



▲一些企業在上市後，因為增長方式仍然停留在上市前階段，所以無法成長為高市值公司。

## 經濟觀察家

近年來，香港資本市場在制度層面持續優化、在規模層面不斷擴張，但不容忽視的是：大量完成上市的中小市值公司，在短暫高光之後迅速陷入長期低迷。這些企業並未大規模退市，但經營上出現的問題已反映在多個資本市場維度之上。

# 港股須警惕「中小市值公司陷阱」



港  
股  
觀  
察

有一類觀點將低市值、低交易量及再融資困難，簡單歸結為香港資本市場流動性不足或制度環境不利所致。但長期觀察來看，這一判斷並不成立。資本市場的表現並非孤立結果，而是企業經營質量、增長結構與治理能力變化的集中反映。當企業上市後的業績兌現能力、增長可持續性和資本使用效率出現偏差時，其結果必然通過股價、市值與流動性等指標體現出來。

### 業績變臉 股價破發

因此，中小市值公司在港股市場中普遍出現的低市值與低流動性現象，並非單純的市場問題，而更應被視為企業上市後、自身經營與結構問題在資本市場層面的集中顯影。正視並系統性解決這一問題，不僅關乎中小上市公司的生存與發展，也直接關係到香港資本市場資源配置效率的提升，以及國際投資者對香港市場長期定價功能的信心。從這個意義上看，「中小市值公司陷阱」並非邊緣議題，而是香港作為國際金融中心必須認真回應的結構性課題之一。

長江商學院院長李海濤博士提出，可以借鑒發展經濟學中的「中等收入陷阱」理論，來解釋這一資本市場現象，並首次提出「中小市值公司陷阱」的概念。這並非概念的簡單類比，而是一種具有高度解釋力的結構遷移。

從制度上來說，香港主板上市門檻並不低。根據香港交易所的現行規則，主板上市企業需滿足以下核心條件之一：最低市值不少於5億港元；最近三年累計盈利不少於8000萬港元，且最近一年盈利不少於3500萬港元；同時需滿足持續經營能力、現金流、公眾持股比例、信息披露與合規治理等一系列要求。

然而，從近年來港股市場的整體表現看，至少一半以上的中小市值上市公司，在上市後不同階段跌破發行價。據香港中小上市公司協會「AI港股通」統計：截至2025年底港股近2700家上市公司中，市值低於5億港元的公司數量為1100家，超過港股總數的40%；相當比例的企業在上市後三年內，出現盈利能力持續下滑，甚至由上市前盈利轉為上市後虧損；企業股價長期低於淨資產，流動性顯著不足，投資者結構固化。

如果將這一現象簡單歸因為市場情緒、外部周期或個別治理問題，顯然無法解釋其高度集中、跨行業、跨年份重複出現的特徵。

在宏觀經濟學中，「中等收入陷阱」的概念是指原有推動增長的方式已經走到盡頭，但新的增長動力尚未形成。當這一邏輯映射到企業與資本市場層面，便形成了「中小市值公司陷阱」的基本判斷：企業已經完成上市，規模不小、業務穩定、短期風險

可控，但其增長方式仍然停留在上市前階段，估值邏輯被鎖定在原有框架及再融資困難，簡單歸結為香港資本市場流動性不足或制度環境不利所致。但長期觀察來看，這一判斷並不成立。資本市場的表現並非孤立結果，而是企業經營質量、增長結構與治理能力變化的集中反映。當企業上市後的業績兌現能力、增長可持續性和資本使用效率出現偏差時，其結果必然通過股價、市值與流動性等指標體現出來。

### 企業遭遇三重斷裂

上市並不是企業發展的終點，而是一場具有強制約束力的制度性切換。正是在這一節點，中小市值公司普遍遭遇了連續發生、相互疊加的三重結構性斷裂，這構成了「中小市值公司陷阱」形成的核心機制。

第一重斷裂：組織屬性完成切換，但增長邏輯並未同步升級。在完成上市的一刻，企業的組織屬性已經發生根本變化：由「融資型成長組織」轉變為高透明、高規範、持續接受公眾市場監督的公眾公司。但這種組織形態的切換是即時完成的，而原有依賴資本推動的增長邏輯，卻並不會自動升級為可持續的內生增長機制。結果企業已進入新的制度環境，卻仍在沿用上一階段的增長方式。

第二重斷裂：融資型增長邏輯失效，新的增長機制卻尚未建立。上市完成後，多個關鍵變量幾乎同時發生變化，原有增長機制由此系統性失效，包括：1) 融資驅動力顯著弱化。上市前普遍存在的對賭條款與時間約束解除，「不增長即失敗」的高壓狀態結束，企業整體風險偏好明顯下降。2) 主營業務增長自然回落。上市前已被市場充分驗證和定價的主營業務，在行業競爭格局趨於穩定後，增長速度不可避免地回歸行業均值。3) 新業務的試錯成本在上市後急劇上升。董事會與資本市場的容錯率下降，信息披露機制放大失敗後果，任何探索性投入都可能迅速轉化為業績壓力和股價波動。

更為關鍵的是，上市後治理與合規要求顯著提高，內部控制、信息披露與決策流程全面制度化，原有依賴速度、靈活性和高風險承擔的增長方式整體失效，而新的、可持續的結構性增長機制尚未建立。

第三重斷裂：股東目標一致性瓦解，資本接力機制中斷。如果說前兩重斷裂發生在組織與增長層面，那麼股東目標結構的變化，則是「中小市值公司陷阱」最核心、也最具決定性的觸發因素。

上市前，創始人、投資機構與管理層的目標高度一致——完成上市。這種單一而清晰的目標，使資源配置、組織動員和風險承擔高度集中，是前期增長效率極高的重要基礎。上市完成後，這一目標結構迅速瓦解。外部投資人受基金期限約束，必須逐步退出；早期投資獲利倍數較高，變現意願強烈；創始人首次獲得真實流動性，減持衝動開始顯現；而二級市場新進入的投資者，則更關注穩定回報與長期成長。由此形成一種高度可重複的結構性狀態：賣方預期高度一

致，而買方決策卻愈發謹慎。

當組織屬性已經切換、增長機制同步失效，股東目標結構發生分裂，並且這三重變化集中發生在上市後的同一時間窗口內，中小市值公司陷入長期停滯，便不再是偶然結果，而是一種高度可預期、可重複的結構性結果。

股東目標分裂，會沿着一條高度可重複的路徑，逐步固化為市值陷阱：持續減持預期抑制股價上行；新資本進入意願下降，流動性惡化；市值低迷削弱股權激勵與管理層信心；增長放緩，估值進一步下壓，最終形成「低市值—無長期資本—低增長—更低市值」的負反饋閉環。

「中小市值公司陷阱」並非對企業的道德評判，也不是對市場的情緒化指責，而是一種更接近現實的結構性診斷。這些企業在上市時，無論從財務指標、盈利能力、業務結構，還是對未來發展前景的預測來看，均符合甚至體現了優質企業的典型特徵。它們通過了嚴格的上市審核程序，是在既定制度框架下被篩選出來的合格樣本，其上市本身並不構成問題。

真正值得警惕的，是上市之後所發生的系統性偏離。大量中小市值公司在上市後的實際經營表現，與上市前的財務狀態以及招股書中對未來發展的預測，出現了持續性、結構性的差異。如果這種差異主要源於宏觀經濟環境變化或行業周期下行，尚可視為外生衝擊；但從長期和整體觀察看，絕大多數中小市值公司的業績變化，已難以簡單歸因於外部環境，而更多是企業自身結構性問題在上市後集中顯現的結果。

### 審視策略 實現可持續增長

這意味着，上市後的停滯並非偶然波動，而是融資型增長邏輯失效、治理範式切換不到位、股東目標結構分裂等多重因素疊加後的必然結果。對此，企業自身有必要進行系統性反思，重新審視增長模式、治理結構與資本戰略；與此同時，監管與制度層面同樣需要回到現實，對上市前後的激勵約束機制、信息披露假設及市場運行邏輯進行再評估，從而尋找更具針對性的解決路徑。

上市前企業更多依賴資本推動，實現規模與業績的快速擴張；而上市之後，企業必須依靠自身的結構能力，在新的制度環境下實現可持續增長。如果增長結構與資本結構未能同步重建，長期停留在中小市值區間，已不只是經營結果的簡單變化，而是制度、資本與企業自身多重因素共同作用下形成的一種現實狀態。

這正是「中小市值公司陷阱」所揭示的核心命題，也是香港乃至整個中國資本市場必須正視並系統回應的現實問題。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

## 港宜積極投身產業變革大潮



創  
科  
瞭  
望

國家稅務總局大數據分析顯示，2025年中國高技術產業銷售收入同比增長13.9%，其中服務消費機器人製造業增長超過60%。這些數字不僅反映了中國科技創新的加速，更深刻地揭示了一個正在發生的產業轉變。筆者認為，這是中國正在從「製造大國」向「創新大國」轉變的一個信號，香港應該深思在這場轉變中應該扮演什麼角色。

13.9%的增長率看似平穩，但背後隱藏着更深層的故事。服務消費機器人製造業增長60.7%、鋰離子電池製造業增長25.1%、科研技術服務業增長20.4%——這些數字告訴我們，中國的高技術產業在特定領域爆發式增長。

「新質生產力」不單是一個政策概念，而是一個經濟現實。新質生產力的核心是以AI、機器人、新能源為代表的新技術，與傳統產業的深度融合。一個服務消費機器人製造業增長超過60%的事實，說明了市場已經開始接受，甚至渴望這些新技術。這不是政府補貼驅動的增長，而是市場需求驅動的增長。筆者認為當市場自發地選擇新技術時，這種增長才是可持續的、真實的。

高技術產業銷售收入的增長，反映的是一個更廣泛的現象——產業邊界正在模糊。過去，我們說「製造業」和「服務業」是兩個不同的領域。但現在，一個製造企業如果不融合AI、不提供數字服務，就很難保持競爭力。同樣，一個服務企業如果不依靠先進製造能力，也無法提供真正的價值。

服務消費機器人的爆發式增長尤其值得關注，區別於傳統工廠生產機器人，服務消費機器人的功能涵蓋涉及家用清潔、老人照護、餐廳送餐、醫療輔助及娛樂等非工業應用。該產業受勞力短缺及技術進步驅動，全球市場預計至2034年達1319億美元，中國作為亞太樞紐，正透過廣東等地企業推動商用部署，融入新消費及養老體系。

全球面臨人口老齡化的挑戰，勞動力成本上升的壓力。在此背景下，機器人代表的是一種新的生產方式——用技術來解決社會問題，用創新來應對挑戰。這正是筆者一直強調技術的真正價值：不在於技術本身，而在於它如何解決人類面臨的實際問題。

筆者認為香港在這場產業轉變中應利用我們基礎研究的優勢、國際金融的地位、專業服務的經驗。香港應該思考如何成為內地高技術產業與全球市場之間的橋樑？如何幫助內地的創新企業

進入國際市場？如何為內地的高技術產業提供融資、法律、管理等專業服務？

舉例而言，一個中國的機器人製造企業要進入歐美市場，需要什麼？需要理解當地的法律法規、消費者需求、競爭格局。需要融資支持、品牌建設、市場營銷。這些都是香港可以提供的服務。香港的律師、會計師、投資銀行家、管理顧問，都可以在這個過程中發揮重要作用。

### 發揮金融與國際化優勢

香港應該成為一個「超級增值器」——幫助技術實現商業價值。具體而言，香港可以在以下幾個方面發揮作用。首先，基礎研究。香港的大學在基礎研究領域有深厚的積累。這些研究成果如何轉化為產業應用？香港可以成為這個轉化的平臺。其次，國際融資。高技術產業需要大量資本投入。香港作為國際金融中心，可以幫助內地企業獲得全球資本支持。再次，標準制定。隨着高技術產業的發展，會出現對統一標準的需求。香港可以參與這個過程，幫助制定行業標準。

這不僅有利香港的發展，更是為了整個粵港澳大灣區的協同發展。但筆者同時要提醒的是，面對這些亮眼的增長數字，應保持清醒，避免被短期數據高估前景。高技術產業的發展是一個令人鼓舞的現象，但更重要的是如何讓這股動能持續發酵，轉化為長遠的競爭力。

中國的高技術產業正在快速進步，部分領域如新能源與機器人，已具備世界領先的實力；而在芯片設計與基礎軟件等方面，仍有廣闊的提升空間。這正說明中國產業的潛能巨大，只要持續創新、勇於突破，就能不斷攀升新高。

香港在這場全球產業重塑中應積極行動參與其中。憑藉我們成熟的國際金融體系、深厚的科研基礎、靈活的制度框架與廣泛的國際網絡，香港有能力推動跨域創新、深化產業協作。只要有策略地投入資源、加強與內地創科力量的聯繫，既能助力國家推進科技自立自強，也能為香港經濟開拓新動能。

中國2025年的稅收大數據清楚展現經濟轉型的方向。香港若能以協同、互補的視角融入其中，充分發揮自身在金融、法律、知識產權與區域市場連結上的優勢，便能在國家創新體系中佔據重要位置——協助企業融資、拓展海外夥伴、完善風險與合規管理。這是推動共同成長的機會，也是香港強化自身國際影響力與戰略價值的機會。

（作者為自由黨科技創新委員會召集人）

### 全球服務機器人市場規模



## 經濟好轉 馬年樓市動能強



樓  
市  
強  
心  
針

丙午馬年還有十多日就到，市場對馬年樓市亦普遍有大憧憬。雖然美國聯儲局在今年首次議息會議中維持利率不變，本港三間發鈔銀行亦同步維持最優惠利率 (P)。這個結果早在市場預期之內，3月份議息亦大機會維持不變。筆者仍然相信，今年有機會減息一至兩次，但亦有銀行界朋友，提出另一種看法：美國今年可能全程「不加不減」。最終會如何，就要留待年底揭盅。

有一點不容否認，就是市場對息口的敏感度已大幅下降。過去每次議息都牽動市場情緒，如今投資者已不再糾結於息口走勢。滙豐最優惠利率已回到5厘，與2022年加息前相若，市場普遍相信利率不會再向上，低息環境已成大趨勢。

目前市場焦點已轉向其他更具影響力的因素，包括資金流入、內地買家動向、經濟增速，以及港股表現等等。這些因素對樓市的推動力，遠比息口更直接、更具實質影響。經濟方面，政府統計處公布2025年本地生產總值 (GDP) 預先估計按年上升3.5%，四



▲香港經濟穩步復甦，支持樓市向好。