

“通道红利”退潮 赴港药企 IPO 面临残酷筛选

2026年第三季度,港股医疗板块交出一份令发行人室息的成绩单:全季度仅2家医疗企业完成上市,首日破发率100%。而在一年前,同一市场里首日翻倍的标的并不罕见。从“翻倍”到“清零”,只用了不到五个季度。业内普遍认为,18A作为国内未盈利药企“普惠性融资通道”的功能正在关闭。当一级市场的叙事逻辑与二级市场的定价逻辑彻底脱节,港股医疗板块迎来的并非情绪波动,而是一次定价逻辑从故事到证据的重置。

■新快报记者 梁瑜



■廖木兴/图

1 全面破发与漫长排队

据动脉网基于Choice数据的整理,截至2026年9月21日,港股医疗IPO排队企业达到87家。而在第三季度,仅有2家医疗企业完成上市——9月上市的医疗器械企业麦科田,首日收盘较发行价大跌42.93%,市值缩水至不足50亿港元,与其C轮融资时约82亿元人民币的估值相比几近腰斩;7月登陆港交所的同仁堂医养,首日收盘跌幅39.09%,盘中最大跌幅一度超过44%。

而这两家“破发者”并非无人问津的平庸标的。麦科田公开发售曾录得436.37倍超额认购,同仁堂医养的香港公开发售认购倍数亦高达251.74倍,且引入了近50%份额的基石投资者。换言之,曾经的“高热度就有安全垫”“超购倍数即质量背书”等打新铁

律,已被市场彻底打破。

破发的阴影或不会止步于首日。据行业统计,2025年一季度上市的医疗标的,后续跌幅中位数已超过60%。药捷安康在限售解禁后单日暴跌59.71%,整体最大回撤接近98%;荃信生物首日破发逾12%,至7月中旬较发行价累计下跌超过35%;而拨康视云-B因涉嫌IPO配售阶段人为营造认购热度,上市后最大回撤超88%,并于2026年9月被香港证监会强制停牌调查。截至2026年5月7日,2025年以来上市的17家生物医药公司中,药捷安康-B等较发行价上涨一倍多,但华苈生物-B、维昇药业-B等较发行价下跌50%以上。当潮水退去,“裸泳者”不仅会浮出水面,更可能被彻底淹没。

2 赴港IPO不再是默认出口

港股医疗IPO的降温,源于供给端的急剧膨胀与承接端的相对停滞。自2018年港交所推出18A章节以来,未盈利生物科技企得以绕过传统财务门槛上市。据《2026港股18A蓝皮书》,截至2026年6月30日,累计已有94家企业通过18A章上市。

制度解决了“能不能上市”,但供给的膨胀让这条路变得难走。即便参照行情火热期每季度8~10家的节奏,仅消化87家存量排队项目就需约十个季度,实际排队周期仍在拉长。截至9月3日,年内已有110家生物医药公司推进H股上市,其中46家选择18A通道,而上半年真正完成18A上市的仅11家,落差折射出审核门槛的抬高。港交所董事总经理刘颖直言,近期18A公司IPO申请材料存在市场地位夸大等问题,“拖慢上市审核速度”。审核

关注的,已不仅是“是否披露”,而是临床数据能否形成完整的研发与监管闭环。

与此同时,监管审核尺度显著收紧,港交所与香港证监会对临床数据真实性、临床试验安全风险、信息披露完整性的核查越发严格,易慕峰在二次递表阶段因未及时披露前期临床试验安全事件而陷入合规争议。

漫长等待持续消耗现金流,不少企业开始主动转身。科创板受理加快、A股筛选前置、“A+H”模式分流部分板块资金,全市场资金更向AI算力等硬科技主线集中。2026年6月30日,诺思兰德正式公告终止筹划H股上市,改向特定对象发行A股。有药企负责人坦言,当前H股IPO申报扎堆、排队过长,叠加新股破发增多、融资环境走弱,短期上市窗口并不友好。

3 定价逻辑已从叙事链走向证据链

更深层的变化,在于资本市场如何为医疗企业定价。过去,市场普遍以“赛道滤镜”为早期未盈利企业提供高估值,包容其无盈利、管线未商业化的现状,愿意为创新药、前沿技术、稀缺赛道等标签提前支付远期溢价,一级市场因此涌现大量靠讲故事完成融资的标的,首日涨幅翻倍者不在少数。

如今,这套逻辑已经失效,机构风控标准全面升级。行业观察人士指出,资本并未离开医疗产业,而是变得更挑剔、更清醒。“重视业绩确定性,谨慎对待远期研发预期”成为统一逻辑,它开始重视一家企业是否值得投入,以及它是否已经值得按高价定价。临床数据是否成熟、注册路径是

否清晰、商业化距离是否更近、是否具备明确的产业合作价值,成为资金投向的标尺。那些仍停留在早期研发、单一管线、远期商业化与持续融资依赖状态的项目,融资环境明显收紧。

正如市场分析人士所指出的,医疗企业的估值越来越依赖证据链,而非叙事链。资本市场仍可以为远期市场空间提前定价,也可以接受企业亏损,但它不再愿意同时承担临床、注册、生产、支付、治理与商业化的全部风险。企业需要先逐项拆解并验证风险,资本才愿意为剩余部分定价。显而易见,医疗资本市场正从粗放扩张转向高质量发展,定价逻辑正式回归企业基本面。

4 资产定价权 正从二级市场流向产业资本

公开市场的耐心收缩之后,产业资本的重要性开始上升,尤其在创新药领域。大型药企始终需要外部创新以应对专利到期、竞争加剧与增长放缓,而新药研发周期长、成本高、失败率高,单纯依靠内部研发难以覆盖所有方向。

2026年9月,恒瑞医药将其口服GLP-1/GIP双受体激动剂候选药物HRS-1596在大中华区以外的全球开发、生产和商业化独家权利授予诺和诺德,首付款3亿美元,潜在总交易金额最高达26亿美元。而这款药物尚未完成临床验证,也未进入商业化阶段。诺和诺德仍愿意为其支付高额首付款说明,即便在IPO窗口收缩的背景下,具备临床验证、差异化机制与明确开发路径的资产,依然可以获得来自产业资本的价值确认。

格隆汇研究中心医药首席研究员杜芳指出,当前二级市场机构投资逻辑已从“押注赛道”转向“只为经过验证的确定性支付溢价”。这种转变同时体现在一级市场与产业交易中。映恩生物在上市前即签署60亿美元大额授权协议,成为少数受热捧的标的,这亦反映出资产定价权正从二级市场向产业资本转移。

医疗企业的价值确认,正在从单一的IPO通道走向多元路径:可以借公开市场定价,也可以通过授权交易获得产业资本定价;可以独立商业化后再上市,也可以在某个阶段出售资产、引入战略投资者或被并购。在很多情况下,产业资本可以先为资产定价,公开市场再为公司定价。IPO不再是唯一出口,敲钟也不再是终点,而更像是对企业真实成色的一次期中检验。

5 行业正经历冰火分化的结构性调整

当然,全面退潮的叙事掩盖不了一个更为关键的结构性事实:2026年的港股医疗IPO呈现出极致的冰火分化。据国投证券国际统计,2026年以来共有12家生物医药公司完成赴港上市,上市首日整体破发率为17%,其中10家上涨,占比达83%,涨幅超100%的占比达42%,丹诺医药首日上涨179%。这与三季度2家全部破发的冷清形成鲜明对比。

这也意味着,行业正迎来一场检验成色的严苛筛选。过去靠“赛道红利”和“管线叙事”换取估值的粗放模式难以为继,上市资质、新股热度都不再等同于真实价值。对于医疗创业者而言,需要重新思考的,不只是“能不能上市”,更是“上市是否仍是当前阶段最有效的资本化路径”。企业需要建设的,也不再只是一个能够递交招股书的公司,而是一套能够被药企、医院、支付方、合作伙伴与全球市场共同验证的资产体系。

行业专家用“三层分化”概括这一结构性格局:头部企业凭全球交易能力获得接近全球标准的定价,中段企业面临估值与融资双重压力,尾部企业则面临被拆解或出清。中国生物医药企业正从“中国投资者定价”走向“全球市场定价”,18A作为“普惠性融资通道”的阶段已经结束,港股资本化路径已从“通道红利”回归“筛选机制”。



扫码获取更多
健康医药资讯