

散戶分配有限 屢現極高認購 推動強勁買盤 IPO改革效應 首日破發新股僅佔23%

透視IPO分派新規③

港交所(00388)在今年8月4日改革IPO公開發售機制後，新股首日表現明顯好轉，極大改善散戶抽新股的賺錢預期，惟市場擔憂新股定價仍未調整至合理水平。

香港證券及期貨專業總理事侯思明認為，上市公司首日股票普遍暴漲，意味着招股價偏低，或代表定價機制仍有改進空間。他相信，增加散戶議價能力，可以提升新股定價準確度，同時有助發行人募集更多資金，利好後續發展。

大公報記者 蔣去悄

IPO公開發售機制改革後，新股首日表現較改革前大幅向好。參考統計數據，年內經舊制上市的股份共52隻，其中15隻潛水，佔比近三成；而截至昨日通過新機制上市的新股達47隻，首日潛水的股份為11隻，佔比約23%，表現較新規推出前理想，為何如此？

星漢資產管理行政總裁王榮坤指出，機制B(公開發售超購不回撥)環境下散戶份額稀缺，在龐大的市場需求推動下，部分新股很可能呈現出極高的超額認購倍數，新股上市首日便形成強勁的買盤動力，帶動股價上揚。

分析：個別屬炒賣 升勢難持久

根據去年12月發布的文件，港交所調整公開發售機制的目標在於抑制錯誤定價風險，惟參考當前新股首日整體錄得升幅，意味定價機制仍有調整空間。侯思明形容，港交所希望借助機構投資者的專業能力輔助定價，然而當下市況又反映出另一個問題，即「改革後新股定價是否合理？會不會偏低？」

侯思明坦言，新規實施後不少新股首日急升，其中部分發行人確實兼具基本面和發展前景，但也不排除部分公司欠缺投資亮點，且股權集中，導致股價大起大落。

王榮坤亦擔憂新分配模式的風險，倘若新股票資規模較小，



▲侯思明表示，發行人想提高定價準確性，關鍵在於散戶參與度。

業界倡提高回撥 增散戶參與度

在侯思明看來，新股定價一直屬「博弈遊戲」，發行人要想提高定價準確性，關鍵在於散戶參與度。他提及，以往散戶最多可獲得50%份額，當一隻新股廣受市場認可，其超額認購倍數便不會太差，有利於發行人更為進取地定價。

由於新股超額認購逾100倍早已成為普遍現象，因此曾有市場人士提議針對超額認購機制作出調整。侯思明亦建議，港交所可考慮改為提高回撥機制的觸發門檻，例如超額認購1000倍才能達到最高回補比例，從而兼顧散戶參與度和定價準確性。



新規後11隻新股首日破發

股份	超額認購(倍)	首日跌幅(%)	一手賬蝕(元)	
天域半導體(02658)	59.6	▼30.2	▼875	
遇見小麵(02408)	425.0	▼27.8	▼980	
海偉股份(09609)	5425.3	▼23.0	▼656	
Fibocom(00638)	550.0	▼11.7	▼76	
WeRide(00800)	72.4	▼10.0	▼270	
pony.ai(02026)	14.9	▼9.3	▼1290	
均勝電子(00699)	146.7	▼8.0	▼880	
AUX(02580)	556.2	▼5.4	▼188	
納芯微(02676)	24.3	▼4.3	▼500	
HASHKEY(03887)	392.7	▼0.2	▼4	
CNGR	中偉新材(02579)	26.9	▼0.1	▼8



新股發行三部分

建簿配售	一般面向機構投資者和專業投資者，收集意向、確定價格、股份分配等流程
基石配售	面向企業、機構及知名富商等投資者，並承諾上市前認購一定規模股票，且設至少半年禁售期
公開認購	面向散戶投資者，申請認購股份

建簿配售收集意向 IPO定價扮演關鍵角色

香港新股發行一般包括三部分，分別為基石配售、建簿配售和公開認購。業內人士指出，基石配售和建簿配售在新股定價中扮演重要角色，前者在IPO中扮演「定海神針」的角色，為市場提供信心，後者提供的報價和需求則直接影響定價水平。

建簿配售主要包括意向收集、確定價格、股份分配等流程，一般面向機構投資者和專業投資者，如基金公司、保險公司、養老基金等。在定價過程中，承銷商會收集投資者認購意向數據，並藉此判斷市場對於股票的需求情況，假若需求旺盛，便會考慮提高定價水平，反之需求不足，則降低定價水

平，從而確保新股順利發行，形容最終定價需要針對「新股融資需求」和「市場接受度」進行平衡。

基投設至少半年禁售期

至於基石配售，這部分多為企業、機構及知名富商等具備實力的投資者，會在上市前承諾認購一定規模的股票，且需要在至少6個月的禁售期屆滿後才能出售，從而增強市場對公司的信心。港交所在諮詢文件中亦有考慮放寬禁售限制，惟最後未有改動。

公開認購部分則面向散戶投資者。分析

指出，由於散戶只需填報想要認購的股份數量，最後只要中籤，無論價格高低都要埋單，因此將這部分投資者歸類為「被動的價格接收者」，議價能力不足。

參考年內新股數據，一般而言機構認購倍數較低的IPO，大多傾向下限定價。

紅蟻投資總監李澤銘(圓圖)舉例道，假若新股定價範圍介乎10至12元，如果大部分機構投資者傾向以10元認購，那麼發行人便無法將價格抬升至12元，反過來說，當這隻新股廣受追捧，便會有許多機構投資者願意支付高價，形容新股定價「主要是機構與發行人之間的博奕。」



▲IPO公開發售機制改革後，多隻新股造好，周二上市的果下科技大升1.18倍，每手賬賺2370元。

提高機構份額 巍降錯誤定價風險

改革目的

自2023年推出FINI平台後，香港IPO認購倍數水漲船高，市場相繼湧現多隻超額認購百倍乃至千倍的熱門新股，惟首日潛水概率同樣居高不下。隨後港交所在去年底啟動為期3個月的諮詢，力求減少最終發售價與上市後實際交易價相差甚遠的情況。

針對公開認購部分，諮詢文件分別提出機制A和機制B，通過限制公眾投資者分配的範圍，以降低錯誤定價的風險。

激發機構投資者積極性

何謂錯誤定價風險？文件指出，在回補機制下，建簿投資者作為主要「定價者」的股份份額受到削減，令發行人有機會設定更高的發售價，然而在建簿配售部分的初始規模下，較高的發售價可能難以被足夠的建簿配售投資者

所接受，並增加IPO定價錯誤風險。

港交所行政總裁陳翊庭表示，許多對新股基本面有深入研究的機構投資者預見到可獲分配股份較少，從而喪失參與建簿配售的積極性。她形容這些「專業砍價者」的缺席，令新股定價效率大打折扣，因為散戶無論價格高低都會埋單，從而導致上市後股價表現不佳的風險提升。

港交所上市主管伍潔鏗在今年8月的公告中指出，希望借助此次改革，提升新股定價及分配機制的穩健性，平衡本地及國際投資者的認購需求。

儘管新規引發市場熱議。但也有業內人士認為，本次改革已為市場帶來很大變化，不止投資者需要適應，監管者也在觀察市場動向，相信當前應觀望一段時間，然後才會有進一步的調整動作。

近期以固定發售價招股新股

股份	發售價
果下科技(02655)	20.10元
寶濟藥業(02659)	26.38元
天域半導體(02658)	58.00元
金岩高嶺新材(02693)	7.30元
海偉股份(09609)	14.28元
明略科技(02718)	141.00元
滴普科技(01384)	26.66元
聚水潭(06687)	30.60元



▲不少新股以固定發售價進行招股，寶濟藥業是其中一隻。

固定發售價招股

市場變化

今年不少新股選擇以固定發售價進行招股，市場表現較過去幾年有一定變化。天風國際投資銀行部主管兼股權資本市場部主管張今邁分析，這代表發行人可以在前期路演、非交易路演環節與投資者充分交流，並獲取更加明確的價格參考，相信是市場不斷改善的明確信號。

張今邁對比兩種定價思路，假若為招股價設定一個範圍，對發行人而言確實更靈活，相比之下，固定發售價則意味着投資者為發行人提供了十分明確的反饋。他相信，這時選擇固定發售價主要有兩個優勢，不僅體現發行人對IPO事項充滿信心、對資本市場足夠信任，也為投資者提供更加明確的價格指導。

區間定價仍佔主流 勝在靈活

「即便當前選擇固定定價的新股數量有增

凸顯發行人信心

加，但總體而言區間定價方式仍佔主導地位。」光大證券國際策略師伍禮賢表示，區間定價更加靈活，發行人可以根據認購反應判斷市場定位，並藉此調整最終定價，此外由招股到最後定價需要經歷數個交易日，發行人可以因應二級市場波動調整價格，例如當前不少「A+H」新股上市，假若招股到定價期間A股價格有變化，發行人便能跟隨市況進行部署。

不過，伍禮賢同樣指出，隨着市場信號愈發明確，愈來愈多的新股開始選擇固定定價。他提到，部分新股在招股前便與機構投資者充分溝通，後者承諾認購較大比例的股份，因此不論股市反應如何，都無損IPO投資參與度。

另一個原因為FINI的推出為發行人分擔不少風險。伍禮賢認為，隨着新股招股期縮短，市場波動帶來的不確定性開始削減，令發行人更有勇氣選擇固定定價。



責任編輯：陳少文