量化掘金：谁是次新股长期关键因子？

——次新股系列 3

2021 年 03 月 25 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①次新股提供新的选股思路，两大边际变化：IPO 持续涌现新经济公司，机构更早参与次新投资。②量化模型客观回测关键因子：站在历史角度，以当时可获取数据回测，寻找长期影响次新股表现的关键因子。③近十年、三年模型显示，次新股长期关键指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率、小市值。④量化模型结合行业分析师，筛选 20 只优质次新股股票池。

正文摘要

■ **为什么研究次新——数量多、收益高、市场关注不足。①将上市满一年不足三年的股票定义为次新股，截至 21 年 3 月 3 日 A 股次新股数量已达 314 只。**全面注册制下，将有更多优质公司登陆 A 股。②市场对次新股关注度不高，314 只次新股中仅 123 只进入 20Q4 偏股主动型公募基金重仓股名单，持股市值占比仅 10%，前三的宁德时代、迈瑞医疗和药明康德占比合计达到 5.5%。③历史经验看，次新股收益表现明显跑赢同期市场，当前机构抱团股高估值仍未消化，中小市值板块存在较多价值陷阱，次新股或将提供新的选股思路。

■ **如何筛选关键因子——季度滚动样本量化回测。**①样本：08-19 年上市的 2269 家公司，主要分布在机械、化工、医药等行业。样本股上市 1 年后业绩取代估值，成为股价主推力。②模型：以 2010 年至今作为研究区间，以财报披露截止日（4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日）为节点划分时间阶段（共 33 个），每个节点将当时上市满 1 年未满 3 年的样本股按照某一候选指标排序划分为 5 档，分别计算 5 档样本在下一阶段的收益率均值，按此方法滚动样本计算该指标 5 档在全部 33 个时间区间内的表现，从中挑选具有明显胜率的指标特征。③候选指标：财务方面包括盈利（ROE、净利率、毛利率）、费用、成长、运营效率等指标；估值方面包括市值、估值、机构持仓等指标。

■ **哪些是关键因子——ROE、利润增速、毛利、销售费率、市值。①财务指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率。**ROE 最高组获胜概率 42%，近三年胜率 56%；利润增速最高的两组获胜概率 55%，近三年胜率 67%；毛利率最高的两组获胜概率 61%，近三年胜率 67%；销售费用率最高的两组获胜概率 58%，近三年胜率 67%。**②估值指标：小市值。**市值最低组胜率 42%，近三年市值因子在次新股择股中的有效性凸显，市值最低组胜率 44%。

■ **未来次新胜者在哪——因子筛选+主观判断。**根据模型结论，在 2018 年后上市且满一年不满三年的次新股中，筛选 2020 年前三季度 ROE、净利润增速、毛利率、销售费用率均排名前 40%的个股（均由高到低排序），从中进一步筛选市值小于 200 亿元的个股，并结合行业分析师意见，得到 20 只优质次新股股票池，详见表 1。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；受市场风格变化影响不同指标有效性会有偏差；历史经验不代表未来；次新股股票池按客观指标筛选，不代表投资建议。

相关研究

1、《东吴策略·公募发行放缓，风格分化明显——市场温度计》2021-03-23
2、《有意义的反弹还是青黄不接的震荡：策略周聚焦》2021-03-16
3、《东吴策略·散户情绪降温，公募分化收敛——市场温度计》2021-03-16
4、《两融风险可控——策略联合非银专题》2021-03-15
5、《东吴策略·行业风火轮——IPO 排队序列中的绩优生-次新股系列（2）》2021-03-12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 次新股量化因子模型 4
1.1. 次新股数量多、收益高，市场关注度低 4
1.2. 因子模型&样本介绍 5
2. 次新股选股的关键指标 8
2.1. 财务指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率 9
2.2. 估值指标：小市值 15
3. 筛选次新股股票池 17
4. 风险提示 18

图表目录

图 1：近年来 IPO 节奏明显加快 4
图 2：市场对次新股关注度不高 5
图 3：公募重仓前三次新股占比合计 5.5% 5
图 4：次新股上市一年后三年内累计收率高于同期的全部 A 股 5
图 5：2008-2019 年上市公司主要分布在机械、化工、医药行业 6
图 6：样本上市日市值集中在 10-50 亿元 6
图 7：样本经历次新股阶段后市值提升 6
图 8：样本上市日 PE 集中在 20-50 倍 7
图 9：样本经历次新股阶段后估值下降 7
图 10：模型构建流程 8
图 11：2010 年以来 33 个时间区间&2018 年以来 9 个区间不同指标分档收益率表现 9
图 12：高 ROE 组次新股显著跑赢其他组 10
图 13：2010 年以来 ROE 不同档样本回测结果 10
图 14：利润增速最高的两组次新股获胜概率 55% 11
图 15：2010 年以来净利润增速不同档样本回测结果 12
图 16：高毛利率组次新股显著跑赢其他组 13
图 17：2010 年以来毛利率不同档样本回测结果 13
图 18：高销售费用率组次新股显著跑赢其他组 14
图 19：2010 年以来销售费用率不同档样本回测结果 15
图 20：小市值组次新股显著跑赢其他组 16
图 21：2010 年以来市值不同档样本回测结果 16

表 1：20 支可能跑出超额收益的次新股（财务指标数据截至 20Q3，市值和 PE 数据为 2021/03/25） 17

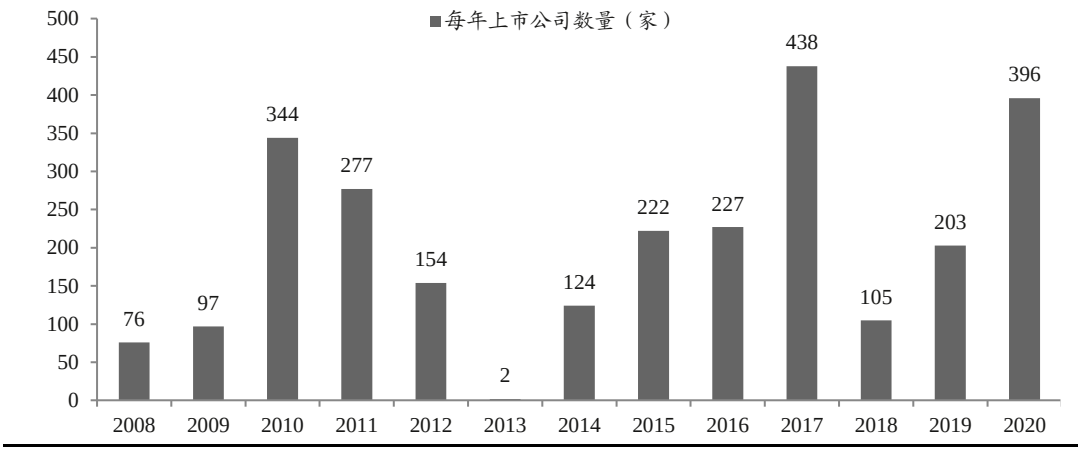
东吴策略团队对次新股近期开展了系列研究，先后发布《寻找不变脸的次新》、《IPO排队序列中的绩优生》两篇系列报告，系列三我们从更为客观的次新择股因子量化模型出发，以规避通识指标因缺少历史回测，持续有效性难以考证的问题。系列三模型严格按照：回到过去，以当时可获取的数据进行量化回测，寻找影响次新股表现的关键因子，并筛选出未来优质次新股股票池。

1. 次新股量化因子模型

1.1. 次新股数量多、收益高，市场关注度低

IPO 节奏加快，A 股现存大量次新股，但市场关注度不高。近几年 IPO 节奏明显加快，2018-2020 年上市股票分别达到 105、203、396 只，**按照上市一年后&三年内定义次新股，**截至 21 年 3 月 3 日 A 股存量次新股数量达到 314 只。2 月 26 日，证监会表示将在试点基础上进一步评估，待评估后将在全市场稳妥推进注册制。可以预见，未来全面推行注册制之下，将有更多优质公司在 A 股上市，次新股将成为投资者新的择股思路。但目前市场对次新股关注度不高，根据公募基金 20 年四季报，314 只现存次新股中仅 123 只进入 20Q4 偏股主动型公募基金重仓股名单，持股市值占比仅 10%，市场对目前大量的次新股关注度并不高。

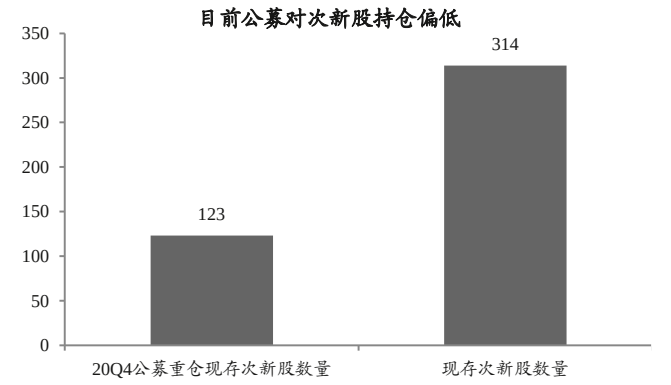
图 1：近年来 IPO 节奏明显加快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

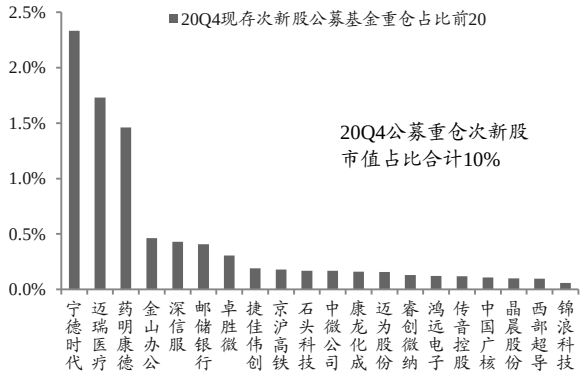
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：市场对次新股关注度不高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

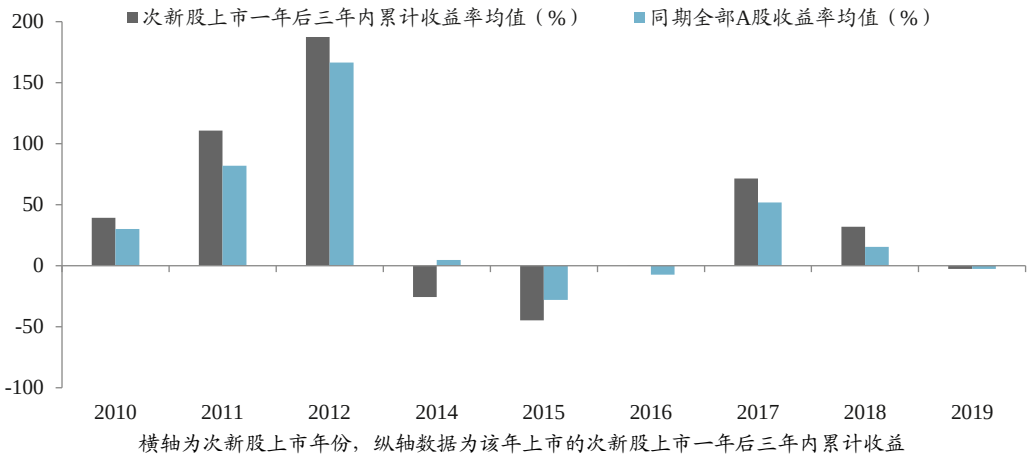
图 3：公募重仓前三次新股占比合计 5.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

为何研究次新股：次新股收益表现优于同期全 A，当前龙头估值高位，次新股可提供新的选股思路。对比次新股与同期市场整体表现发现多数区间次新更优：选取 2010-2019 年每年上市的新股（2013 年仅上市 2 家公司，故剔除），分别统计其上市一年后三年内的累计收益率均值（例如 2010 年上市的个股，统计其 2012-2013 两年的累计收益率），对比同期全部 A 股的收益率均值。结果显示 9 个年份中有 7 年次新股收益率更高，且次新股 9 年收益率均值 41%，高于全 A 的 35%。次新股表现明显优于同期市场整体，当前机构抱团股估值高位，通胀预期上升下流动性或将边际收紧，热门龙头公司面临估值下行压力，次新股或将提供新的选股思路。

图 4：次新股上市一年后三年内累计收率高于同期的全部 A 股



数据来源：Wind，东吴证券研究所，2018 和 2019 年上市新股统计上市一年后至今

1.2. 因子模型&样本介绍

目前市场上缺乏研究次新股择股因子的量化模型，因此投资者普遍认可的某些指标缺少历史回测的支持，其有效性是否可延续也无从考证。我们本文的模型希望回到过去，

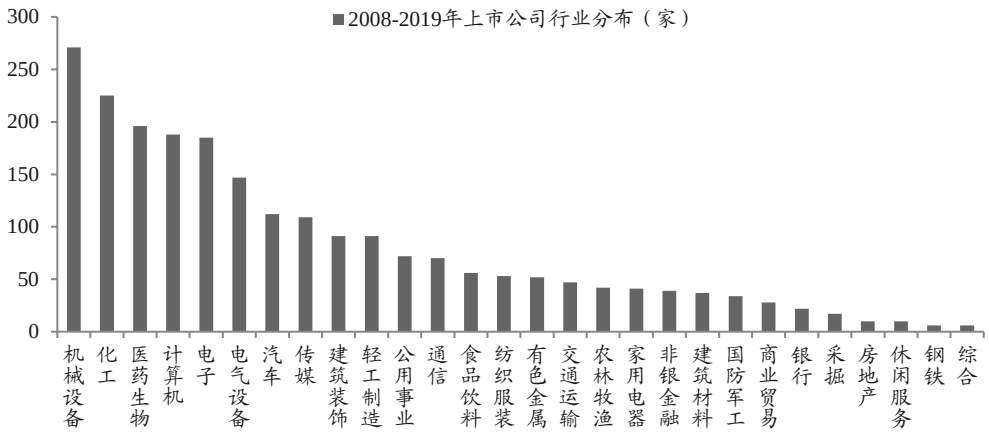
请务必阅读正文之后的免责声明部分

站在历史的角度，以当时可获取的数据进行回测，来验证某些指标对次新股择股的有效性，以及在不同宏观背景下，不同市场风格下，其有效性是否可以延续。

本文模型选取样本为 2008-2019 年上市的共 2269 家公司，模型回测中，上市满一年将其纳入次新股样本，上市满三年后剔除样本。行业上看，主要分布在机械设备（271 家，占比 12%）、化工（225，10%）、医药生物（196，9%）、计算机（188，8%）、电子（185，8%）。

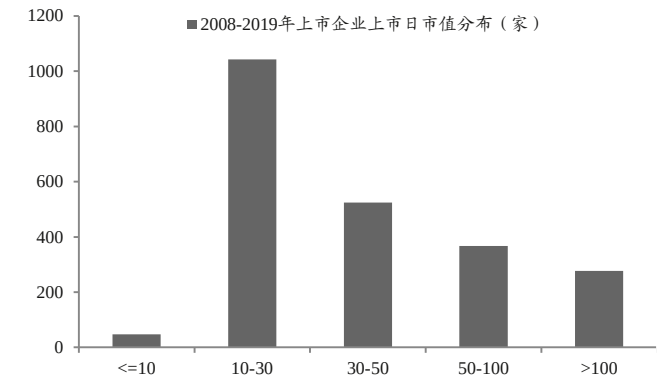
样本：经历次新股阶段后估值下降，市值提升，次新股阶段业绩推动股价上涨。从估值和市值角度来看，样本上市日市值集中于 10-50 亿元，占比 69%；上市日 PE 集中于 20-40 倍，占比 61%。且在次新股阶段，样本市值均值从 92 亿元提升至 107 亿元，而 PE 均值从 57 倍下降至 41 倍，因此可以看出次新股阶段主要由业绩推动股价上涨。（定义：上市一年后为进入次新股阶段，上市三年后为结束次新股阶段。）

图 5：2008-2019 年上市公司主要分布在机械、化工、医药行业



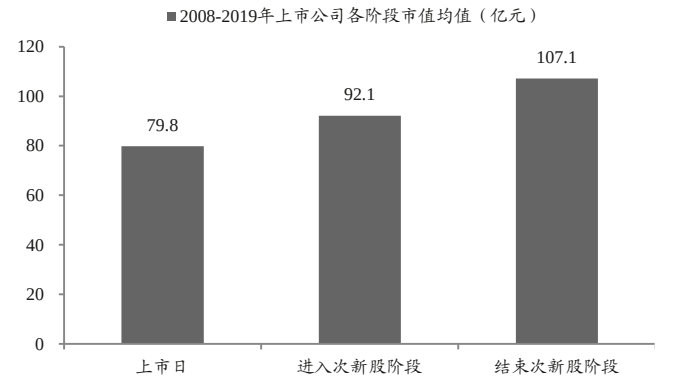
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：样本上市日市值集中在 10-50 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

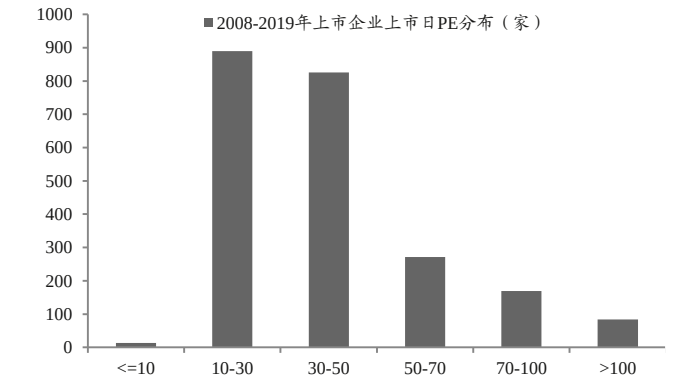
图 7：样本经历次新股阶段后市值提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

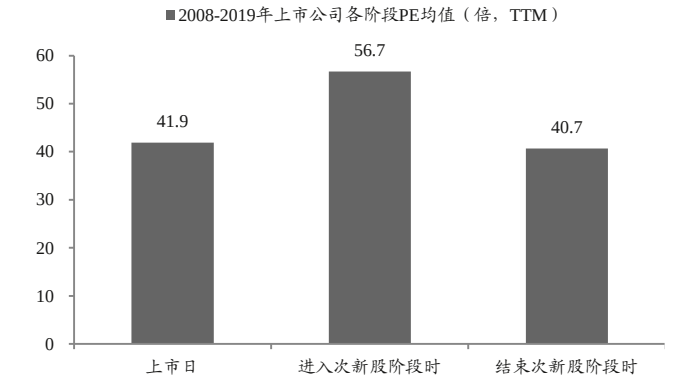
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：样本上市日 PE 集中在 20-50 倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：样本经历次新股阶段后估值下降



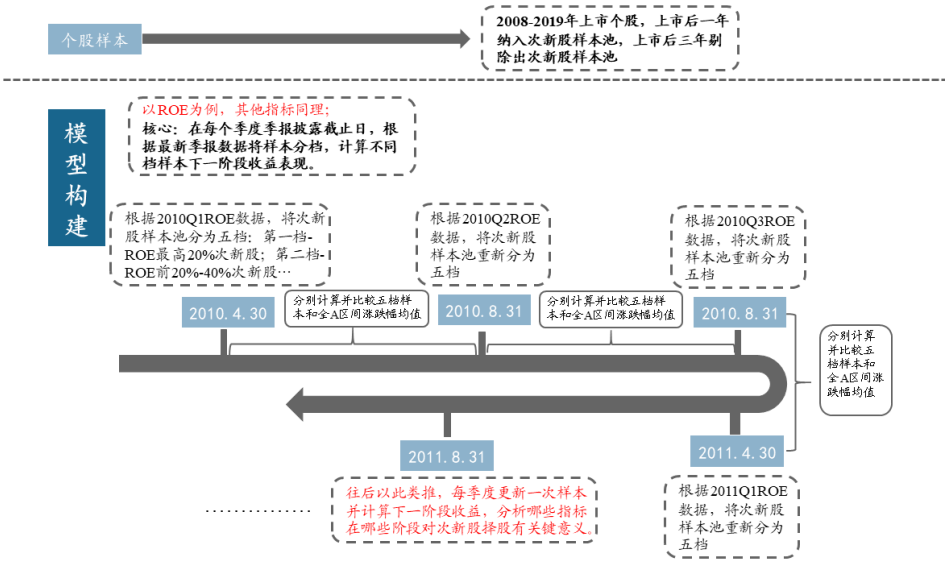
数据来源：Wind，东吴证券研究所

模型介绍：筛选次新股关键因子——季度滚动样本量化回测。该模型旨在通过量化回测，找出次新股择股的关键指标。具体模型如下：从 2010 年至今，将上市满一年的个股纳入次新股样本池，当上市满三年时剔除出样本池，每个季度在季报披露截止日将次新股样本池按照当季度披露的财务/估值数据分为五档，分别计算五档样本在下一阶段的收益率均值，到下一季度季报披露截止日时再根据新一期数据重新分档，滚动样本计算 2010 至今每个季度区间的收益率均值，观察不同指标对次新股择股的有效性。

为方便理解，举例说明：例如要验证 ROE 是否为次新股择股的关键指标（其他指标同理），在 2010/4/30，将当时上市已满一年未满三年的次新股按照 10Q1 披露的 ROE 数据分成五档：第一档-ROE 最高 20%次新股；第二档-ROE 前 20%-40%次新股‥，分别计算五档样本在 2010/4/30-2010/8/31 区间涨跌幅，判断 ROE 是否为该区间的关键指标。2010/8/31 再将样本按照 10Q2 披露的 ROE 数据重新分为五档，计算接下来区间的涨跌幅，以此类推。其中由于年报和一季报披露截止日均为 4/30，因此在每年 10/30 根据 Q3 数据分档后计算 10/30-次年 4/30 的区间收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：模型构建流程



数据来源：东吴证券研究所绘制

2. 次新股选股的关键指标

优质次新股画像：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费用率、小市值。本节通过构建上述模型，分别从次新股的业绩指标、估值指标、机构行为三个角度对 2010-2019 年上市的公司进行回测，寻找影响次新股表现的关键指标。分别统计不同指标分档后的获胜概率和收益率均值，具体结果见图 11，其中标红代表五档样本中胜率最高的一组，

我们定义 2010-2020 年 33 个时间区间，单个组别胜率超过 30%或相邻组别胜率超 50%为有效指标，发现

近十年次新股关键因子：ROE、净利率、资产负债率、净利润增速、毛利率、销售费用率、市值;

我们定义 2018-2020 年 9 个时间区间，单个组别胜率超过 40%或相邻组别胜率超 60%为有效指标，发现

近三年次新股关键因子：ROE、净利润增速、毛利率、销售费用率、市值。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：2010 年以来 33 个时间区间&2018 年以来 9 个区间不同指标分档收益率表现

	2010-2020共33个时间区间不同指标分档收益率表现	最高档	次高档	第三档	第四档	第五档	2018-2020共9个时间区间不同指标分档收益率表现	最高档	次高档	第三档	第四档	第五档
ROE	收益率第一概率（%）	42.4	6.1	9.1	30.3	12.1	收益率第一概率（%）	55.6	11.1	0.0	33.3	0.0
	收益率均值（%）	6.6	4.7	5.2	5.1	4.7	收益率均值（%）	7.9	4.0	3.5	3.0	1.8
净利率	收益率第一概率（%）	30.3	15.2	27.3	12.1	15.2	收益率第一概率（%）	33.3	22.2	22.2	0.0	22.2
	收益率均值（%）	5.9	4.6	6.5	4.5	4.1	收益率均值（%）	6.4	4.4	5.1	1.4	2.8
资产负债率	收益率第一概率（%）	24.2	18.2	12.1	15.2	30.3	收益率第一概率（%）	11.1	33.3	22.2	0.0	33.3
	收益率均值（%）	5.1	5.2	5.1	5.7	5.8	收益率均值（%）	3.7	5.6	4.0	3.2	3.5
资产周转率	收益率第一概率（%）	21.2	27.3	21.2	21.2	9.1	收益率第一概率（%）	22.2	33.3	11.1	22.2	11.1
	收益率均值（%）	5.5	5.8	6.0	5.1	4.4	收益率均值（%）	5.0	4.9	4.6	3.4	2.1
净利润增速	收益率第一概率（%）	30.3	24.2	12.1	12.1	21.2	收益率第一概率（%）	33.3	33.3	0.0	0.0	33.3
	收益率均值（%）	5.3	4.7	5.1	4.8	4.0	收益率均值（%）	4.9	4.3	2.5	3.6	3.2
营收增速	收益率第一概率（%）	27.3	9.1	18.2	18.2	27.3	收益率第一概率（%）	22.2	33.3	0.0	22.2	22.2
	收益率均值（%）	4.2	4.9	5.3	5.4	5.8	收益率均值（%）	5.1	5.6	3.4	3.9	2.0
毛利率	收益率第一概率（%）	33.3	27.3	9.1	18.2	12.1	收益率第一概率（%）	44.4	22.2	0.0	22.2	11.1
	收益率均值（%）	5.7	6.3	5.5	4.6	3.6	收益率均值（%）	5.3	5.3	3.6	4.5	1.8
销售费用率	收益率第一概率（%）	30.3	27.3	9.1	15.2	18.2	收益率第一概率（%）	22.2	44.4	0.0	11.1	22.2
	收益率均值（%）	5.0	6.1	4.8	4.4	5.9	收益率均值（%）	6.0	6.6	2.6	2.0	3.8
管理费用率	收益率第一概率（%）	27.3	9.1	18.2	21.2	24.2	收益率第一概率（%）	22.2	11.1	33.3	0.0	33.3
	收益率均值（%）	4.0	5.0	5.7	5.1	5.7	收益率均值（%）	4.7	4.4	6.0	1.7	3.2
财务费用率	收益率第一概率（%）	27.3	21.2	21.2	15.2	15.2	收益率第一概率（%）	22.2	22.2	22.2	22.2	11.1
	收益率均值（%）	4.0	5.4	5.8	5.5	5.0	收益率均值（%）	3.2	5.2	2.8	5.0	4.5
经营活动产生现金流占营收比例	收益率第一概率（%）	18.2	27.3	21.2	12.1	21.2	收益率第一概率（%）	22.2	22.2	44.4	0.0	11.1
	收益率均值（%）	4.6	5.4	4.7	4.6	5.2	收益率均值（%）	5.1	4.0	5.6	1.8	1.8
市值	收益率第一概率（%）	27.3	9.1	3.0	18.2	42.4	收益率第一概率（%）	33.3	22.2	0.0	0.0	44.4
	收益率均值（%）	4.0	3.3	4.3	5.7	7.6	收益率均值（%）	5.7	4.5	2.2	3.4	4.3
PE	收益率第一概率（%）	15.2	18.2	21.2	24.2	21.2	收益率第一概率（%）	33.3	11.1	0.0	33.3	22.2
	收益率均值（%）	4.6	6.0	5.6	5.2	4.2	收益率均值（%）	5.8	4.2	3.2	4.6	2.4
机构持股占比的环比变化	收益率第一概率（%）	12.1	27.3	27.3	18.2	15.2	收益率第一概率（%）	33.3	22.2	11.1	11.1	22.2
	收益率均值（%）	4.4	5.8	5.5	4.8	3.7	收益率均值（%）	3.9	2.6	3.3	4.7	4.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

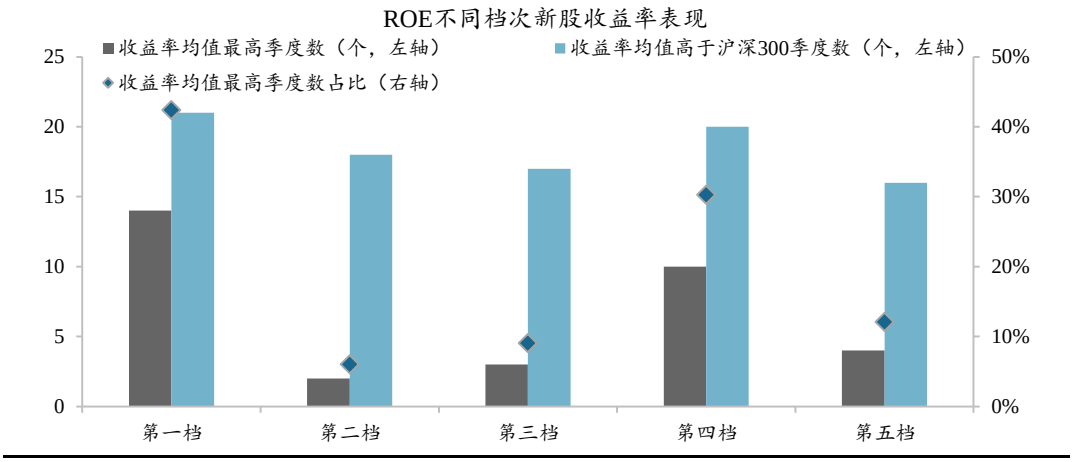
2.1. 财务指标：高 ROE、高利润增速、高毛利、高销售费率

ROE 是次新股择股关键指标，最高 ROE 组次新股获胜概率 42%。我们统计了 2010-2020 一共 33 段时间区间，结果显示 ROE 最高组次新股共 14 次跑赢其他组次新股，占比 42%；另外对比同期沪深 300 表现，发现最高 ROE 组次新股共 21 次跑赢沪深 300，占比 64%。

近三年 ROE 指标明显有效，高 ROE 组次新股样本明显跑赢其他组和市场整体。因为在长的时间维度里很难找到持续有效的指标，因此我们在整体统计分析的基础上，进一步分析近三年来的表现。统计 2018-2020 年共 9 个时间区间次新股收益表现，最高 ROE 组次新股获胜几率 56%，次高组获胜概率 11%，同时高 ROE 组次新股收益率均值明显更高，五档样本收益率均值分别：7.9%、4.0%、3.5%、3.0%、1.8%，同期沪深 300 收益率均值 4.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 12：高 ROE 组次新股显著跑赢其他组



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：2010 年以来 ROE 不同档样本回测结果

		涨跌幅均值（%）				
		ROE最高档	ROE次高档	ROE第三档	ROE第四档	ROE第五档
2010/4/30		5.3	5.0	4.5	17.0	10.6
2010/8/31		9.7	10.8	9.6	13.0	12.3
2010/10/30		-4.5	-9.4	-6.3	-2.8	-8.2
2011/4/30		-0.1	-0.4	-2.0	-3.8	-3.4
2011/8/31		-8.5	-10.8	-8.8	-9.5	-9.3
2011/10/30		-8.1	-15.5	-10.8	-15.2	-15.0
2012/4/30		-1.3	-2.5	-7.7	-4.6	-5.7
2012/8/31		0.0	-1.7	-1.7	0.2	-0.4
2012/10/30		16.9	14.0	7.6	10.2	6.3
2013/4/30		16.4	14.5	19.3	22.6	25.0
2013/8/31		5.8	8.7	9.0	6.6	8.4
2013/10/30		7.3	12.3	14.1	22.6	16.6
2014/4/30		24.6	34.1	25.5	33.2	27.0
2014/8/31		13.5	16.0	16.3	17.8	14.2
2014/10/30		72.1	65.9	89.5	61.7	80.2
2015/4/30		-18.1	-25.9	-15.1	-19.0	-24.1
2015/8/31		13.3	24.7	17.6	13.8	30.7
2015/10/30		-0.9	-3.5	0.3	7.4	-0.5
2016/4/30		12.0	13.8	11.4	16.4	16.4
2016/8/31		1.6	2.7	4.1	1.6	4.3
2016/10/30		-2.9	-14.1	-12.8	-17.8	-17.9
2017/4/30		-0.8	-4.9	-5.3	-3.8	-7.0
2017/8/31		3.6	0.9	0.5	-1.0	-1.4
2017/10/30		-10.6	-16.4	-19.0	-23.6	-19.9
2018/4/30		-10.9	-15.3	-21.0	-19.3	-19.0
2018/8/31		-14.2	-12.3	-10.6	-10.1	-10.9
2018/10/30		31.9	28.1	25.8	24.2	31.1
2019/4/30		1.7	-4.3	0.1	3.9	2.1
2019/8/31		4.3	5.7	2.5	3.5	2.3
2019/10/30		17.3	13.7	9.6	2.1	-1.9
2020/4/30		47.3	34.5	41.3	35.0	29.6
2020/8/31		-6.8	-9.5	-4.9	1.0	-3.8
2020/10/30		0.5	-4.7	-11.1	-13.7	-13.1
2010-2020共33个时间区间	收益率第一概率（%）	42.4	6.1	9.1	30.3	12.1
	收益率均值（%）	6.6	4.7	5.2	5.1	4.7
2018-2020最近9个时间区间	收益率第一概率（%）	55.6	11.1	0.0	33.3	0.0
	收益率均值（%）	7.9	4.0	3.5	3.0	1.8

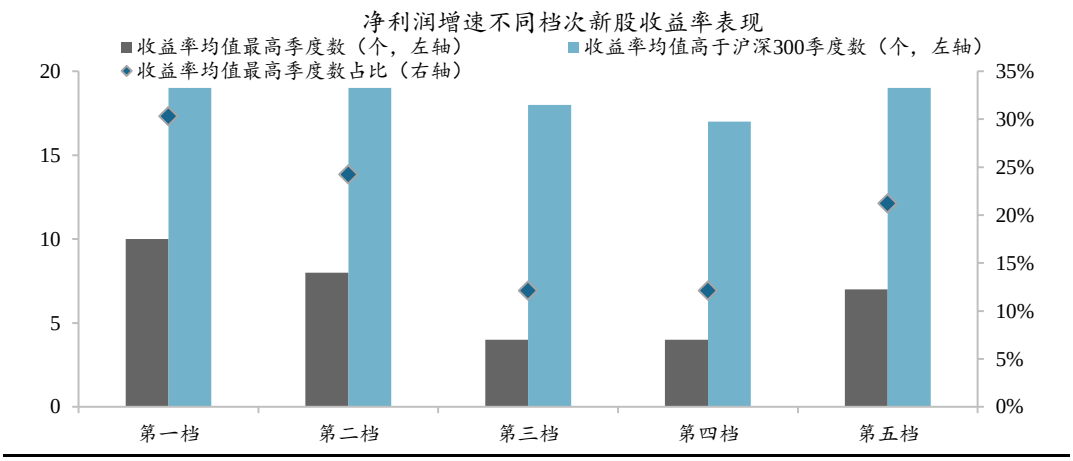
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利润增速是次新股择股另一关键指标，利润增速最高的两组次新股获胜概率 55%。2010-2020 年一共 33 段时间区间里，净利润增速最高组次新股共 10 次跑赢其他组，占比 30%，净利润增速次高组共 8 次跑赢其他组，占比 24%，即净利润增速最高的两组次新股获胜概率达到 55%。另外对比同期沪深 300 表现，净利润增速最高的两组次新股均 19 次跑赢沪深 300，占比 58%。

近三年净利润增速指标明显有效，高利润增速组次新股样本明显跑赢其他组。同样统计 2018-2020 年共 9 个时间区间次新股收益表现，净利润增速最高组次新股获胜几率 33.3%，次高组获胜概率 33.3%，即利润增速最高的两组次新股获胜概率合计 67%。同时高利润增速组次新股收益率均值明显更高，五档样本收益率均值分别：4.9%、4.3%、2.5%、3.6%、3.2%。

图 14：利润增速最高的两组次新股获胜概率 55%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：2010 年以来净利润增速不同档样本回测结果

		涨跌幅均值（%）				
		净利润增速最高档	净利润增速次高档	净利润增速第三档	净利润增速第四档	净利润增速第五档
2010/4/30		11.6	5.6	11.6	6.5	7.3
2010/8/31		10.2	13.6	8.5	11.6	11.7
2010/10/30		-12.4	-3.2	-1.3	-6.8	-8.1
2011/4/30		-5.3	2.8	-2.1	-1.9	-4.1
2011/8/31		-9.5	-11.4	-8.9	-9.1	-8.0
2011/10/30		-9.8	-14.6	-13.8	-11.2	-15.4
2012/4/30		-1.1	-2.6	-4.0	-7.2	-7.2
2012/8/31		-1.1	-2.4	-0.8	-0.7	1.5
2012/10/30		20.5	12.5	8.0	7.8	5.9
2013/4/30		20.2	19.2	17.4	15.3	25.0
2013/8/31		9.3	5.7	8.5	7.9	7.0
2013/10/30		11.5	15.6	15.5	18.0	12.4
2014/4/30		23.2	20.6	24.3	28.5	33.4
2014/8/31		15.8	13.9	19.1	16.2	15.3
2014/10/30		71.5	62.5	68.5	64.8	69.7
2015/4/30		-18.1	-16.4	-17.6	-23.1	-29.9
2015/8/31		19.2	19.6	18.2	18.7	19.2
2015/10/30		-9.3	-5.7	10.4	6.9	2.4
2016/4/30		11.4	12.5	13.0	16.4	8.4
2016/8/31		2.2	2.9	1.6	4.7	2.8
2016/10/30		-12.2	-14.6	-12.6	-11.9	-17.4
2017/4/30		-0.8	-3.5	-5.0	-5.8	-7.0
2017/8/31		0.0	2.4	0.6	1.2	-2.1
2017/10/30		-14.9	-19.1	-14.4	-22.0	-19.3
2018/4/30		-14.0	-15.6	-19.5	-18.3	-18.1
2018/8/31		-12.2	-12.2	-13.0	-10.7	-10.3
2018/10/30		30.1	26.0	25.6	24.5	30.1
2019/4/30		-0.8	0.2	-1.4	2.4	3.2
2019/8/31		3.5	4.4	3.5	4.1	2.8
2019/10/30		11.1	12.0	6.6	9.6	1.6
2020/4/30		38.4	43.0	34.1	35.1	30.1
2020/8/31		-8.3	-6.9	-3.3	-6.1	-2.7
2020/10/30		-3.5	-12.2	-10.3	-8.3	-8.2
2010-2020共33个时间区间	收益率第一概率（%）	30.3	24.2	12.1	12.1	21.2
	收益率均值（%）	5.3	4.7	5.1	4.8	4.0
2018-2020最近9个时间区间	收益率第一概率（%）	33.3	33.3	0.0	0.0	33.3
	收益率均值（%）	4.9	4.3	2.5	3.6	3.2

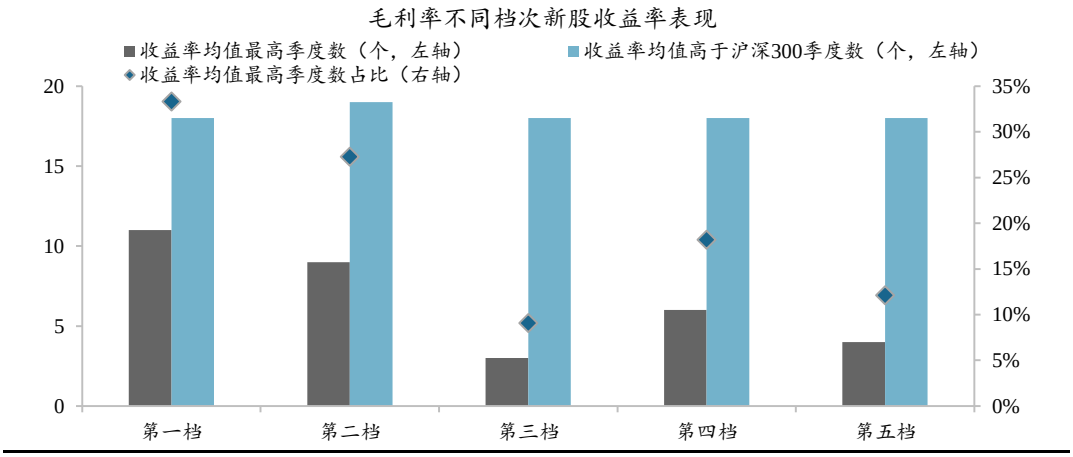
数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率也是次新股择股的关键指标，毛利率最高的两组次新股获胜概率 61%。我们统计的 2010-2020 年一共 33 段时间区间内，毛利率最高组次新股共 11 次跑赢其他组，占比 33.3%，次高组共 9 次跑赢其他组，占比 27.3%，即毛利率最高的两组次新股获胜概率达到 61%。另外对比同期沪深 300 表现，发现毛利率最高的两组次新股分别 18、19 次跑赢沪深 300，占比 55%、58%。

近三年来看，毛利率对次新股择股的有效性凸显，毛利率最高的两组次新股获胜概率合计 67%。同样统计 2018-2020 年共 9 个时间区间次新股收益表现，毛利率最高组次新股获胜概率 44.4%，次高组获胜概率 22.2%，即毛利率最高的两组次新股获胜概率合计 67%。同时高毛利率组次新股收益率均值明显更高，五档样本收益率均值分别：5.3%、5.3%、3.6%、4.5%、1.8%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 16：高毛利率组次新股显著跑赢其他组



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：2010 年以来毛利率不同档样本回测结果

		涨跌幅均值（%）				
		毛利率最高档	毛利率次高档	毛利率第三档	毛利率第四档	毛利率第五档
2010/4/30		8.6	17.4	10.3	8.1	0.9
2010/8/31		9.0	10.3	11.7	10.5	15.3
2010/10/30		-8.0	-6.0	-8.9	-4.5	-3.7
2011/4/30		-1.5	0.1	-0.4	-4.0	-3.9
2011/8/31		-9.1	-10.9	-8.4	-10.4	-8.9
2011/10/30		-10.0	-13.7	-14.5	-15.9	-11.7
2012/4/30		2.5	-3.9	-4.6	-7.1	-8.4
2012/8/31		-2.8	-0.9	-0.9	-0.1	1.1
2012/10/30		16.7	12.2	11.9	7.0	6.6
2013/4/30		33.2	19.4	18.7	11.9	15.3
2013/8/31		9.0	7.2	8.3	7.7	6.7
2013/10/30		11.8	16.9	17.1	17.4	10.8
2014/4/30		25.1	31.1	25.0	28.3	26.5
2014/8/31		18.3	15.6	14.9	17.9	12.9
2014/10/30		64.7	72.2	80.2	66.8	74.7
2015/4/30		-30.6	-12.5	-15.6	-21.2	-24.0
2015/8/31		32.7	15.9	15.1	13.7	19.9
2015/10/30		-9.7	0.5	4.5	5.8	3.8
2016/4/30		12.4	14.7	13.9	9.3	12.2
2016/8/31		1.2	2.3	4.0	4.4	2.8
2016/10/30		-15.5	-14.3	-13.1	-9.6	-13.2
2017/4/30		-4.3	-3.9	-2.1	-5.7	-7.4
2017/8/31		1.1	2.4	1.5	-0.7	-1.4
2017/10/30		-16.2	-11.2	-19.8	-18.7	-23.7
2018/4/30		-15.5	-17.9	-15.8	-18.0	-18.7
2018/8/31		-14.1	-12.8	-13.0	-11.4	-8.9
2018/10/30		34.0	31.9	27.0	26.3	23.1
2019/4/30		3.8	1.0	-0.2	-1.6	2.0
2019/8/31		4.2	1.7	3.7	5.4	3.1
2019/10/30		11.9	9.1	9.7	9.7	1.0
2020/4/30		39.6	46.3	35.4	41.7	25.7
2020/8/31		-5.8	0.1	-5.1	-6.9	-5.2
2020/10/30		-10.1	-11.9	-9.4	-4.9	-6.2
2010-2020共33个时间区间	收益率第一概率（%）	33.3	27.3	9.1	18.2	12.1
	收益率均值（%）	5.7	6.3	5.5	4.6	3.6
2018-2020最近9个时间区间	收益率第一概率（%）	44.4	22.2	0.0	22.2	11.1
	收益率均值（%）	5.3	5.3	3.6	4.5	1.8

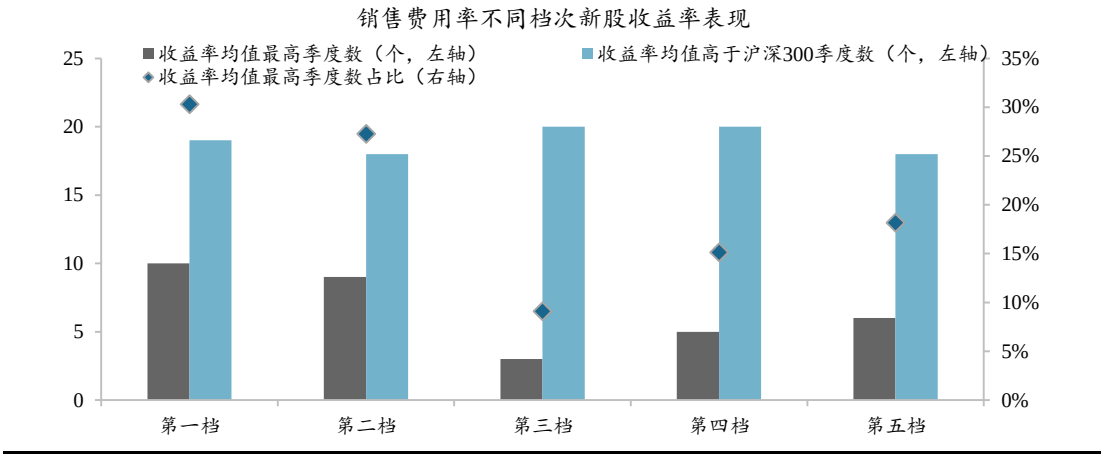
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

销售费用率是次新股择股的关键指标，销售费用率最高的两组次新股获胜概率合计58%。我们在前期研究《A股十倍股群像——十倍股系列（1）》提出，销售费率是十倍股无形资产的佐证，优质企业在上市初期往往会在渠道和品牌效应中做长期投入，积累品牌影响力后，通过品牌溢价获得高营收和高毛利率，支持业绩增长。2010-2020年33段时间区间内，销售费率最高组次新股10次跑赢其他组，占比30.3%，次高组9次跑赢其他组，占比27.3%，即销售费率最高的两组次新股获胜概率合计58%。对比同期沪深300表现，销售费率最高的两次新股分别19、18次跑赢沪深300，占比58%、55%。

近三年来看，销售费用率对次新股择股的有效性凸显，销售费用率最高的两组次新股获胜概率合计67%。同样统计2018-2020年共9个时间区间次新股收益表现，销售费用率最高组次新股获胜概率22.2%，次高组获胜概率44.4%，即销售费用率最高的两组次新股获胜概率合计67%。同时高销售费率组次新股收益率均值明显更高，五档样本收益率均值分别：6.0%、6.6%、2.6%、2.0%、3.8%。

图18：高销售费用率组次新股显著跑赢其他组



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 19：2010 年以来销售费用率不同档样本回测结果

		涨跌幅均值（%）				
		销售费用率最高档	销售费用率次高档	销售费用率第三档	销售费用率第四档	销售费用率第五档
2010/4/30		5.3	8.5	8.6	5.4	20.2
2010/8/31		11.7	10.2	10.3	13.1	12.1
2010/10/30		-6.3	-8.9	2.9	-9.1	-9.8
2011/4/30		-0.7	3.9	-5.6	-4.1	-2.7
2011/8/31		-7.0	-11.0	-10.1	-10.2	-9.5
2011/10/30		-9.6	-13.4	-14.5	-13.2	-15.5
2012/4/30		-6.9	-3.2	-5.9	-2.7	-3.3
2012/8/31		-0.2	-0.6	-0.5	-2.0	-0.5
2012/10/30		12.2	7.3	13.9	9.6	11.8
2013/4/30		17.6	22.7	18.4	20.4	20.4
2013/8/31		11.3	5.4	7.0	7.2	6.6
2013/10/30		3.0	19.0	19.0	17.9	16.4
2014/4/30		18.3	27.8	27.0	33.5	30.5
2014/8/31		11.0	23.2	15.8	14.9	15.1
2014/10/30		63.2	61.6	75.6	83.4	75.2
2015/4/30		-20.2	-19.0	-22.7	-23.5	-18.4
2015/8/31		15.4	22.5	14.1	18.1	29.1
2015/10/30		-0.6	5.4	-1.4	-4.1	9.1
2016/4/30		8.6	15.8	13.8	13.0	11.9
2016/8/31		1.1	4.7	2.7	2.4	3.7
2016/10/30		-7.2	-16.1	-12.9	-15.0	-14.7
2017/4/30		-0.3	-7.9	-2.6	-6.5	-6.4
2017/8/31		2.5	1.2	-0.5	-0.6	0.4
2017/10/30		-11.3	-17.6	-19.1	-19.7	-21.6
2018/4/30		-13.9	-18.5	-19.0	-17.5	-17.0
2018/8/31		-13.1	-12.5	-11.5	-10.8	-12.7
2018/10/30		31.6	32.3	30.2	27.6	20.2
2019/4/30		-1.1	0.0	-0.3	1.7	5.0
2019/8/31		3.7	6.0	4.2	2.6	2.0
2019/10/30		13.2	14.4	7.4	2.2	5.3
2020/4/30		44.9	44.7	32.4	29.1	40.6
2020/8/31		-7.6	-6.1	-6.5	-2.8	0.6
2020/10/30		-3.8	-1.2	-13.5	-14.0	-10.2
2010-2020共33个时间区间	收益率第一概率（%）	30.3	27.3	9.1	15.2	18.2
	收益率均值（%）	5.0	6.1	4.8	4.4	5.9
2018-2020最近9个时间区间	收益率第一概率（%）	22.2	44.4	0.0	11.1	22.2
	收益率均值（%）	6.0	6.6	2.6	2.0	3.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 估值指标：小市值

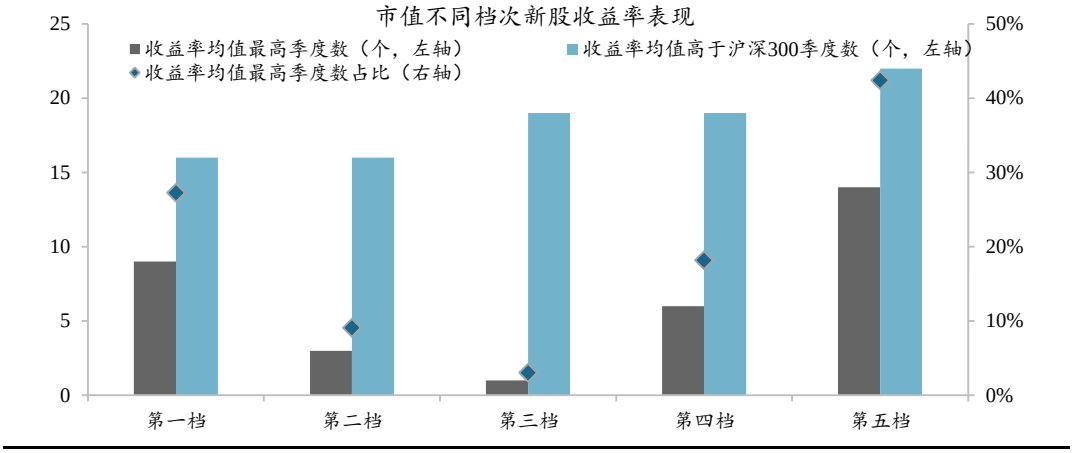
市值是次新股择股的关键指标，小市值公司弹性更大，次新股阶段小市值公司股价表现更优。同样计算 2010-2020 年共 33 段时间区间，市值最低组次新股共 14 次跑赢其他组次新股，占比 42%。对比同期沪深 300 表现，市值最低组次新股 22 次跑赢沪深 300，占比 67%。

近三年来看，市值对次新股择股的有效性凸显，最小市值组次新股获胜概率 44%。春节以来高位抱团股大幅回调，业绩优秀的小市值次新股或能提供新的择股思路。统计 2018-2020 年共 9 个时间区间次新股收益表现，最小市值组次新股获胜概率 44%。目前机构抱团股估值处历史高位，今年随着经济复苏，市场普遍担忧通胀上行引致货币政策收紧对高位抱团股造成下行压力，从春节以来市场表现可见一斑，20Q4 公募重仓股中，大于 1000 亿市值的个股春节以来收益率均值-8.6%，而小于 100 亿市值的个股收益率均值 5.8%。市场风格切换之下，业绩优秀的小市值次新股或将为投资者提供新的择股思

请务必阅读正文之后的免责声明部分

路。

图 20：小市值组次新股显著跑赢其他组



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：2010 年以来市值不同档样本回测结果

		涨跌幅均值（%）				
		市值最高档	市值次高档	市值第三档	市值第四档	市值第五档
2010/4/30		-2.6	9.6	9.0	15.1	11.8
2010/8/31		15.0	9.8	11.9	8.4	9.8
2010/10/30		-8.6	-7.9	-11.4	-7.4	4.1
2011/4/30		-3.2	-1.5	-0.6	2.1	-7.5
2011/8/31		-7.8	-13.0	-10.0	-7.5	-8.7
2011/10/30		-11.3	-13.2	-12.1	-13.7	-14.3
2012/4/30		-6.3	-4.6	-2.9	-6.1	-2.3
2012/8/31		0.3	-2.4	-1.1	-0.8	0.4
2012/10/30		12.7	14.1	11.5	6.1	10.4
2013/4/30		14.7	14.3	20.7	17.0	29.0
2013/8/31		7.4	4.5	9.0	6.0	11.4
2013/10/30		0.0	7.1	13.1	24.7	28.1
2014/4/30		13.9	23.0	29.4	35.7	33.2
2014/8/31		11.6	13.7	14.3	16.0	24.8
2014/10/30		80.9	65.1	65.2	59.0	87.5
2015/4/30		-20.8	-24.3	-23.8	-18.5	-19.9
2015/8/31		6.2	16.0	28.1	22.1	22.7
2015/10/30		-11.4	-15.3	-1.8	20.3	10.5
2016/4/30		4.2	10.6	11.8	16.0	18.5
2016/8/31		-0.3	-0.7	5.0	2.9	6.6
2016/10/30		-10.1	-14.7	-13.8	-13.8	-13.3
2017/4/30		1.3	-4.0	-6.6	-5.8	-6.9
2017/8/31		3.3	-0.4	-0.7	1.3	-1.2
2017/10/30		-8.8	-16.7	-21.5	-21.9	-20.8
2018/4/30		-14.7	-18.1	-18.4	-16.1	-18.3
2018/8/31		-13.1	-16.3	-12.5	-9.6	-6.8
2018/10/30		32.3	23.0	27.3	29.2	30.7
2019/4/30		0.7	-0.9	0.5	1.2	1.9
2019/8/31		2.7	3.3	3.7	4.2	4.4
2019/10/30		12.6	14.1	7.4	5.3	1.4
2020/4/30		31.4	44.4	35.7	37.2	39.0
2020/8/31		-3.8	-9.6	-11.1	-2.3	2.1
2020/10/30		3.4	1.0	-12.6	-18.1	-16.2
2010-2020共33个时间区间	收益率第一概率（%）	27.3	9.1	3.0	18.2	42.4
	收益率均值（%）	4.0	3.3	4.3	5.7	7.6
2018-2020最近9个时间区间	收益率第一概率（%）	33.3	22.2	0.0	0.0	44.4
	收益率均值（%）	5.7	4.5	2.2	3.4	4.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 筛选次新股股票池

本文侧重于数据挖掘、模型回测，从业绩、估值以及机构行为三个角度寻找决定次新股表现的关键因子。本节我们根据前文分析所得出的次新股择股的关键指标筛选出2018年以来上市的优质次新股股票池。

筛选标准：筛选2018年以来上市已满一年未满三年的次新股共314只（截至20210303），分别按照20Q3的ROE、净利润增速、毛利率、销售费用率排序取各指标最高的前40%个股，再按照2021/3/5的市值筛选出市值小于200亿元的个股。将这5组个股进行重合匹配，结合行业分析师意见，共筛选出20只优质次新股，详见表1。

表1：20支可能跑出超额收益的次新股（财务指标数据截至20Q3，市值和PE数据为2021/03/25）

股票代码	股票简称	所属行业	上市日期	ROE（%）	净利润增速（%）	总市值（亿元）	PE（倍，TTM）	主营业务
300785.SZ	值得买	互联网传媒	2019-07-15	11	38	74	48	互联网服务
603530.SH	神马电力	高低压设备	2019-08-05	10	37	80	51	输电设备
688181.SH	八亿时空	光学光电子	2020-01-06	8	50	53	31	半导体材料
688019.SH	安集科技	半导体	2019-07-22	12	145	104	68	超硬材料
688026.SH	洁特生物	塑料	2020-01-22	22	195	59	45	高分子聚合物
300767.SZ	震安科技	橡胶	2019-03-29	14	109	110	67	重型建筑工程机械
300813.SZ	泰林生物	专用设备	2020-01-14	10	29	22	53	电子测量仪器
603662.SH	柯力传感	仪器仪表	2019-08-06	9	20	43	21	电子元器件
002960.SZ	青鸟消防	专用设备	2019-08-09	11	20	107	25	监控器材系统
603666.SH	亿嘉和	通用机械	2018-06-12	13	30	119	41	智能商用设备
002975.SZ	博杰股份	专用设备	2020-02-05	33	131	113	35	专用设备与零部件
002970.SZ	锐明技术	计算机设备	2019-12-17	10	22	89	38	行业专用软件
688098.SH	申联生物	动物保健	2019-10-28	10	78	58	46	疫苗
002940.SZ	昂利康	化学制药	2018-10-23	13	37	35	22	抗感染制剂
002932.SZ	明德生物	医疗器械	2018-07-10	45	696	45	13	生物诊断试剂
300765.SZ	新诺威	化学制药	2019-03-22	10	21	75	25	保健食品
688399.SH	硕世生物	医疗器械	2019-12-05	48	1069	88	11	生物诊断试剂
688389.SH	普门科技	医疗器械	2019-11-05	9	41	105	73	生物诊断试剂
688278.SH	特宝生物	生物制品	2020-01-17	10	81	132	113	专科用制剂
688357.SH	建龙微纳	新材料	2019-12-04	10	36	41	32	无机化工原料

数据来源：Wind，东吴证券研究所，次新股股票池按照客观指标标准筛选，不代表投资建议

4. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；受市场风格变化影响不同指标有效性会有偏差；历史经验不代表未来；次新股股票池按客观指标筛选，不代表投资建议。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn