认购，中签率仅为0.8%。

然而，其基本面与定价之间的裂缝相当明显：2024年营收4.22亿元人民币，仅为行业龙头法拉电子（600563.SH）的不及10%，市占率10.9%也仅为法拉电子的三分之一。上市首日市盈率达42倍，远高于法拉电子同期的28倍。发行首日，海伟股份破发，收报11港元，跌幅达到23%。

印象大红袍（02695.HK）的情况尤为典型。尽管短期供求失衡令其暗盘一度高开66.7%，但开盘后走势迅速逆转，最终首日收盘跌35.28%。这一逆转并非偶然——公司2025年上半年股东应占溢利同比下滑19.35%，基本面的持续恶化在开盘后不久便被市场重新定价。

席春迎认为，2025年12月的集体破发，根源在于部分企业利用窗口期“抢跑上市”、定价策略偏激进，与市场实际承接能力出现明显错配所致。

据统计，仅2025年12月，港股共有逾20只新股上市，创下机制B实施以来单月上市数量的峰值，集中供给在短时间内形成了较大的市场承接压力。

他进一步表示，除此定价策略偏激之外，宏观流动性边际收紧、外资回撤令港股整体承接能力下降，以及多只新股在同一时间窗口扎堆上市、供给集中释放，亦是重要原因。“三重因素在同一时间节点叠加，令破发潮的烈度超出市场预期。”

亚司特律师事务所亚洲区公司业务负责人毕然对21世纪经济报道记者表示，12月破发潮的成因是多重的，市场在短时间内难以消化大量集中上市的新股，这本身就会形成供给压力。他同时指出，这并不必然意味着上市公司的整体质量存在问题，因为所有新上市公司均须经过监管机构的严格审核。

德勤中国资本市场服务部上市业务华南区主管合伙人吕志宏也对21世纪经济报道记者表达了相似的观点。他认为，“机制B”只是上市路径的选择，所有公司都必须先通过审计师、律师和交易所的严格审核，业务合规是上市的基础门槛。他强调，机制选择并不影响审核标准

Wind数据显示，2025年11月港股日均成交额为2307亿港元，环比下降16.1%；进入12月，日均成交额继续下行，环比下滑约13%，较同年9月份高点下降约40%。南向资金流入节奏同期明显放缓，截至2025年12月中旬，当月净流入港股79.06亿港元，远低于1—11月的月均值1256亿港元。市场情绪一旦转向，估值虚高的新股便首当其冲。

市场寻找新平衡

破发潮之后，市场正在自我调适。据记者统计，2026年1月至3月15日，港股新股上市首日平均涨幅约30.14%，首日上涨个股占比达85.7%，破发率约7.1%。暗盘动辄三四倍、首日暴涨后迅速回落的极端情形，明显少于改革初期。

席春迎对近期市场的判断是，港股新股市场对“机制B”已有一定适应，但整体尚未完全稳定。他观察到，首日涨幅开始出现明显分化，部分项目不再“必涨”，投资者对项目质量的甄别也趋于审慎。在他看来，市场目前仍处于从交易驱动向价值驱动过渡的阶段，这一转变尚需时日。

吕志宏则为散户提供了更具体的投资建议。他认为，投资者除了关注公司业务本身，还应仔细审视基石投资者的背景。

而从价格发现的角度来看，侯思明认为，尽管波动加大，但这并不意味着定价机制失效——发行价仍由机构询价决定，只是“机制B”放大了二级市场的情绪和流动性循环，令短期交易价格与基本面合理价之间出现了更大的偏离。

面对B机制所出现的这些问题，受访者们从各自的角度提出了建议。

席春迎则一针见血地指出，“机制B”当前面临的核心矛盾在于，一级市场的机构化已经完成，但二级市场的长期化尚未建立。

他从制度完善角度提出了更系统的建议：优化配售结构，提高长期资金占比，引入锁定期差异化机制以约束交易型资金的短期套利行为；同时建立稳定资金池，鼓励主权基金、养老金等长期机构参与，从根本上改善二级市场的承接结构。

“未来真正决定改革成败的，不是发行制度本身，而是能否形成稳定的长期资金体系和价值定价逻辑。”席春迎指出。

侯思明则提出了一个更具操作性的方向。他表示，大部分企业选择“机制B”本身已证明其对发行人的吸引力，但目前招股文件对散户的风险提示仍不够充分，建议在招股章程及上市文件中进一步明确披露所选机制的特点与潜在风险——包括公开发售比例较低、流动性不足及股价波动等问题——以便散户在参与打新前能充分知晓风险。

不过，也有受访嘉宾表达了对B机制的支持，毕然指出，机制A下回拨比例的减少以及机制B下强制回拨机制的取消，使香港的配售机制与国际惯例更加接轨——在许多其他司法管辖区，证券交易所既未规定公开发售部分的最低配售比例，也未强制要求任何回拨机制。“香港或许还有更大的空间去与国际规范进一步接轨。”他说。

事实上，机构主导定价并非港股独有的改革方向。美国纳斯达克和纽交所的IPO机制同样以机构簿记建档为核心，公开发售比例通常不超过10%，并无强制回拨要求。

“‘机制B’本身并没有错，关键在于市场参与者如何使用它。”侯思明在最后总结道，“发行人需要克制定价冲动，机构则应锚定价值投资，散户需正视市场风险，而监管层要用数据校准制度。”最终，改革的成效取决于这四方能否在新的规则框架下，重新找到各自的边界。

(实习生周静仪对本文亦有贡献)

[返回21经济网首页 >>](#)

分享到：

[关于我们](#) | [加入我们](#) | [联系我们](#) | [版权声明](#) | [友情链接](#)

粤ICP备2021113567号 互联网新闻信息服务许可证编号：44120250004 广播电视节目制作经营许可证

中国互联网举报中心 违法和不良信息举报电话：020-87399755 law21@21jingji.com

广东二十一世纪经济报道报社有限公司

粤公网安备 44010402000579号