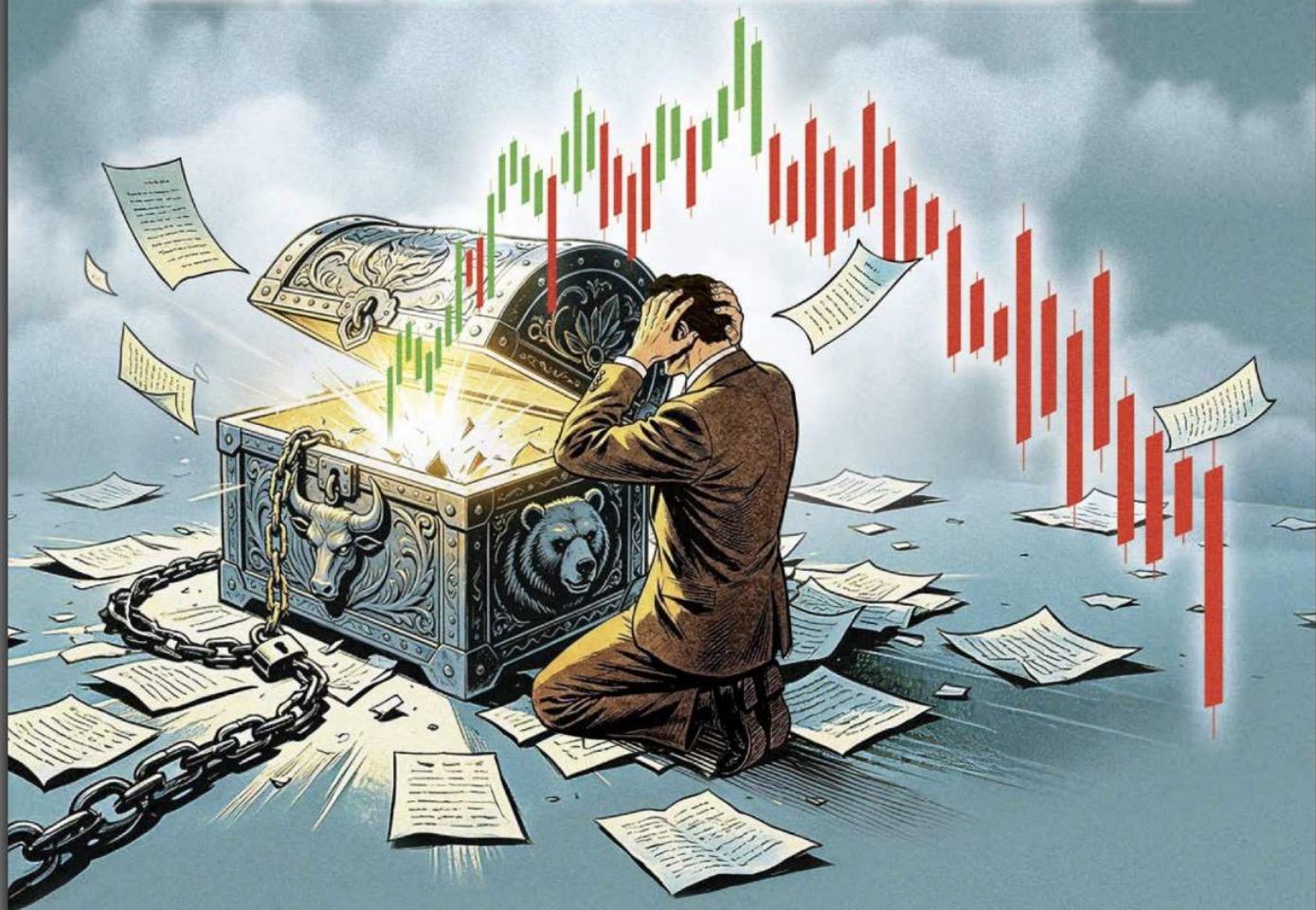


IPO大躍進 中港金融矛盾浮現

港股解禁潮殺到



「內捲」又如何：從經濟學角度看

平台神話退潮：美團股價崩跌背後

競爭壓垮一代青年 項飆：重構附近

石油封鎖不成氣候 日本核電復甦在望



百億元市場 匹克球崛起之謎

萬億港股解禁 盲打躺賺終結



今年港股上演「冰火兩重天」。IPO 熱潮未退，近五百企業排隊上市；與此同時，萬億限售股密集解禁，貨源倍數膨脹，市場承接力與新股質素備受考驗。新經濟題材狂炒之下，一批「半新股」走出「禁售期」，邊際沽壓暗湧。當二級市場漸變「半個私募市場」，誰在裸泳、誰是真龍，將一目了然。

□ 李潤茵 本刊記者

今年以來，鑼鼓聲再度響徹港交所，延續去年香港 IPO 集資額重奪「世一」的聲勢，「財爺」陳茂波亦在網誌報喜，指目前仍有接近 500 間企業排隊上市。

港股新股市場熱鬧不減，但狂歡背後，一場「還債期」式的壓力測試正悄然逼近。在港交所門外排長龍的同時，另一邊廂，一批「半新股」正陸續走出禁售期——去年 IPO 井噴所種下的籌碼，如今開始集中回到二級市場。

按慣例，新股禁售期通常為 6 至 12 個月。2025 年港股 IPO 集資額達 2858 億，意味相關股份將在今年密集「解禁」，由基石投資者、大股東以至早期員工持有的股份，陸續可以自由沽出。

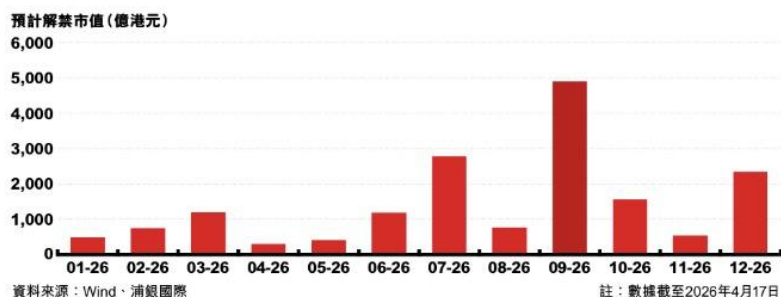
浦銀國際估算，2026 年港股待解禁限售股市值約 1.6 萬億港元，較去年急增近三倍（■），全年至少有 6 個月的月度解禁市值超過 1000 億市值股份，代表市場需要「消化」的貨源，正以倍數級膨脹。

短期而言，壓力未全面浮現。「今年首季港股解禁約 2458 億港元，低於預期，主要因股市回落拖低市值，加上部分公司提前鎖倉，在資金仍充裕下，整體減持壓力暫時可控。」

不過，浦銀國際首席策略分析師賴燁燁提醒，真正考驗在 9 月，單月解禁規模料達 4896.2 億港元，佔全年 28.2%，「在美國大選及利率走向未明之際，市場承接壓力不容低估」。

風險不只來自解禁本身。被譽為「中國最準分析師」的蓮華資產管理合夥人兼首席投資官洪灝指出，市場資金一方面要承接解禁股份，另一方面還要應付數以百計排隊上市的新股，特別是近年熱門的新經濟題材，資金分流在所難免，「一旦踏入第三季，大規模解禁與新股供應同時湧現，即使未必引

圖一 港股限售股解禁市值將於2026年9月達到峰值





▲IPO狂歡之後，萬億解禁大考，新股質素高低終見真章。(路透圖片)

發劇烈拋售，也難免在邊際上壓抑股價表現」，形容風險「相當大」。歷史經驗則顯示，解禁高峰往往伴隨市場波動加劇，並可能成為股價下跌中的催化劑(圖二)。

潮退時知誰在裸泳

然則解禁必然引發拋售潮嗎？其實不能一概而論。解禁不過是一面放大鏡，真正被放大的是公司質素——基本面穩健的企業，短期壓力反而可能吸引長線資金；但質地存疑者，則更容易在此時現形。

真正的隱憂在於後者。洪灝直言，市場對此其實「心中有數」：「有些公司本身並不適合上市，上市後的表現及管理層質素，大家都看在眼裏。」問題並非突如其來。過去一年IPO市場某程度帶有「虛火」，背後是行業生態的斷層——前兩年新股市場低迷，不少保薦人

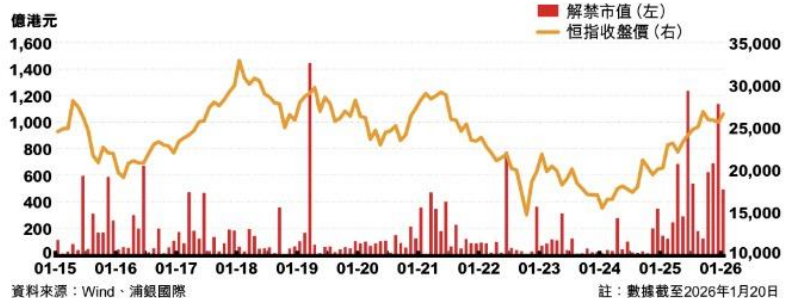
退場或轉型，專業能力出現真空。今年初，證監會罕有直指保薦人存在「多項嚴重缺失」，某程度上已印證質素問題。「罪狀」包括上市文件冗長失焦、盡職調查流於形式等。更有個案顯示，有保薦人負責人同時監督十多至近二十宗IPO項目，團隊大多為入職不足一年的見習生，幾乎無法全面審查。

在投行內部，這或許是「完成KPI」，但對投資者而言，卻很可能是「風險打包出售」。監管出手「補

漏」自然無可厚非，其後迅速暫停多宗申請審理，並限制簽字負責人同時監督的活躍項目數目，試圖補回「第一道閘」。

冰封三尺非一日之寒。業界豈會不清楚新股質素，只是IPO寒冬記憶猶在，即使市況轉旺，仍然心有餘悸，不敢貿然擴充人手，「畢竟2023至2024年香港IPO實在太少，中央在2024年9月推出組合拳後，市場迅速回暖，大家便瘋狂接單，無論大小項目都來者不

圖二 2015年至今，港股解禁市值 vs 恒指收盤價





(李俊杰攝)

▲洪灝認為，港股動物精神仍然存在，惟定價未充分反映流動性與地緣風險。



(朱靜文攝)

▲朱靜文指出，小公司掛殼後難轉身，殼有價、仙股多，二級市場更死水一潭。

拒」，百惠資本有限公司董事總經理、香港證券及期貨專業總會理事侯思明無奈表示。

侯思明從事保薦人工作超過20年，曾任職大型中資投行，目前主理精品投行。他解釋，簽字保薦人（俗稱「六號牌」）由接獲項目到正式入表，最快也要三至四個月，「我們必須完成盡職調查，涵蓋公司業務、客戶、供應商等，其實非常耗時，很難大幅加快」。

然而，在資源未及恢復、項目卻急速暴增的現實下，他透露，去年部分大型中資投行高峰期幾乎沒嚴格限單，「守門人」的角色自然愈來愈難堅守。新股質素參差只是表象，深層問題在於市場長年過度依賴IPO，資源嚴重傾斜，一仗功成萬骨枯，一旦市況轉勢，整個行業便容易陷入內捲。

當把關失效，市場自然會出現極端樣本，例如優樂賽。這家公司主打汽車共享運營服務，一度被封為「超購王」，暗盤一度爆升逾一倍，但首日收市已急跌約四成，其後股價持續陰跌，上市不足一個月已宣布停牌；停牌前股價約3.9元，較招股價下限11元大幅折讓。

然而，真正令人側目並非股價，而是一筆上市前夕未曾披露

的7300萬人民幣轉帳。這筆金額不但高於全年盈利預測，亦超過上市開支，按任何標準都屬重大交易，卻未見於任何招股文件。其後，核數師罕有要求展開獨立調查，保薦人盡職審查形同虛設的質疑瞬間被放大。

與此同時，新股市場近來亦頻現低級錯誤，例如每手股數、超購倍數及分配結果錯報；監管通函指「文件冗長失焦」、重複披露卻遺漏關鍵風險等，亦非個別事件。這些本應在流程中被攔截的錯漏，反映問題已不止於個別公司，而是整條上市專業鏈開始「走樣」的警號。

二級市場變私募市場

恒大商學院副院長（研究）鄭子云教授提醒，IPO本質上只是定價配售的技術過程，「並非明燈，照不到公司未來三五年的表現」，直言企業「質素」缺乏單一標準，舉例小米及騰訊，上市初期亦曾股價低迷，但難以因而斷定其優劣。

「企業上市初期無一不是『搭棚』，關鍵在於若『棚』搭得穩固，日後便會轉化為『地基』。」鄭子云認為，衡量公司質素較可行的做法，是觀察IPO後股價穩定性，以及公司在不同市況下的抗壓力。

站在風口上，豬都會飛。近年港股最熱門不外乎人工智能、大模型及創新藥等，這些公司多數經18A生物科技或18C特專科技上市，最大特徵是上市前無盈利、無實際業務，只得研發中的產品。

侯思明坦承，這類項目連保薦人都不易處理，因業務太前沿，由簽約到入表僅兩三個月，很多細節只能交由律師在文件上補位，招股書都未必能解釋清楚公司業務。

重點是港股很大程度上玩板塊故事，當市場只看題材、不看基本面，「市況好的時候，隨便哪間公司上市都賣出好價錢，因為有賺錢效應，但問題是當魚龍混雜的公司愈來愈多，市況一轉差，質素高低就見真章」，洪灝評價。

香港主板上市要有盈利加三年業績，現在由於規則改變，無盈利、業績差都可過關，「能夠上市不等於質素一定好。評價一間公司最重要看管理層、過往業績，能否持續為投資者創造價值」。

這套傳統標準難以用來衡量新興企業，同時港股亦出現質變，「市場融資階段已向前移，相當於二級市場變成私募股權市場」。洪灝解釋，許多早期公司無法在二級市場融資，只好被迫進行私募股權融



(黃潤根攝)



(受訪者提供)

▲ 侯思明透露，手上項目貴精不貴多，專揀估值合理、業務乾淨的新經濟企業。

▲ 賴煒煒指出，真正拋售風險來自小盤、估值高、解禁比例大的那一類股份。

資；現在則是要求普通投資者需要具備私募股權投資者的專業水平，「對散戶是非常大的挑戰！」

他表示，監管機構的角色，從來只是負責維持市場秩序、訂立規則，而不是替投資者保證公司質素，更不會保證股價表現，而且容許無業績公司上市，並非香港獨有，「美國納斯達克旨在吸納細價股和科技股，上市門檻也是相對寬鬆，退市標準卻很清晰，一旦觸線會快速除牌」。

香港呢？洪灝一針見血：「上市不易，退市更難，結果是大機構、對沖基金和散戶都在同一平台、用同一套規則交易，退市機制形同虛設，因『殼』仍有市有價。」

如此下來，港股二級市場既不利散戶，創投和早期股東亦未必樂見。事關後者關鍵考量是如何有序退出，並非「推到IPO上市」等於完成任務。若然二級市場接貨乏力，解禁後股價四散，甚而下跌至乏人問津，市場只會不斷製造更多「孤兒股」（即無人問津/被拋棄的新股），資金更難以形成良性循環。

香港「孤兒股」想轉身亦不容易。楊楊朱律師事務所合夥人朱靜文指出，部分成交疏落、行業又走向夕陽的上市公司，其實很想引入

新股東、轉型新業務，但在現行規則下，往往會被視為「反收購」，需要按新股標準重做一次IPO，「現實上幾乎沒人會這樣做」。

結果，港股市場聚集了一批體量細小、前景有限的公司被困在牌照之內，它們不容易退市，又難以透過轉型重獲估值，市場自然更傾向追逐少數有故事、有流動性的股份，中小企融資平台功能，反為愈來愈薄弱。

打新不如撈半新股

當二級市場愈趨變成「半個私募市場」，解禁潮帶來不止是指數短期波動，更是一整池高估值半新股重新定價。今年以來，恒指徘徊2.5萬點，洪灝認為，目前水平未充分反映所有風險，包括流動性收緊、地緣政治、經濟放緩等。

在這樣的市況下，今年「打新」不再是穩賺遊戲，因新股中籤率低，資金卻要鎖定較長時間，「投入大筆資金，可能只抽中一兩手，回報率自然比去年差」。

與其盲目抽新股，投資次新股勝算可能更高，尤其是關注拋售潮後，具備股息吸引力的硬科技龍頭「黃金坑」（指股價築底後，大戶刻意製造下跌破位恐慌，清除不堅定

籌碼，特徵是急跌、成交量小，但很快會見底反彈。「解禁潮會令表現愈好的股份，價格下行壓力反而愈大，但不代表公司質素出現問題，因這些股份原本都有獲利需求。若一間優質公司價格下跌是因解禁，而非基本面惡化，長線投資者可趁機留意。」

入市時機？洪灝相信，今年第三季當港股出現較明確低位，次新股市場將有不少撈底機會，「若恒指能見到2.3萬點以下，就是一個較舒適的買入位置，大家可耐心等待，下半年會有更好入市機會」。

翻查禁售時間表，下半年起碼就有20隻解禁市值逾百億半新股，而且集中在軟體服務、醫療保健、人工智能等新經濟板塊（見表）。

浦銀國際首席策略分析師賴煒煒曾針對2018至2025年766家港股IPO樣本進行分析，結果顯示小盤股（市值少於100億港元）受解禁衝擊最為顯著，解禁前後的觀察期，絕對回報均為負，約55%跑輸恒指；

中盤股（100至800億港元）影響相對溫和，僅47%跑輸；大盤股（大於800億港元）則呈現利空提前定價、落地後快速企穩的特徵，解禁前3個月有61%跑輸

恒指，解禁後3個月跑輸比例降至45%。賴焯焯歸納出高風險結構，往往解禁股數佔流通股比例高、估值偏貴、基石投資者佔比較大，並且處於高增長行業、業務模式尚待驗證及基本面偏弱；

相反，行業龍頭、基本面強勁、盈利清晰的大盤股，甚至即使解禁比例高，但控股股東仍明確表態不減持的話，此類股份則較常出現「落地反彈」，「對基本面強勁的公司，若解禁引發非理性下跌，反而可視為中長期布局機會」。

賴焯焯不約而同指出，今年打新需要降低預期回報率，策略上則

優先配置優質A+H龍頭與新賽道龍頭，原因是這類公司若構建跨境資本平台，相信並非一次性融資，減持壓力通常偏低。

哪些賽道值得關注？洪灝看好三個方向——一、**人工智能**：因AI改變已「實實在在感受到」，而且只會加速、不會停止，惟其估值尚未反映超出預期的應用，高成長潛力明顯，低位大幅回落即入市機會；

二、**新能源**：油價高企、中東風險維持高溢價，推動太陽能、風能、儲能、電網替代傳統能源，加上AI耗能巨大，本質是「電能轉算力」，傳統智力不再是改變人生的

關鍵因素，掌控能源者將主宰未來財富，「智商已非稀缺資產，算力才是稀缺資產」。

三、**消費**：中國「十五五規劃」將內需列作優先，市場預期未來或加大對新生兒、退休及低收入群體的支持，長遠有望推動板塊重估。

惟洪灝提醒，消費板塊非鐵板一塊，傳統消費股如貴州茅台，品牌雖強，但維持高估值下，渠道庫存與假貨早已削弱提價能力；新消費股如泡泡瑪特則「故事未完、仍有潛力」，卻難在「如何說服別人接受其高估值」；要在低位尋寶，「公司業績增長率」仍是關鍵。

下半年限售股解禁市值最高20隻半新股

股票代碼	股份名稱	行業	市值(億港元)	累積升跌	解禁日期	解禁市值(億元)	佔流通股
2617.HK	藥捷安康	藥品及生物科技	254	383.27%	2026-06-23	182	94%
3696.HK	英矽智能	藥品及生物科技	391	184.2%	2026-06-30	284	73%
9678.HK	雲知聲	軟件服務	263	76.1%	2026-06-30	145	93%
1828.HK	富衛集團	保險	402	-17.37%	2026-07-07	265	66%
2513.HK	智譜	軟件服務	4236	717.56%	2026-07-08	244	12%
0100.HK	MiniMax	軟件服務	2818	444.55%	2026-07-09 2026-10-09	1309 351	46% 12%
2590.HK	極智嘉	軟件服務	254	13.21%	2026-07-09	161	83%
2718.HK	明略科技	軟件服務	337	64.11%	2026-07-31	279	83%
3858.HK	佳鑫國際資源	一般金融及礦石	504	912.82%	2026-08-28	310	61%
9973.HK	奇瑞汽車	汽車	1894	6.02%	2026-09-25	452	59%
2259.HK	紫金黃金國際	黃金及貴金屬	4684	144.45%	2026-09-30	3981	85%
2670.HK	雲迹	資訊科技器材	175	162.34%	2026-10-16	137	87%
2637.HK	海西新藥	醫療保健	152	123.38%	2026-10-20	130	85%
1384.HK	滴普科技	軟件服務	225	158.82%	2026-10-28	207	92%
2788.HK	創新實業	一般金融及礦石	573	151.32%	2026-11-24	414	72%
7618.HK	京東工業	工用支援	407	6.38%	2026-12-11	305	75%
2655.HK	果下科技	工業	190	82.79%	2026-12-16	129	89%
3317.HK	迅策	軟件服務	1063	586.25%	2026-12-30	805	92%
6600.HK	臥安機器人	家庭電器及用品	254	52.85%	2026-12-30	226	89%
6651.HK	五一視界	軟件服務	252	99.51%	2026-12-31	206	86%

註：累積升跌標示為紅色代表跌穿上市價。

資料來源：etnet、富途牛牛（數據截至2026年4月21日）

IPO 漠視小散戶 不利投資者教育

到底一本動輒數百頁、洋洋灑灑上萬字的招股書，內容「含金量」有幾高？什麼人會逐字逐句細嚼，甚至作為投資決策依據？楊楊朱律師事務所合夥人朱靜文告訴大家，答案可能是除證監、聯交所和中介機構外，散戶恐怕寥寥無幾。

招股書變「走程序」

朱靜文入行逾廿載，親身見證招股書如何由「嚴肅法律文件」，一步步演變為「合規流程工具」。「以前發行人仍視招股書為IPO前的期末考，與中介機構逐條推敲風險披露，如今多數都不重視，畢竟招股書質素再高，跟銷情也沒關係。

證監會點名批評前，實際上招股書質素差，幾乎無後果可言。朱靜文指出，即使投資者因招股書失實蒙受損失，也需個別追討，導致相關訴訟罕見，「若在美國寫得不認真，隨時被提出集體訴訟」。

正因缺乏機制，香港監管傾向希望「保薦人當自己投資者、幫小股東把關」，並非單純「以披露為本」，最直接體現就是招股書愈寫愈厚，惟諷刺在於這種「家長式」心態，反令散戶對這份文件更卻步，只剩下監管與中介「走程序」。

再說，即使當局不斷強調「要保護中小投資者」，只要回到真實市場，不難發現明顯背離。一方面，監管看似嚴格把關不讓散戶「輸錢」；另一方面，市場機制直接幫散戶連「輸贏機會」都排除，散



▲監管想保護散戶，新股機制卻傾斜，小股民反被邊緣化。（法新社圖片）

戶其中一個靈魂拷問莫過於：為什麼新股愈來愈難抽中？這並非單純市場熱度或手氣問題，而是制度設計促成的「大戶歸邊」。

抽新股曾是香港股民的「集體儀式」，哪怕得十分之一手，「一手中籤」也足以成為街坊茶餘飯後話題，後來港交所引入「回撥機制」更開啟「全民抽新股」大時代。

「20年前我入行時，回撥機制的精神很明確，就是要保障散戶在IPO中有合理參與，不讓公开发售淪為『裝飾』。」百惠資本董事總經理侯思明憶述，制度原意是在機構和散戶間取平衡，所以公眾認購超額，部分國際配售股份回撥散戶。

直至去年港交所推出IPO新規，將回撥機制的「實質保障」改為「彈性選擇」。發行人可選擇A、B兩種機制：A制雖保留一定回撥可能性，但公开发售比例上限由50%下調至35%；B制則允許

發行人在招股前，預先鎖定公开发售比例，最低可降至10%，且不設任何回撥，結果在市場實際運作中，發行人多數選擇B制。

抽新股變「買六合彩」

這意味着什麼？直接用數據說話：2019年阿里巴巴回歸港股逾20萬人認購，中籤率80%，5手穩中1手；2018年小米上市，中籤率100%，人人有份；新規後，「大模型六小虎」智譜中籤率5%、「杭州六小龍」群核3%，還有長光辰芯超購逾1137倍，一手中籤僅1%。

侯思明直言，對機構投資者無疑更便利，因只需少數幾張大單，足以掌握定價話語權，惟市場代價不菲，「短期股價波動可能較小，看起來穩定，但若抽中新股愈發似『中六合彩』，制度只會將散戶逼向短線炒作，更加沒誘因分析新股，長期對投資者教育是壞的」。