

# 多重因素共振 今年以来香港新股上市首日“零破发”

证券时报记者 王军

近期,港股新股市场呈现出罕见的“零破发”现象,引起市场各方的关注。

Wind 数据显示,今年以来已有 22 只新股在港股上市,上市首日均未出现破发。与之形成鲜明对比的是,在 2025 年 12 月,25 只上市新股中有 10 只上市首日收盘时未能守住发行价。

多位受访人士分析指出,今年以来,港股新股市场“零破发”的背后,是短期市场情绪、定价策略以及政策层面等多重因素共同作用的结果。短期市场情绪来看,投资者心态积极转变,为市场注入了活力;发行方谨慎务实合理定价,为新股上市后的表现预留了空间;基石投资者机制等也在稳定股价方面发挥了关键作用。

## 港股新股首日“零破发”

2 月 11 日,智能装备企业先导智能登陆港股。上市首日,公司股价开盘上涨 1%,尽管尾盘期间股价一度下探至发行价以下,但随后快速拉升,最终守住发行价,收盘未出现破发。先导智能的表现是近期新股市场的一个写照。Wind 数据显示,今年以来已有 22 只新股在港股上市,且这些新股在上市首日无一破发。与之形成鲜明对比的是,在 2025 年 12 月,25 只新股上市首日竟有 10 只出现破发。

在今年登陆港股市场的新股阵营里,大模型公司 MiniMax 上市首日涨幅高达 109.09%,在众多新股中脱颖而出,成为涨幅之冠。港股“钓鱼装备第一股”乐欣户外上市首日的涨幅也达到 102.29%,仅次于 MiniMax。此外,AI 芯片企业壁仞科技、量贩零食龙头一鸣鸣很忙、集成电路企业澜起科技等上市首日的涨幅不低,均在 60% 以上。

今年在港股市场上市的新股首日“零破发”的背后,其中一个重要的因素在于,今年以来上市的新股整体质量较高,不少是细分领域龙头企业。

以下当炙手可热的 AI 赛道为例,AI 大模型头部企业智谱与 MiniMax 今年 1 月先后登陆港交所,成为全球首批上市的通用人工智能基座模型企业。这一里程碑标志着 AI 大模型行业正式从技术研发的深耕阶段迈向商业价值验证的关键时期,同时也为资本市场对大模型企业进行合理定价提供了至关重要的参考锚点。半导体行业中的细分龙头豪威集团、兆易创新、澜起科技等也纷纷选择赴港上市,为港股市场注入了新的活力与动力。

与此同时,公司股票发行定价合理,为上市首日的市场表现预留了充

名称	上市日期	上市首日涨跌幅(%)	Wind行业
先导智能	2026-02-11	0.00	机械
乐欣户外	2026-02-10	102.29	耐用消费品
爱芯元智	2026-02-10	0.00	半导体
澜起科技	2026-02-09	63.72	半导体
卓正医疗	2026-02-06	13.36	医疗设备与服务
大族数控	2026-02-06	14.82	硬件设备
牧原股份	2026-02-06	3.90	食品饮料
国恩科技	2026-02-04	11.56	化工
东鹏饮料	2026-02-03	1.53	食品饮料
鸣鸣很忙	2026-01-28	69.06	可选消费零售
龙旗科技	2026-01-22	3.55	硬件设备
兆易创新	2026-01-13	37.53	半导体
红星冷链	2026-01-13	0.33	企业服务
BBSB INTL	2026-01-13	11.67	建筑
豪威集团	2026-01-12	16.22	半导体
瑞博生物-B	2026-01-09	41.63	医药生物
MINIMAX-WP	2026-01-09	109.09	软件服务
金得资源	2026-01-09	26.00	有色金属
天数智芯	2026-01-08	8.44	半导体
智谱	2026-01-08	13.17	软件服务
精锋医疗-B	2026-01-08	30.90	医疗设备与服务
壁仞科技	2026-01-02	75.82	半导体



数据来源:Wind 图虫创意/供图

足的空间。比如,澜起科技此次上市以每股 106.89 港元的价格发行,相对上市文件披露前一交易日的 A 股收盘价折让 40% 以上。

“通过较大幅度的折价,可以增加新股发行的安全垫,为港股二级市场留出了较大的套利空间,澜起科技等上市首日表现可以看出投资者热情很高。”沙利文捷利(深圳)云科技有限公司投融资总监袁梅向证券时报记者表示,港股上市后,AH 股溢价有望收敛,帮助企业吸引海外资金配置。

## 稳定股价的“定海神针”

基石投资者机制是港股市场稳定股价的重要“定海神针”之一。基石投资者一般是指具有较强实力和良好信誉的机构投资者,他们在公司上市前就与公司达成认购协议,承诺以发行价认购一定数量的股份,并在上市后的一定期限内(通常为 6 个月)不进行转让。

证券时报记者梳理发现,今年港股上市的 22 只新股,均有基石投资者参与认购,包括淡马锡、GIC、卡塔尔投资局等全球主权基金,贝莱德、瑞银、摩根大通等全球资管巨头,高瓴资本、高毅资产、博裕资本等明星私募,泰康人寿、平安人寿、大家人寿等保险资金以及腾讯控股等产业资本。

港股公司 IPO 正在吸引全球各地投资机构的积极参与。据 LiveReport 大数据统计,2025 年香港 IPO 基石投资者的投资

规模超过千亿港元,创下历史新高。进入 2026 年,来自各个国家和地区的投资机构仍在持续押注港股市场,仅在 1 月基石投资者的投资金额达 185.21 亿港元,较上年同期大幅增长 13.3 倍。

基石投资者大多是知名机构、主权基金或产业资本,在新股招股阶段就承诺认购一定比例股份,提前锁定大额需求,相当于给 IPO“托底”。畅力资产董事长宝晓辉向证券时报记者表示,知名基石投资者入场,本质是用自身信誉给公司提供背书,能提升普通投资者认购热情,形成稳定股价的信心支撑。优质基石投资者能优化公司股东结构,减少短线投机资金的占比,帮助股价从“炒作驱动”转向“价值驱动”,让新股上市后的走势更加平稳,进一步巩固股价稳定性。

基石投资者机制的核心作用在于“信号传递”与“筹码锁定”。同威投资市场总监戴露接受证券时报记者采访时指出,基石投资者参与认购不仅提供了发行初期的确定性需求,更向市场表明专业机构对公司的长期看好。尤其在波动市中,基石投资者的背书能有效引导其他投资者情绪,减少上市初期的流动性冲击,为股价构筑一道“缓冲垫”。

此外,绿鞋机制(超额配售选择权)也是稳定股价的重要手段之一。发行人授予主承销商一项选择权,允许主承销商在股票上市后的定期限内(通常为 30 天),按不超过发行数量 15% 的数量超额配售股票。如果股价在上市后出现破发情况,主承销商可以通过在二级市场买入

股票的方式,增加市场需求,稳定股价;反之,如果股价上涨过快,主承销商可以通过超额配售股票的方式,增加市场供给,平抑股价波动。

## 更加重视IPO之“质”

在众多因素中,监管部门严把 IPO 质量关无疑是推动港股市场长期健康发展的关键力量。

近日,香港证监会发出通告,表示高度关注在 2025 年新上市申请激增期间出现的问题,包括部分上市文件的拟备工作存在严重缺失,保荐人或失当行为,以及其资源管理严重失误。

就现有上市申请而言,香港证监会在通告中警告,若保荐人对监管机构的答复存在严重遗漏或未能令人信服,或该会认为上市文件不合理冗长,项目审理流程或会暂停。

香港证监会的数据显示,2025 年全年收到超过 460 宗新上市申请,有超过 110 家公司成功上市,筹资超 2860 亿港元。今年以来,港股 IPO 热潮延续,截至 2026 年 1 月 29 日,排队上市的企业超过 420 家。

监管筑牢 IPO 质量防线的举措,本质是推动市场从“流量导向”向“质量导向”转变。戴露表示,监管部门注重港股 IPO 质量,中长期将显著提升港股上市公司的整体资质与诚信水平。这有助于吸引更多长期配置型资金入驻,优化市场结构,提升港股的国际竞争力和估值中枢。

# 模型强应用多 港股人工智能企业受追捧

证券时报记者 陈霞昌

股价单日上涨 36%,最近三个交易日涨幅接近 50%,市值一度突破 1500 亿港元,今年 1 月才登陆港交所的“大模型第一股”智谱近期涨势喜人。除智谱外,MiniMax 等众多人工智能企业也成为港股投资者追捧的对象。随着近期多个科技大厂升级大模型,以及越来越多人工智能应用的推出,人工智能企业的投资价值正得到越来越多投资者的关注。

## 大模型“双雄”获追捧

智谱近期上涨始于公司即将推出新模型的传闻。全球模型服务平台 OpenRouter 近期上线了一款代号为“Pony Alpha”的匿名模型,该模型因为编写代码能力达到全球第一梯队级别而引起高度关注,而市场普遍认为该新模型为智谱 GLM-5。此前,智谱首席科学家唐杰在社交平台喊话“GLM 快了”,也被市场解读为新模型发布前的“预告”。证券时报记者就相关传闻向智谱求证但未获公司回应。

“智谱上市前一直比较低调,它主要面向的都是政府和企业的客户。不管这个匿名模型是否属于智谱,但公司在大模型的研发能力非常强。”一位长期跟踪国内大模型发展的分析师对证券时报记者表示。而广发证券在其最新研报中也指出,智谱已构建起以自研 GLM 基座模型为核心的完整技术矩阵,覆盖多模态、智能体(Agent)和代码生成三大方向,并通

过 API 服务、本地化部署与垂直行业解决方案,形成多元变现路径。

“除了新模型外,港股稀缺性标的也是引发市场追捧的原因之一。智谱作为港股‘大模型第一股’,再加上同样在 1 月上市的 MiniMax,两者并称港股‘大模型双雄’。两家企业的上市填补了港股 AI 基座标的空白,成为全球资金配置的刚需标的。叠加市场对 AI 热点的放大效应及游资短线套利行为,进一步推动了股价的短期快速上涨。”前述分析师表示。

而外资投行对于近期大模型公司股价的上涨也表示乐观。摩根大通分析师徐文韬近期发布研报就首次覆盖智谱及 MiniMax,均予“增持”评级,目标价分别为 400 港元及 700 港元,并将其视为捕捉下一波全球人工智能价值创造的首选标的。报告认为,中国 AI 行业正迈向以商业化执行力、模型创新及全球拓展能力定义成功的新时期,相信两家企业正脱颖而出,成为最具特色且全球布局加速的两家独立大模型开发商。

但对于两家企业近期股价的大幅上涨,深圳一位投资港股的私募基金经理向记者表示要注意风险:“过往也有不少次新股在上市后被资金炒作股价大幅上涨,主要是为了达到纳入主要股票指数标准,以及进一步纳入港股通。但随后股价大概率会出现回调。”

## 人工智能应用密集推出

事实上,近期多家科技大厂密集升级

新模型,以及推出新应用也极大提升了投资者对人工智能板块的关注。

证券时报记者了解到,字节跳动、阿里巴巴等国内头部科技大厂均在春节前后迎来密集更新。其中,字节跳动已在近日发布 AI 视频生成模型 Seedance 2.0,该模型支持文本或图像输入,60 秒内生成带原生音频的多镜头序列视频;阿里千问新一代旗舰 AI 模型 Qwen 3.5 则计划在春节期间发布;DeepSeek 在时隔一年后,也计划于同期推出其新一代大模型。在产品前端,元宝、豆包、千问正在打响春节 AI 红包大战。而在海外,开源项目 ClawdBot 引发关注,它因能通过本地 Mac 或服务器运行扮演个人 AI 助手而迅速爆红。

“短期来看,现有底层模型不会有根本性变化,主要提升方向是降低成本、提高连贯性。长期来看,真实世界模型等会成为趋势。”基石资本投资部执行董事张任奇告诉证券时报记者。基石资本早在 2023 年便投资了 MiniMax,并在人工智能领域有深入研究和投资。

但在行业高歌猛进之际,行业发展仍面临多重挑战,特别是高投入高亏损问题突出,目前多数 AI 企业仍处于“烧钱”阶段。

“商业化是当前行业重点。随着智谱、MiniMax 登陆港股,大模型行业正式进入资本市场验证期。行业已经告别野蛮生长,进入‘模型与产品并重、通用与垂类并行’的成熟阶段。垂类应用会是重要增长点。一方面是社交娱乐、情感陪伴等已经验证的场景,这类产品用户黏性虽未达刚需,但仍有稳定受众;另一方面是医疗、

金融等专业化场景。以医疗领域为例,今年市场热度很高,蚂蚁阿福、百川等企业都在布局。”张任奇说。

## 全球化竞争时代到来

“从行业竞争格局来看,2023—2024 年那种‘每天都有新模型更新’的高速迭代期已经过去,训练模型的技术增长趋于平缓。现在国内市场基本形成了几家大厂+几家头部独立厂商的竞争格局。”对于行业未来的发展前景,张任奇这样表示。

摩根大通的研报也认为,中国人工智能行业正从“百模大战”阶段,迈向以商业化落地能力、模型创新实力及全球化布局为决定成败之关键的阶段。中国 AI 市场正在迅速整合,“具备实力且资金充足的模型开发商数量已从超过 200 家缩减至不足 10 家。”摩根大通还指出,国内 AI 行业最大的利润池恐将流向掌握分发的平台巨头;而独立厂商的突围,则取决于谁能通过“结构性中立”找到生存缝隙。

但在全球人工智能竞争中,美国科技巨头在投入上仍然不遗余力。亚马逊计划全年支出 2000 亿美元,谷歌预计达到 1750 亿至 1850 亿美元,Meta 支出 1150 亿至 1350 亿美元。微软也预估投入超过 1000 亿美元,同比增幅均大幅超越市场预期。

“中国企业商业化能力较强,预计将在全球开源模型市场占据半壁江山地位,也将为全球商业化奠定基础。大模型的‘成人礼’刚刚开启,更多行业变革仍在酝酿之中。”张任奇说。

自 2025 年 10 月以来,恒生科技指数一改涨势掉头向下,相比高点最大回撤已超过 20%,作为恒生科技指数重要组成部分的多家港股互联网龙头,也是自那之后股价持续承压,进入下行通道。

多位分析人士指出,AI 泡沫疑虑、高位获利了结压力以及迭出的“小作文”,是导致恒生科技指数与互联网龙头股价下挫的重要因素。巨头们应摒弃“烧钱换规模、换流量”的老思维,需通过技术投入提升业务效率、深化产业价值,走向“质量型增长”。

## 盲目烧钱影响市场信心

回望 2025 年初至 10 月,恒生科技指数一路长虹,最大涨幅超过 50%,腾讯股价从年初最低 361 港元一路上涨至 10 月初的 683 港元;阿里巴巴从年初的 76 港元,一路涨至 10 月初的 186 港元。但在当年 10 月之后,相关指数以及互联网龙头的股价就持续下挫。

“2025 年初 DeepSeek 横空出世,令整个资本市场都极为振奋,我们都看到了中国科技的生命力和旺盛活力。但那一场外卖大战可谓是分水岭,没想到巨头们在时隔多年后,抢流量的手段依然还是靠烧钱搞补贴,尤其是相关巨头们的财报发布后,市场科技为王的逻辑以及信心都遭到打击。”一位资深市场人士说。

2025 年的那一场外卖大战令整个资本市场都为之震撼,恒生科技指数更是一度被戏称为“恒生外卖指数”,但战况也十分惨烈——2025 年第三季度美团出现上市以来最大幅度亏损,阿里巴巴经营利润暴跌 85%,京东净利润腰斩。

网经社电子商务研究中心数字生活分析师陈礼腾在接受证券时报记者采访时表示,从资本市场看,行业持续内卷与非理性烧钱是资金对互联网公司信心不足的核心诱因之一。

在天使投资人、资深人工智能专家郭涛看来,“内卷”和烧钱会侵蚀企业短期利润与自由现金流,让投资者担忧股东回报,进而影响信心。

陈礼腾进一步指出,“烧钱换规模”模式如今引发资金担忧,核心是行业发展环境与增长逻辑已变,这也预示竞争逻辑将根本性转变。过去流量红利期,烧钱换流量可快速变现、支撑估值,具备合理性;如今流量红利消失,核心赛道用户增长停滞,烧钱仅能转移流量,且资金更看重盈利确定性,持续烧钱导致盈利承压、变现效率下滑,叠加监管对补贴模式的约束,进一步压缩传统竞争空间。

## AI红包大战力度更为克制

迈入 2026 年,巨头们又掀起了另一场“烧钱”游戏——AI 红包大战,不过相比外卖大战不仅规模要小得多,力度上也更为克制。

2 月 10 日,随着字节跳动旗下 AI 应用豆包官宣参与 AI 红包大战,目前各家大厂已公布的发红包金额已超过 45 亿元(腾讯元宝 10 亿元、阿里千问 30 亿元、百度文心 5 亿元),虽然目前豆包尚未公布相关红包金额,但按照其体量而言,其本次红包规模并不会小。但各大厂商的总红包规模远小于外卖大战,财务上的影响也更小。

虽然同样是“烧钱”,在陈礼腾看来,AI 红包大战与外卖大战的内卷逻辑有共性也有差异,不能简单归为非理性烧钱。“共性是巨头依托资金优势争夺市场、巩固地位,均属存量博弈且短期投入巨大。核心差异在于:外卖大战是传统赛道同质化内卷,仅靠补贴换规模,缺乏长期价值;AI 红包大战是 AI 与核心场景的融合尝试,核心是启蒙用户、优化技术,附带技术落地价值。这种投入是技术商业化的必要试错,有长期价值,但过度聚焦补贴而忽视技术迭代,也可能陷入非理性误区。”

## 重塑行业增长逻辑

在摒弃“烧钱换规模”的老思维之后,互联网巨头们未来的增长路径在哪里?

对此,郭涛认为,如今流量红利逐步消退,“烧钱换规模、换流量”这种模式的边际收益急剧递减,烧钱难以换来同等规模的用户增长和利润回报,还会导致企业利润下滑。这意味着行业竞争逻辑将发生根本性转变,从“拼用户数据”转向“做产业价值”,从“模式创新”切换到“技术驱动”,企业需通过技术投入提升业务效率、深化产业价值,走向“质量型增长”。

当前,AI 是互联网巨头们争夺的核心赛道,也是资本市场最为关心的领域。同时,随着大模型日渐成熟,基于大模型的 AI 应用关注度显著提升,AI 有望从技术验证期到商业价值兑现期,也将进一步重塑行业增长逻辑。

此前,多个巨头均表示将增加在 AI 领域的投入。如阿里巴巴此前称将积极推进 3800 亿元的 AI 基础设施建设计划,并将持续追加更多投入;京东称未来三年将在人工智能方面持续投入,带动万亿人工智能生态规模;在今年 1 月的腾讯年会上,腾讯董事会主席马化腾表示,2025 年是“AI 大年”,行业竞争激烈,腾讯坚持稳扎稳打,集中资源进行战略性投入,其中“唯一花钱投入比较多的就是 AI”。

陈礼腾认为,互联网公司加大 AI 投入,是重塑行业增长逻辑的核心路径,AI 红包大战对此有双向影响。AI 投入主要从三方面重塑增长:打破流量依赖,转向技术与场景驱动;重构商业化模式,拓展 AI 付费等新路径;推动生态融合,打破单一赛道瓶颈。AI 红包大战的积极影响是启蒙全民 AI 使用、优化技术、推动场景融合。而消极影响则是过度补贴可能加剧资金消耗、引发市场担忧,还可能挤压中小玩家空间。

此外,郭涛也表示,当前各家公司对 AI 的巨大投入有望重塑中国互联网公司的增长逻辑。AI 可深入到生产与消费内各环节,转化为新的生产力,帮助企业提升业务效率,创造新的商业模式和盈利点,实现从“规模至上”到“质量型增长”的转变。当前的 AI 红包大战有利于加速 AI 应用的用户渗透率提升,推动 AI 商业化进程,促使 AI 技术更好地融入生活场景。

恒生科技本轮最大回撤超百分之二十 龙头企业应向「质量型增长」转变

证券时报记者 吴昊