

港股IPO破发悄然抬头 定价三难题待解

证券时报记者 吴瞬

2025年是香港市场IPO大年,截至目前IPO总规模达2671亿港元,有望重新夺回全球IPO首位。在此背景下,今年港股IPO打新热潮持续,尤其是8月港股新股定价机制改革后,港股IPO破发已较为罕见。但在11月之后,港股IPO破发的现象却再度抬头。分析人士指出,港股IPO破发增多会令投资者打新热度降温,也会更“挑票”。

Wind数据显示,2024年,港股新上市的70只新股中,有25只破发,破发率达到35.71%,同时当年还有9只新股的首日涨幅在1%以下。而在2025年上半年,新上市的43只新股中有13只破发,破发率达到30.23%,同时还有7只新股涨幅在1%以下。

值得注意的是,在今年8月港股新股定价机制改革后,允许新上市申请人选用机制A或机制B,作为首次公开招股发售的分配机制。其中,机制A则基本按照原有分配方案,散户投资者可最高获配50%新股份额,而机制B则赋予了发行人自主分配权,可设定公开配售比例在10%—60%区间自由浮动。

从当前的实际案例来看,自新规后,大部分新上市公司均选择了机制B的分配方式,且仅为散户分配10%的新股份额,这就意味着绝大部分份额分配给了机构投资者,机构投资者的定价权大幅增加。这一新规的成效显而易见。自该新规8月4日生效起至10月底,新上市的28只新股中,仅有2只破发,破发率仅为7.14%。

但自11月起,港股新股的破发现象再次抬头:11月至今,新上市的19只新股中有8只破发,破发率达到42.10%。这一破发率远超2024年的35.71%和今年上半年的30.23%。

对此,汇生国际资本总裁黄立冲告诉证券时报记者,当前一级定价与二级真实风险偏好之间出现明显错位,这意味着市场正在消化前期积压的“堆量发行”,但二级资金接盘意愿并未同步改善,“目前新股主要靠



宋春雨/供图

南下资金,南下资金近两年成交占港股成交比重由20%—30%抬升至约30%上下,高峰时一度逼近40%,持市值约占港股总市值的13%左右,定价权在边际上明显增强,“A+H”和内地民企来港上市构成了今年募资的大头,前十大IPO几乎被内地

企业包揽,其中大部分配置也高度依赖南下长线机构与公募产品的承接。”

“在这种结构下,发行端容易依据内地估值和‘南下打新’热度抬高定价,而国际长线资金与本地基金则更为审慎,导致新股上市后买盘结构单一,一旦短期获利

盘退出就容易集中破发。”黄立冲说。

同时,黄立冲认为,当前港股IPO定价仍仍有三大问题:一是发行估值锚点仍偏向A股或既往高点,港股投资者更看重现金流折现与股息回报;二是基石与长线配售占比高、锁定期长,导致流通盘偏小、易被短线资金主导;三是招股价区间弹性有限,承销团队与发行人对下修估值的容忍度不够,一旦宏观情绪急变,就只能由二级市场用破发来补救。

此外,农银国际股市投资策略分析师颜招骏展望2026年指出,香港新股市场有望继续保持活跃。一是美国市场监管趋严:纳斯达克拟修订上市规则,加速市值低于500万美元中概股的退市进程。与此同时,香港证监会与港交所正在检讨同股不同权(WVR)企业的上市规则,为迎接在美上市中概股回归做好准备。二是政策红利持续释放:目前已有83家A股公司提交IPO融资申请,预计“A+H”双重上市将成为新股发行的主要来源;三是流动性环境改善:预计美联储将加大降息力度,美元流动性宽松将利好港股市场,进一步激发新经济公司的上市意愿;四是内地监管导向:预计大规模放宽A股IPO审批的可能性有限,内地企业仍将保持赴港上市的积极性。

香港证监会、港交所联名致函督促IPO保荐人尽责

证券时报记者 吴瞬

12月10日,市场有传闻称,香港证监会、香港交易所于12月5日联名致函IPO保荐人,就近期递交的新上市申请中所观察到的质量下滑,以及某些不合规行为,表达监管关切。

据悉,信函提及的不合标准的情况可能包括:所提供的上市文件品质劣劣,审查不足,如涉及业务模式的描述不够

清晰、过度使用宣传用语;选择性呈现行业数据以夸大上市申请人的市场地位;保荐人未能及时回应监管机构的意见,哪怕已给予明确的指示,仍有保荐人对个案的基本事实都缺乏认知;保荐人在招股阶段未能按既定时间表遵守相关的流程,甚至曾出现个案在处理一些关键监管流程时,投行的负责代表未能及时联络或被指派的人不具备足够知识处理,导致未能满足招股阶段所规定的时

间表等。

证券时报记者向港交所求证获悉,港交所确认与香港证监会就上市申请相关事宜联合致函保荐人。

港交所表示,为了推动资本市场的蓬勃发展,港交所致力确保新上市申请的审核能及时且严谨进行。同时,港交所也积极与发行人、保荐人及专业顾问保持紧密沟通,以确保提交的上市资料内容完整并维持高质量。

昔日“资本宠儿”市值缩水90% 奈雪的茶高端之路为何难行？

证券时报记者 吴声 琦林

顶着“新茶饮第一股”光环上市的奈雪的茶(02150),在登陆港股四年多后,正深陷经营困局。公司股价自上市后一路走低,累计跌幅超过90%,多次跌破1港元沦为“仙股”,市值已不足20亿港元。这与港股新茶饮板块整体活跃的表现形成了较大反差。

近年财务数据显示,公司仅在2023年录得微利0.13亿元。但到2024年,公司即转为大幅亏损,全年亏损额高达9.17亿元;2025年上半年虽亏损收窄至1.17亿元,其持续盈利能力仍备受质疑。对于业绩滑坡,奈雪将原因归咎于行业竞争加剧、关店计划影响,以及联营公司与部分投资项目的亏损。从昔日的资本宠儿到如今面临市场质疑,奈雪的困境既源于自身战略与市场节奏的错位,也折射出新茶饮赛道内在逻辑的深刻变迁。

大店模式推高多项成本

奈雪于2015年前后逐步走进大众视野,恰逢国内消费升级与现制茶饮行业蓝海期的双重红利,凭借“高端现制茶饮”的差异化定位和“茶饮界星巴克”的品牌愿景,奈雪迅速崛起,成为赛道早期的引领者。

然而,这一以大店体验为核心的战略,在市场风向转变后,逐渐成为其盈利的制约。最典型的表现是大店模式推高了整体运营成本。品牌创立初期,奈雪门店面积普遍在80—200平方米,远超蜜雪冰城、古茗等品牌,即便与同期发展的喜茶相比,也足足大出近1倍。

大店意味着更高的租金成本,财报显示,2021—2022年,公司使用权资产折旧每年超4亿元,占收入比例达10%左右。据介绍,使用权资产主要是指公司的茶饮店、总部办事处及仓库的租约。在2023年放开加盟后,虽对门店面积要求有所下调,但依然高于行业水平。一名从事过茶饮店加盟代理工作人士坦言:“三四线城市虽房租较低,但大面积门店的租金、人员、设备等综合成本依然居高不下,且选

址灵活性不足,平效(卖场每平方米创造的销售额)难以提升。”

更大的矛盾在于,奈雪重金打造的空间体验,并未与消费行为同步。梳理奈雪上市以来的订单结构可发现,外卖与自提订单占比持续攀升,两项合计占比在2021年已达70%,2022年超80%,2025年上半年更是接近90%。一名消费领域的券商研究员对记者分析:“外卖比例提升与奈雪近年来加大外卖力度有关,但其发力外卖比同行晚,折扣力度也有限,未能抓住早期流量红利。”他指出,奈雪重资产的空间投入与轻体验的消费习惯形成鲜明反差,资源浪费问题比较突出。

除了大店模式带来的高额租金成本外,奈雪的人力、材料等成本也在整体营收中占比不小。

其中,“坚持茶底4小时一换”的品质承诺推高了原材料损耗与采购成本。2025年半年报显示,奈雪的材料成本约7.4亿元,占总收益的34.1%,主要包括茶叶、乳制品、新鲜水果等原材料及包装耗材。整体来看,公司的材料、人员、租金以及配送服务费等各项成本合计占收入近八成。

另外,奈雪曾斥资5.25亿元持有乐乐茶43.64%股权成为其第一大股东,还投资了AOKKA等品牌想要涉足茶咖赛道。然而,相关联营公司亏损在2024年进一步加剧,其财报也承认了投资失利是其陷入困境的原因之一。

高定价与直营制约扩张

奈雪早期的成功建立在其高溢价之上。据奈雪上市时的招股书,2018年、2019年和2020年前三季度,奈雪的茶客单价分别为42.9元、43.1元、43.3元,是行业中产品定价最高的企业。但随着消费习惯的改变,性价比成为市场主流。据艾媒咨询2021年的调查报告,在新式茶饮赛道,超六成的消费者可接受的客单价在11—15元之间,其中有四成的消费者可接受的客单价为16—20元之间。2025年,该机构的报告显示,超过76%的消费者集中选择11—25元的中等价位茶饮。

在茶饮行业集体下沉的浪潮中,不仅价格策略上更加倾向于性价比,各大茶饮品牌的门店铺设也越来越走向低线城市,而加盟模式是大部分品牌开拓下沉市场的主打策略,也助其获得了较高的渗透率。但有异于行业的“打法”,奈雪一开始就采用直营模式,直到2023年才放开加盟。而且,初期百万级的高加盟门槛劝退了不少加盟商,2024年虽将加盟费降至58万元,但仍高于行业平均水平。

面临较高的加盟门槛,奈雪门店的经营效率则成为了加盟商重要的考量。在放开加盟之前,根据其2022年财报数据,奈雪在2022年门店经营利润为4.7亿元,门店经营利润率为11.8%,分别同比下降20.6%和2.7个百分点。上述券商人士认为:“加盟比同行起步晚,错过了帮助品牌迅速扩张的先机;首次加盟门槛又高于行业水平,也把不少加盟商拒之门外,这让奈雪在加盟这件事上比较被动。”

截至2024年末,奈雪门店数量为1798家,其中加盟门店仅345家,而蜜雪冰城、古茗的门店数量已分别突破4.6万家、9900家,悬殊的规模差距导致奈雪在供应链议价、品牌曝光等方面均处于劣势。此外,奈雪门店扩张速度还在这两年出现放缓,2024年直营门店减少121家,2025年上半年再减132家,加盟门店也减少28家。

盈利能力仍面临挑战

面对持续亏损与市场竞争压力,奈雪近两年启动多项战略调整,试图扭转颓势。一是不断调整门店模型。记者观察到,去年以来,不少奈雪门店的店铺面积都有所收缩,而更新后的加盟政策也将门店面积要求从90—170平方米降至40平方米。在此调整下,2023—2024年,公司使用权资产折旧有所下降,占收入比例也由此前的10%左右下降至8%左右。

奈雪在2025年半年报中表示,将持续提振门店收入表现和优化成本结构,一方面,持续优化存量门店,并主要以调整门店店型为主;另一方面,不断改进于

2025年上半年新推出的店型的门店模型,并继续探索新的店型或消费场景以期覆盖更广泛的消费群体。

二是加盟政策有所放宽。上述券商人士分析,加盟模式的核心要求是“强供应链管理+快速规模扩张”,而直营模式则需“强运营+品牌IP+单店盈利模型”,奈雪在直营能力上短板明显,反而可通过加盟模式缓解成本与规模压力。奈雪在2025年的半年报中也提到,希望通过加盟策略可以触及更多的中低线城市。

三是价格体系趋向亲民。奈雪的茶客单价从上市初期的42元逐步降至25.7元,累计降幅近40%,向主流价格带靠拢。在一系列的战略调整之下,奈雪的业绩在部分指标上有所好转。2025年半年报显示,奈雪的茶平均单店日销售额达7600元,同比增长4.1%;日均订单量296.3单,同比增长11.4%;经调整净亏损同比减少73.1%至1.179亿元,经营活动现金净额增长33.1%至1.382亿元。

尽管战略调整使得奈雪的业绩颓势有所缓解,但奈雪依然面临多重挑战。比如,食品安全问题,奈雪虽然推出“不加糖鲜果茶”等健康概念,但黑猫投诉平台上2300余条信息显示,不乏关于“劣质”“变质”“异物”等问题的投诉;经营层面来看,上述券商人士认为,当前奈雪需要强化供应链的自营或者控股体系,实现核心原料自研生产,通过“以量换价”降低成本,才能支撑加盟模式的规模扩张与利润空间。此外,2025年开年以来,公司多位高管相继离职,形成罕见的“高管出走潮”,稳定团队也是其当前亟须解决的问题。

“奈雪的初衷是做高端茶饮品牌,但茶饮领域实际上非常难实现高端化突破。”上述券商人士分析,具备高端消费能力的群体更青睐高端咖啡、精品茶叶等品类,对加糖的新式茶饮接受度低;而新式茶饮的核心客群是大众消费者,定价难以支撑高端定位。在千亿规模的现制饮品市场中,奈雪的茶能否摆脱高端定位的枷锁,适应行业“性价比为王”的新逻辑,仍有待时间检验。

自11月以来,港股市场正在掀起新一轮回购潮,龙头科技公司回购活跃,引领本轮港股回购潮。

有专家在接受证券时报记者采访时认为,上市公司积极回购股票,有利于优化股权与财务结构,夯实发展基础,同时也传递出公司长期发展的积极信号。

港股掀起新一轮回购潮

根据Wind数据统计,11月,港股市场上公司累计回购股份数量突破7亿股,较前期出现显著增长。相比之下,8月至10月期间,月度回购股份数量分别为2.6亿股、5.3亿股和5.3亿股。进入12月份以来,港股市场回购活跃的趋势得以延续,仅12月上旬短短几个交易日期间累计回购股份数量已超过2.7亿股。

以港股市场龙头公司腾讯控股为例,在时隔1个月后,自11月18日起重启新一轮回购,且保持了每个交易日都回购的节奏。从规模上看,此轮腾讯控股单日回购股份数量每个交易日均超过100万股,单日回购金额均超过6.3亿港元,明显高于上一轮回购期间日均约80万股、约5.5亿港元的水平。

另一家港股龙头公司小米集团也在暂停约1个月后,于11月20日开始新一轮连续回购。数据显示,11月下旬至今,小米集团回购金额合计已超29亿港元,超过其2025年以来回购总金额的一半,表明小米集团近期回购力度明显增强。

中远海控在时隔半年之后,于10月底也开始新一轮连续回购,且每个交易日都在回购股份,短短1个多月累计回购金额已超过10亿港元。

龙头科技公司领衔回购

相较于此前一轮回购活跃期,港股此轮回购潮中,龙头科技公司的带头引领作用更强。

数据显示,自11月以来,港股市场回购金额居前两位的公司主要被腾讯控股和小米集团两家龙头科技公司“霸榜”。另外,快手、金山软件等科技公司也开始在回购榜上崭露头角。

与此同时,部分非科技类企业的回购活跃度则出现回落。例如,汇丰控股在11月前仍保持定期回购,且日回购规模常居港股第二,仅次于腾讯。但截至近期,该公司已有1个多月未开展回购。同样,此前回购活跃的中国宏桥自10月下旬起已暂停回购1个多月;安踏体育的回购也已停滞两个多月,自10月以来未有相关操作。

在上市公司回购股份时机的选择上,专家普遍认为与是相关公司认为自身股价相对低估之际。对此,中国(深圳)综合开发研究院金融发展与国资国企研究所副所长、注册国际投资分析师余洋在接受证券时报记者采访时认为,首先是要选择在股价显著低于内在价值之时;其次在执行上须避开业绩静默期等特殊时段。港股上市公司会在业绩静默期暂停回购动作,避免违规风险,让投资者更易认可回购行为的合理性;最后是选择现金流充裕且无优质投资项目时。回购资金多来源于企业自有现金,回购行为本身不能影响公司正常经营和投资活动。

在回购力度选择和执行上,余洋指出,一般受到监管规则限制、自身财务实力与资金储备约束,以及满足市场情绪与股价维稳需求。他认为,龙头企业资金实力雄厚,回购力度往往更大,中小港股公司因现金储备有限,通常只能进行小规模、阶段性回购,避免回购影响自身日常经营资金周转。

传递长期发展积极信号

在全球成熟的资本市场中,积极回购股份已成为上市公司彰显发展信心、维护市值稳定、与股东共享经营成果的常见举措,港股市场亦是如此。

保银投资首席经济学家张智威在接受证券时报记者采访时表示,回购股票是上市公司展示其对自身业绩信心的体现。他以美股市场为例指出:“从美股市场可以看出,回购对股价的支撑作用十分明显。”

上市公司回购股份对于公司长远发展具有重要意义。余洋表示,回购从三方面优化股权与财务结构,夯实发展基础:第一,回购股份若进行注销,会减少公司总股本,在总收益不变的情况下,能直接提升每股收益和净资产收益率,让公司财务指标更优;第二,港交所2024年推行的库存股改革,允许公司将回购股份留存,这些股份可用于后续员工持股计划或高管股权激励,能绑定核心团队利益,激发员工积极性,为公司长远发展凝聚人力核心力量;第三,回购还能提高股权集中度,增加外部恶意收购的成本,保障公司控制权稳定。

另一方面,余洋认为,回购股份有利于传递积极信号,改善发展环境。持续稳定的回购动作,能向市场传递公司价值被低估、现金流稳健的信号,不仅能稳定现有投资者信心,减少其抛售行为,还能吸引潜在机构投资者入场,为公司营造良好的市场口碑和融资环境,便于后续开展再融资等资本运作。

不过,余洋也认为,回购需搭配基本面改善才能有较好效果。余洋指出,回购对公司长远发展的积极意义是建立在公司基本面良好的基础上,若公司仅依靠回购托举股价,而自身业务发展停滞、盈利下滑,当回购资金耗尽后,股价仍会回归其真实价值,甚至因前期消耗过多资金影响业务拓展,加剧发展困境。回购只是辅助手段,只有配合业务升级、盈利提升等基本面改善措施,才能真正助力公司长远发展。



证券时报
ID:www.stcn.com

港股掀起新一轮回购潮 传递长期发展积极信号

证券时报记者 胡华雄