2021 年 02 月 10 日

掘金注册制 IPO 红利系列：次新股呈现三大特征

——中小盘 IPO 专题

中小盘研究团队

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● 注册制下 IPO 红利：打新、次新股以及存量市场

2014 年以来，A 股 IPO 持续升温，虽然经历了 2018 年的短暂退潮，但 2019 年以来的注册制改革迅速推动 IPO 继续扩容。2020 年 A 股 IPO 公司数达 396 家，合计募资 4699.6 亿元，相比 2014 年的 124 家和 666.3 亿元显著扩容。其中，2020 年科创板募资额占比 47.4%，创业板（注册制）占比 4.94%，注册制板块已成 IPO 主力。新股研究不仅局限于打新的系统性机会（详见我们 2020 年 11 月 25 日的专题报告《注册制将全面铺开，打新红利继续》），我们同样关注次新股投资以及 IPO 持续扩容对存量市场可能带来的深远影响。其中就次新股而言，其在上市初期以及中长期呈现出三个显著的特征，为次新股投资提供了一定的指导作用。

● 特征一：新股上市前业绩表现优异，市值等因素而非基本面主导上市初期股价

统计数据显示，新股上市前几年业绩往往比较优异。例如 2014-2020 年，新股上市前三年的平均毛利率/净利率/ROE 分别为 38.1%/16.1%/23.3%，而同期存量 A 股的对应数据为 19.4%/8.8%/10.6%。由于上市初期市场对新股基本面的判断往往以其历史业绩为锚，因此大部分新股优异的历史业绩使得基本面不是短期股价主要影响因素。而市值小、筹码分散以及估值低的新股更受交易型资金的青睐。2020 年上市新股中，开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）在前 20%的公司平均首发流通市值仅 17.54 亿元，平均网上中签率为 0.0287%，涨幅后 20%的新股这一数据分别为 25.21 亿元和 0.0384%。从注册制新股的经验看，上市初期涨幅靠前的新股估值往往更低。上市首日涨幅前 20%和后 20%新股的首发 PE 分别为 39.17 倍和 50.40 倍。而在开板日或上市首日后一个月的期间内，上述规律同样适用。

● 特征二：新股上市后业绩快速分化，中长期股价回归基本面主导

统计数据显示，大多数新股上市当年业绩增速便大幅放缓，因此在经历上市初期由交易层面推动的普涨后，中长期新股股价迅速回归基本面主导。以 2020 年上市新股为例，开板日或上市首日后 12 个月内涨幅前 20%的次新股平均毛利率/净利率/ROE 分别为 46.08%/13.46%/32.27%，上市前三年营收 CAGR/利润 CAGR 分别为 34.91%/54.54%。而涨幅后 20%新股的平均毛利率/净利率/ROE 为 41.28%/13.00%/13.84%，上市前三年营收 CAGR/利润 CAGR 为 25.51%/21.72%。

● 特征三：资金加速向头部次新集中，注册制下不同质地公司估值分化或加速

中长期看，与存量市场相同，次新股板块中资金也加速向大盘股集中。2014 年上市的新股中，首发市值前 10%的公司年成交总额占同年所有上市新股的 13.1%，市值后 50%的公司占比达 41.4%。而 2020 年，市值前 10%和后 50%新股这一比例分别为 28.9%和 32.9%，差距显著缩小。在注册制更高效的定价效率下，资金对龙头股的偏好加速了不同质地新股估值的分化。借鉴美股的经验，流动性的高度集中将使得头部次新的市场表现远优于尾部次新。2020 年上市美股中，首发市值前 10%的公司平均年涨幅为 75.2%，后 50%新股年平均涨幅仅 6.5%。

● 风险提示：流动性风险、政策变动风险、市场剧烈波动风险等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批华康股份和菱电电控等值得关注（2021 批次 03、04）》-2021.1.31

《中小盘 IPO 专题-次新股说：A 股首例分拆上市生益电子 IPO 获科创板注册（2021 批次 01、02）》-2021.1.16

《中小盘 IPO 专题-股权融资大时代，密切关注解禁节奏》-2021.1.3

目 录

1、 注册制下 IPO 扩容，次新股在二级市场重要性持续提升 4
2、 特征一：新股上市前业绩表现优异，市值等因素而非基本面主导上市初期股价 5
2.1、 新股上市前整体业绩表现优异，上市初期股价与基本面相关性低 5
2.2、 新股筹码分散，上市初期小市值新股股价表现更好 7
2.3、 从注册制板块经验看，低估值亦能助推新股上市表现 9
3、 特征二：新股上市后业绩快速分化，中长期股价回归基本面主导 10
3.1、 新股上市当年业绩开始显著分化，并提前在股价走势中充分反映 10
3.2、 中长期维度看，次新股股价回归基本面主导 12
4、 特征三：资金加速向头部次新集中，注册制下不同质地公司估值分化或加速 13
5、 风险提示 15

图表目录

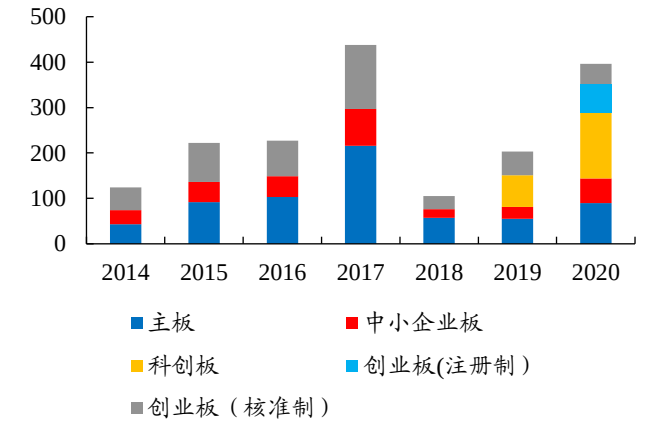
图 1: 近年来 A 股 IPO 公司数显著增加（家） 4
图 2: 单个公司 IPO 募资额整体有所上升（亿元） 4
图 3: 注册制推动 A 股 IPO 募资额大幅提升（亿元） 4
图 4: IPO 募资额占 A 股成交额比重持续提升 4
图 5: 次新股成交额占 A 股成交额比重提升 5
图 6: 新股上市前三年盈利能力显著高于存量 A 股 6
图 7: 新股上市前三年营收平均增速高于存量 A 股 6
图 8: 新股上市前三年利润平均增速高于存量 A 股 6
图 9: 新股开板涨幅/首日涨幅与盈利能力相关性低 7
图 10: 新股开板涨幅/首日涨幅与成长能力相关性低 7
图 11: 新股开板日/首日后一个月内涨幅与盈利能力相关性低 7
图 12: 新股开板日/首日后一个月内涨幅与成长性相关性低 7
图 13: 新股的股东户数更多（万户） 8
图 14: 新股的户均持股比例更低（‰） 8
图 15: 小市值新股开板涨幅/首日涨幅显著更高 8
图 16: 筹码分散的新股开板涨幅/首日涨幅显著更高 8
图 17: 小市值新股开板日/首日后一个月内涨幅显著更高 9
图 18: 筹码分散的新股开板日/首日后一个月内涨幅显著更高 9
图 19: 首日涨幅靠前的新股具有更低的首发 PE 9
图 20: 上市满月涨幅靠前的新股具有更低的首发 PE 9
图 21: 2020 年开板/上市首日涨幅前 10 大及后 10 大股票一览 10
图 22: 2020 年开板/上市首日后 1 个月内涨幅前 10 大及后 10 大股票一览 10
图 23: 大部分新股上市后营收增速放缓 11
图 24: 大部分新股上市后利润增速放缓 11
图 25: 新股开板/上市首日后 12 个月股价走势显著分化 12
图 26: 新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市前盈利能力正相关 13
图 27: 新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市前成长能力正相关 13
图 28: 新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市当年盈利能力显著正相关 13
图 29: 新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市当年成长能力显著正相关 13
图 30: 资金加速向龙头次新股集中 14

图 31: 美股市场资金向头部新股集中的趋势更为极致 14
图 32: 科创板新股上市后估值快速分化 14
图 33: 创业板新股上市后估值快速分化 14
图 34: 美股头部次新股市场表现远优于尾部 15

1、 注册制下 IPO 扩容，次新股在二级市场重要性持续提升

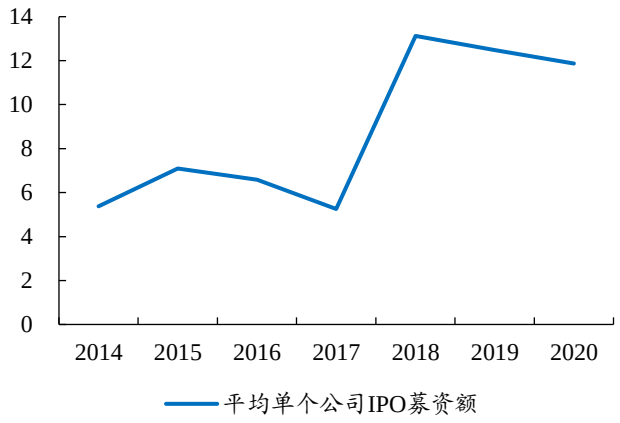
A 股历史上曾经历 9 次 IPO 暂停，其中始于 2012 年的 IPO 暂停持续时间最长，逾 14 个月。2014 年 A 股 IPO 重启后，虽然在 2015 年再次经历了 4 个月的暂停，但上市热潮仍然持续升温，并在 2017 年创下单年上市 438 家的高点。在经历 2018 年的短暂退潮后，注册制迅速推动 IPO 重新扩容。2020 年，A 股 IPO 公司数达 396 家，其中科创板和创业板(注册制)分别有 145 和 63 家，可见注册制板块已成上市主力。与此同时，单个公司首发上市募资额则持续提升，2020 年平均单个公司 IPO 募资额为 11.9 亿元，而 2014 年仅 5.4 亿元。

图1：近年来 A 股 IPO 公司数显著增加（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

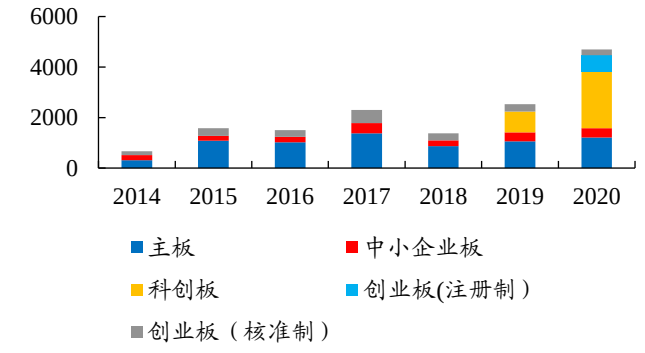
图2：单个公司 IPO 募资额整体有所上升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

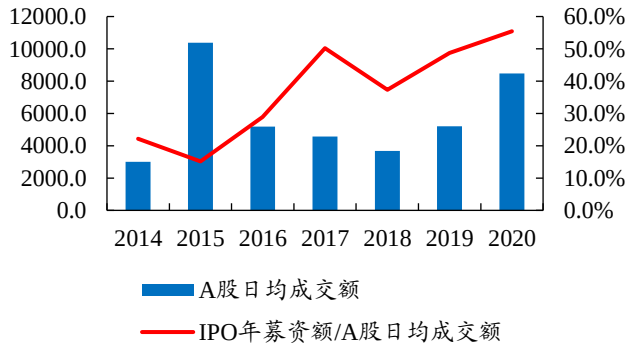
从流动性层面看，IPO 募资额的大幅扩容对二级市场影响持续提升。在上市公司数和单公司募资额共同提升的推动下，2020 年 A 股 IPO 募资额达到 4699.6 亿元，创 2014 年以来新高。其中科创板募资额 2226.2 亿元，占比 47.4%，注册制创业板募资额 232.6 亿元，占比 4.94%。虽然近年来 A 股流动性持续提升（2020 年日均成交额达 8478.1 亿元，较 2014 年增加 5467.0 亿元），但 IPO 的更快速扩张使得新股在二级市场的重要性持续提升。2015 年 IPO 募资额占 A 股日均成交额的 15.2%，而 2020 年已达 55.4%。另外，2020 年上市新股合计成交额达 10.28 万亿元，占当年 A 股总成交额 5%，而 2014 年这一比例仅 2.6%。随着注册制在 A 股的全面推开，IPO 扩容将是 A 股在未来较长时间内的重要主题，其对二级市场的影响也将继续提升。

图3：注册制推动 A 股 IPO 募资额大幅提升（亿元）



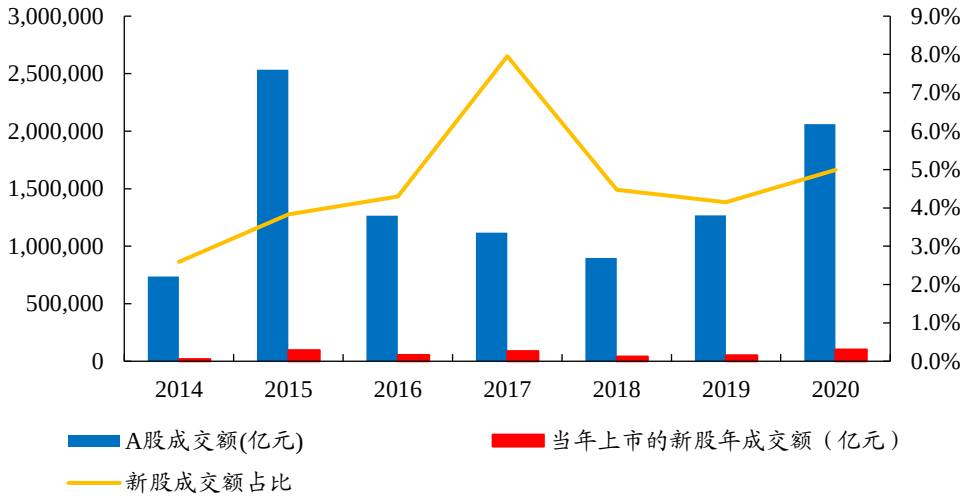
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：IPO 募资额占 A 股成交额比重持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：次新股成交额占 A 股成交额比重提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

IPO 的持续扩容从多维度创造了新的投资机会：（1）询价制度大幅向网下倾斜，为机构投资者带来系统性打新红利（详见我们 2020 年 11 月 25 日的专题报告《注册制将全面铺开，打新红利继续》等）；（2）大量新股的上市为存量市场注入了新的活力，其中不乏优质的次新股投资标的；（3）从流动性层面，次新股板块已成为二级市场中越来越重要的组成部分，因此其对存量市场的投资也表现出日益重要的指引作用。总之，在由注册制推动的 IPO 持续扩容大背景下，新股研究的重要性得到前所未有的彰显，而**本篇报告则专注于其中的次新股个股投资机会研究**。

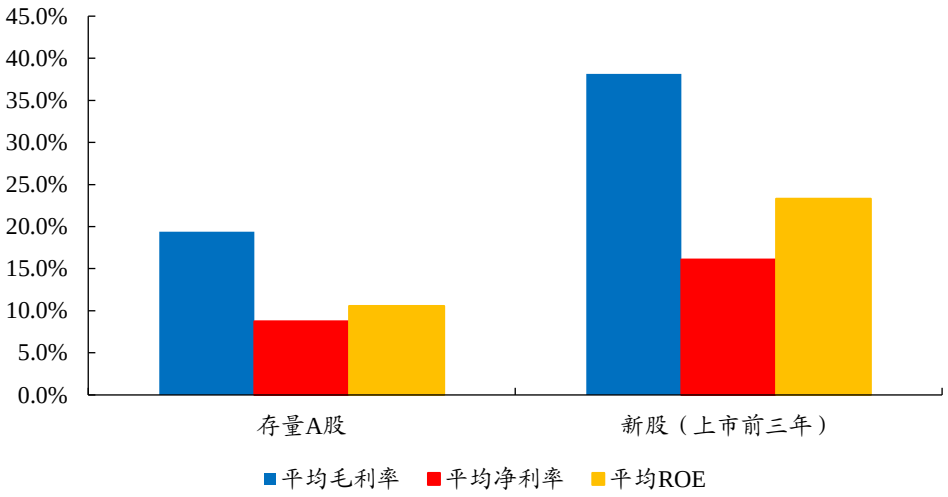
2、 特征一：新股上市前业绩表现优异，市值等因素而非基本面主导上市初期股价

由于市场对大部分新股的了解较为局限，因此对新上市公司基本面判断往往以其历史业绩为锚。而统计数据显示，大部分新股均表现出优异的历史业绩，这使得市值大小、筹码结构以及估值水平等指标而不是基本面成为新股上市初期股价的主要影响因素。

2.1、 新股上市前整体业绩表现优异，上市初期股价与基本面相关性低

从新股上市前几年的财务数据看，其业绩表现明显优于存量市场。我们以 2014-2020 年间上市的新股作为样本进行统计，结果显示，这些新股上市前三年的平均毛利率和净利率分别为 38.1%和 16.1%，ROE 为 23.3%。相比之下，同期存量 A 股的平均毛利率和净利率分别为 19.4%和 8.8%，平均 ROE 仅 10.6%。可见，新股上市前的盈利能力显著高于存量 A 股。

图6：新股上市前三年盈利能力显著高于存量 A 股

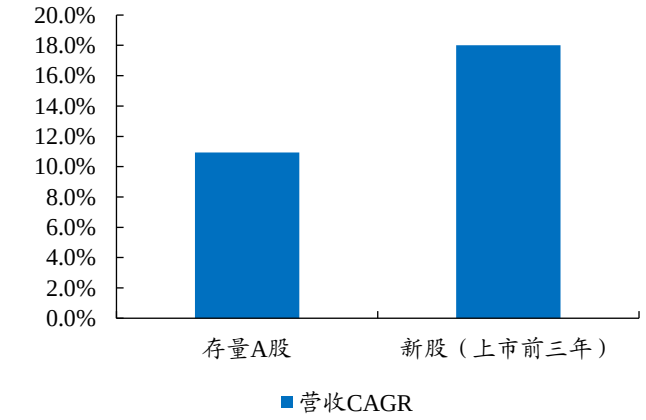


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：存量 A 股和新股指 2014-2020 年间已上市和新上市公司

成长性方面，新股上市前的表现同样明显优于存量 A 股。2014-2020 年，A 股新上市公司在上市前三年的收入和利润 CAGR 均值分别为 18.0%和 25.1%。而相比之下，同期已上市 A 股整体营收和利润 CAGR 分别仅 10.9%和 8.8%。

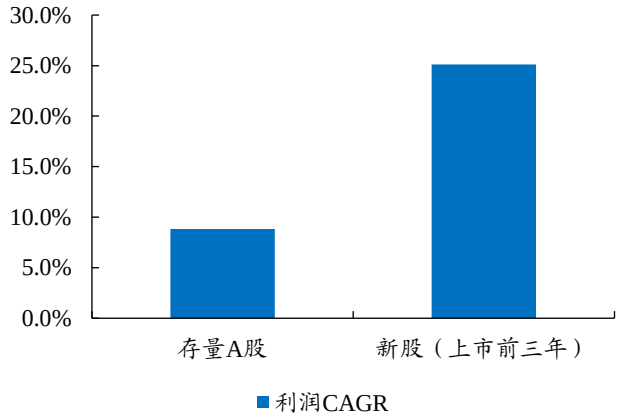
图7：新股上市前三年营收平均增速高于存量 A 股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：存量 A 股和新股指 2014-2020 年间已上市和新上市公司

图8：新股上市前三年利润平均增速高于存量 A 股



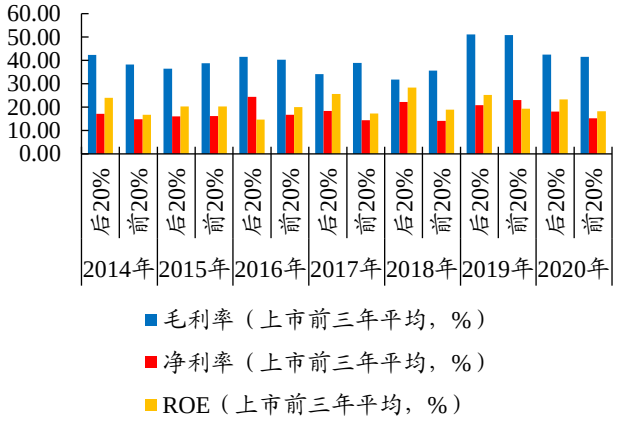
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：存量 A 股和新股指 2014-2020 年间已上市和新上市公司

由于市场对大部分新股的了解较为局限，因此对新上市公司基本面判断往往以其历史业绩为锚。而如前所述，大部分新股均表现出优异的历史业绩，这使得基本面不是新股上市初期股价的主要考虑因素。下图 9-10 以各年度开板涨幅（核准制）或首日涨幅（注册制）居前 20%和后 20%的次新股为样本，展示其涨幅与不同盈利能力指标和成长能力指标的关系。以 2020 年上市新股为例，2020 年开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）在前 20%的新股平均涨幅高达 452.5%，后 20%则只有 68.6%。但是，2020 年涨幅前 20%的新股平均毛利率/净利率/ROE 分别为 41.55%/15.16%/18.18%，反而低于涨幅后 20%新股的 42.54%/18.10%/23.36%。成长性方面，2020 年涨幅前 20%的新股在上市前三年整体营收 CAGR 和利润 CAGR 为 22.11%和 31.97%，同样没有明显高于涨幅后 20%的 24.99%和 31.82%。**而从我们统**

计的 2014 至 2020 年期间数据看，各年度上市新股的开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）均没有表现出与盈利能力和成长能力的正相关性。

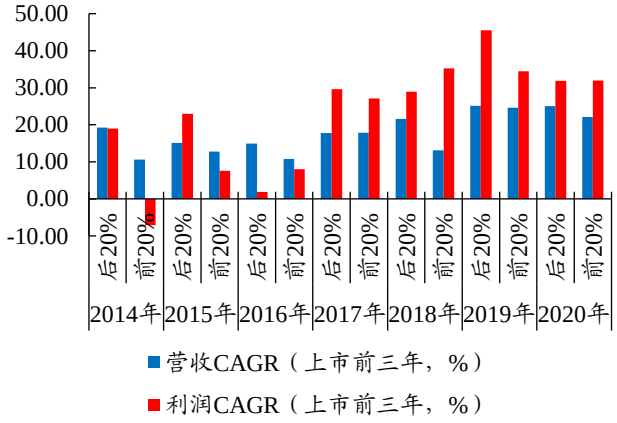
图9：新股开板涨幅/首日涨幅与盈利能力相关性低



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）

图10：新股开板涨幅/首日涨幅与成长能力相关性低

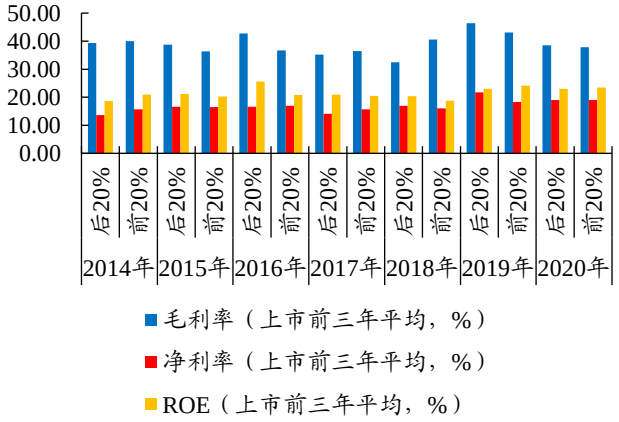


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）

若把投资期限略微拉长至新股开板日/上市首日后一个月，期间股价同样没有表现出和基本面显著的正相关性。下图 11-12 以各年度开板日/上市首日后一个月内涨幅居前 20%和后 20%的次新股为样本。仍以 2020 年上市新股为例，涨幅前 20%的新股平均毛利率/净利率/ROE 分别为 37.81%/18.97%/23.43%，涨幅后 20%的新股为 38.57%/19.05%/23.00%。成长性方面，2020 年涨幅前 20%的新股在上市前三年整体营收 CAGR 和利润 CAGR 为 29.05%和 35.41%，涨幅后 20%的新股这一数据分别为 29.18%和 36.99%。**可见，在新股开板/上市首日后一个月的期间内，次新股股价与基本面仍然没有显著的正相关性。**

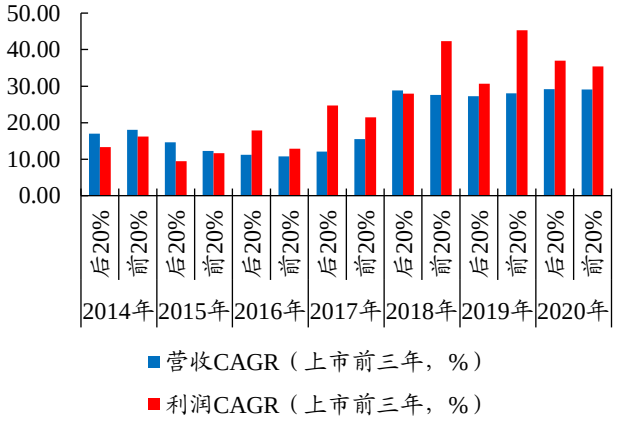
图11：新股开板日/首日后一个月内涨幅与盈利能力相关性低



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日后一个月内涨幅

图12：新股开板日/首日后一个月内涨幅与成长性相关性低



数据来源：Wind、开源证券研究所

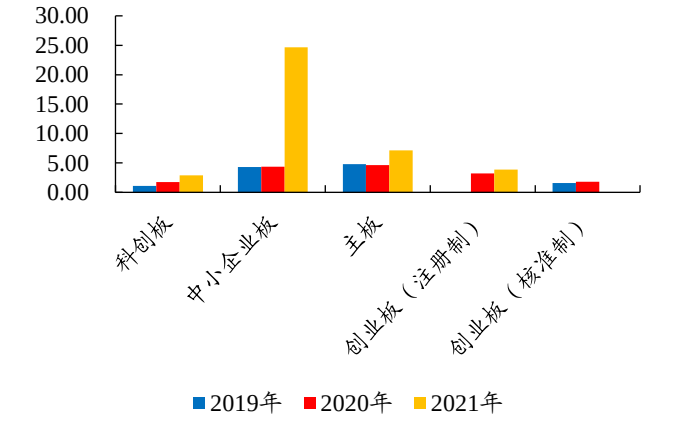
注：横轴表示新股开板日/上市首日后一个月内涨幅

2.2、 新股筹码分散，上市初期小市值新股股价表现更好

与存量市场相比，新股尤其是核准制新股的筹码更为分散。截至 2021 年 2 月 5 日，2019/2020/2021 年上市的新股平均拥有的股东数分别为 2.94/3.15/9.63 万户，户均持

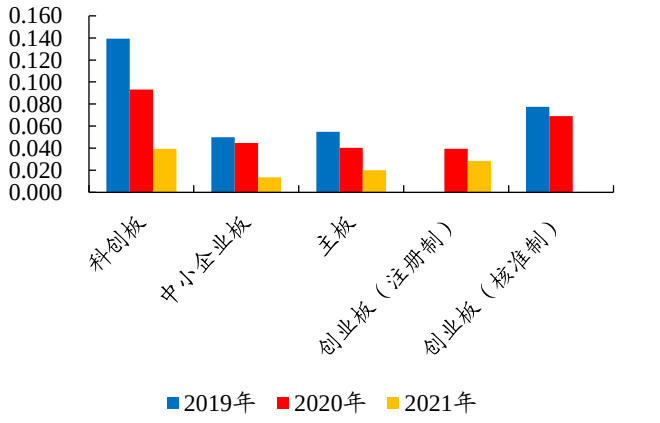
股数占流通股本的比例分别为 0.08‰/0.06‰/0.03‰。可见，新股上市初期筹码结构非常分散，尤其是对于仍然实行核准制的主板和中小板而言，由于开户门槛更低，参与 IPO 申购的投资者（尤其是个人投资者）更多，因此上市初期流通股分散在更多投资者手中。2021 年上市新股中，主板和中小板的户均持股比例（以流通股计）分别为 0.02‰/和 0.01‰，而实行注册制的科创板和创业板的户均持股比例（以流通股计）达 0.04‰和 0.03‰。

图13：新股的股东户数更多（万户）



数据来源：Wind、开源证券研究所

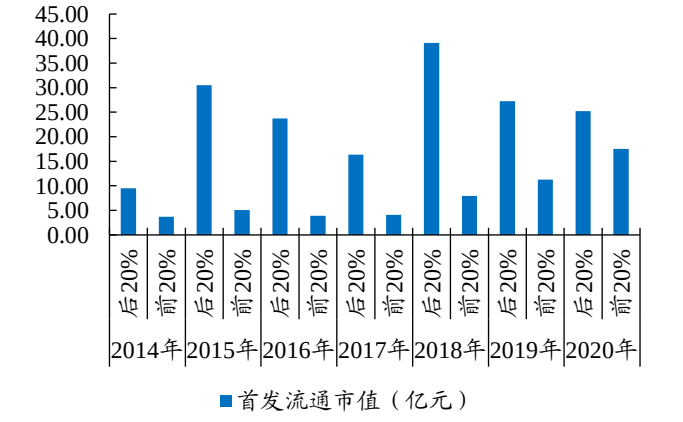
图14：新股的户均持股比例更低（‰）



数据来源：Wind、开源证券研究所

分散的筹码结构放大了交易层面因素的影响，小市值且持股分散的新股在上市初期股价表现显著更强。在当前 A 股新股询价机制下，参与网上申购的均为资金量较小的个人投资者，因此我们用网上申购中签率来衡量新股首发时的筹码集中度，中签率越低的新股意味着申购的投资者越多，首发的股份越分散。2020 年开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）在前 20%的新股平均首发市值仅 17.54 亿元，网上中签率平均为 0.0287%，涨幅后 20%的新股平均首发市值则为 25.21 亿元，网上中签率平均为 0.0384%。若从开板日/上市首日（不含）后一个月内期限看，涨幅前 20%的新股平均首发市值为 22.58 亿元，网上中签率平均为 0.0276%，涨幅后 20%的新股平均首发市值为 27.73 亿元，网上中签率平均为 0.0388‰。**可见，在上市初期，市值小且筹码分散的新股更适合“炒新”，其市场表现显著优于大市值新股。**

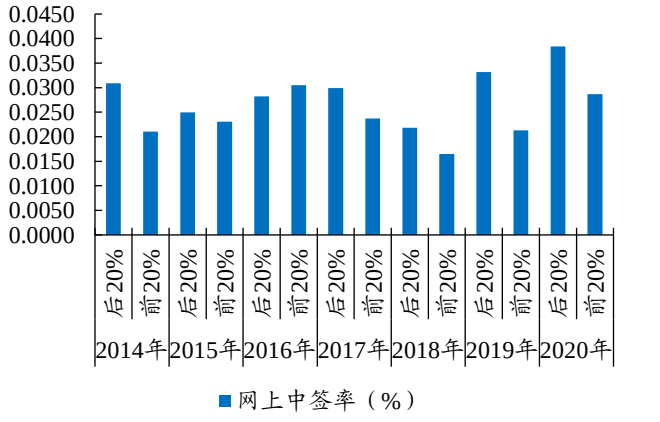
图15：小市值新股开板涨幅/首日涨幅显著更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）

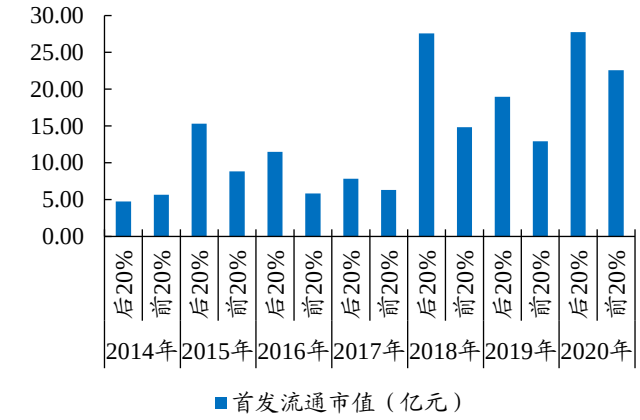
图16：筹码分散的新股开板涨幅/首日涨幅显著更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板涨幅（核准制）/首日涨幅（注册制）

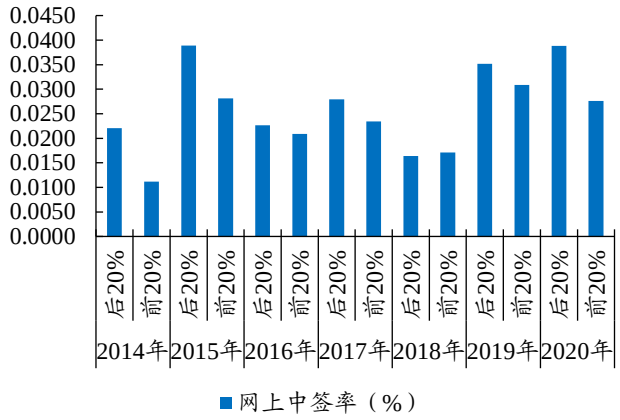
图17：小市值新股开板日/首日后一个月内涨幅显著更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后一个月内涨幅

图18：筹码分散的新股开板日/首日后一个月内涨幅显著更高



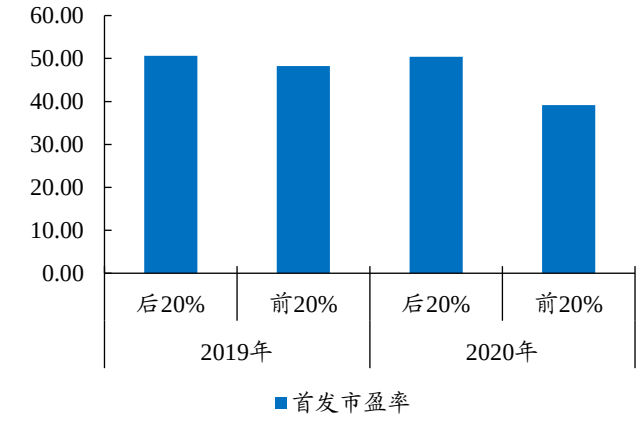
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后一个月内涨幅

2.3、 从注册制板块经验看，低估值亦能助推新股上市表现

从注册制新股的经验看，上市初期涨幅靠前的新股往往具有更低的首发估值。虽然核准制新股首发估值基本在 23 倍，但注册制新股首发估值由市场化的询价机制决定，因此后者可以用于研究新股估值与上市涨幅间的关系。2019 年首日涨幅在前 20%的注册制新股平均首发 PE 为 48.26 倍，涨幅后 20%的平均首发 PE 为 50.64 倍。2020 年首日涨幅前 20%和后 20%新股的首发 PE 分别为 39.17 倍和 50.40 倍。**可见，上市首日涨幅高的注册制新股往往具有更低的首发估值，这一规律在上市后一个月的期间内同样适用。**以 2020 年上市注册制新股为例，在首日后一个月内涨幅前 20%的新股，平均首发市盈率为 37.95 倍，涨幅后 20%的新股这一数据则为 40.75 倍。

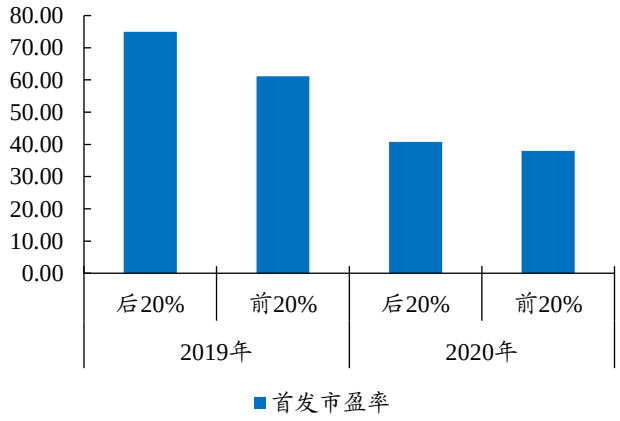
图19：首日涨幅靠前的新股具有更低的首发 PE



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股首日涨幅

图20：上市满月涨幅靠前的新股具有更低的首发 PE



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股上市首日后一个月内涨幅

图21：2020 年开板/上市首日涨幅前 10 大及后 10 大股票一览

证券代码	证券简称	上市日期	上市板	开板涨幅/上市首日涨幅	首发市值（亿元）	首发市盈率	户均流通股持股比例（‰）	上市前3年营收CAGR（%）	上市前3年利润CAGR（%）	上市前3年平均毛利率	上市前3年平均净利率	上市前3年平均ROE
603392.SH	万泰生物	2020-04-29	主板	1557.1%	37.9	23.0	0.022	11.9	12.1	71.7	21.1	18.8
603290.SH	斯达半导	2020-02-04	主板	1073.2%	20.4	23.0	0.024	37.4	84.7	30.2	14.5	23.0
605358.SH	立昂微	2020-09-11	主板	1072.4%	19.7	23.0	0.022	21.2	24.9	35.0	13.8	10.5
300869.SZ	康泰医学	2020-08-24	创业板(注册制)	1061.4%	40.8	59.7	0.028	-4.3	-1.7	48.2	18.5	15.4
688027.SH	国盾量子	2020-07-09	科创板	923.9%	28.9	197.0	0.056	4.3	-5.7	70.2	24.1	7.6
300846.SZ	首都在线	2020-07-01	创业板（核准制）	870.3%	13.9	23.0	0.010	26.9	27.7	33.0	9.1	11.1
605199.SH	葫芦娃	2020-07-10	主板	779.4%	20.8	23.0	0.023	38.9	52.7	57.3	7.6	17.7
300863.SZ	卡倍亿	2020-08-24	创业板(注册制)	743.3%	10.4	19.1	0.064	9.8	15.5	14.5	5.8	27.1
688055.SH	龙腾光电	2020-08-17	科创板	707.4%	40.7	38.4	0.006	-2.6	-2.6	27.2	12.7	22.6
300880.SZ	迦南智能	2020-09-01	创业板(注册制)	693.4%	13.0	18.4	0.027	24.3	35.5	26.2	12.3	26.6
688095.SH	福昕软件	2020-09-08	科创板	29.7%	114.8	191.4	0.070	27.8	9.7	93.3	15.4	16.5
605500.SH	森林包装	2020-12-22	主板	29.6%	37.9	23.0	0.018	2.5	42.9	18.5	9.3	30.0
603565.SH	中谷物流	2020-09-25	主板	29.6%	147.9	23.0	0.015	34.4	23.4	11.9	7.4	30.9
605178.SH	时空科技	2020-08-21	主板	29.6%	45.6	22.4	0.056	2.2	43.2	37.5	18.2	39.1
003027.SZ	同兴环保	2020-12-18	中小企业板	29.6%	34.8	23.0	0.020	8.9	142.3	40.6	21.8	34.2
003021.SZ	兆威机电	2020-12-04	中小企业板	29.6%	80.1	23.0	0.017	63.7	72.6	36.0	15.3	49.4
605155.SH	西大门	2020-12-31	主板	29.6%	20.3	23.0	0.030	9.7	21.3	39.3	19.6	21.9
688330.SH	宏力达	2020-10-15	科创板	23.0%	88.2	42.0	0.040	3.7	52.5	52.5	23.4	28.4
688065.SH	凯赛生物	2020-08-12	科创板	17.6%	556.1	120.7	0.041	27.3	48.8	43.9	25.3	16.7
688550.SH	瑞联新材	2020-09-02	科创板	11.8%	79.8	56.6	0.055	21.9	38.9	37.4	12.3	19.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020 年开板/上市首日后 1 个月内涨幅前 10 大及后 10 大股票一览

证券代码	证券简称	上市日期	上市板	开板/上市首日后1个月内涨幅	首发市值（亿元）	首发市盈率	户均流通股持股比例（‰）	上市前3年营收CAGR（%）	上市前3年利润CAGR（%）	上市前3年平均毛利率	上市前3年平均净利率	上市前3年平均ROE
300815.SZ	玉禾田	2020-01-23	创业板（核准制）	149.2%	40.9	23.0	0.014	32.4	42.5	71.7	21.1	18.8
002982.SZ	湘佳股份	2020-04-24	中小企业板	143.1%	30.2	13.3	0.019	19.6	63.3	30.2	14.5	23.0
688126.SH	沪硅产业-U	2020-04-20	科创板	115.9%	96.5	-	0.004	76.8	-1.0	35.0	13.8	10.5
002980.SZ	华盛昌	2020-04-15	中小企业板	99.9%	19.9	23.0	0.015	-2.2	-1.4	48.2	18.5	15.4
689009.SH	飞号公司-UWI	2020-10-29	科创板	84.4%	13.3	-	0.000	58.4	-196.5	70.2	24.1	7.6
601995.SH	中金公司	2020-11-02	主板	80.4%	1,389.3	33.9	0.004	30.0	32.5	33.0	9.1	11.1
688133.SH	泰坦科技	2020-10-30	科创板	71.4%	33.9	48.8	0.057	4.9	67.2	57.3	7.6	17.7
688365.SH	光云科技	2020-04-29	科创板	69.6%	43.3	61.8	0.042	21.5	64.5	14.5	5.8	27.1
605111.SH	新洁能	2020-09-28	主板	68.9%	20.1	23.0	0.031	22.3	39.7	27.2	12.7	22.6
300820.SZ	英杰电气	2020-02-13	创业板（核准制）	59.5%	21.3	19.0	0.032	36.5	47.6	26.2	12.3	26.6
003029.SZ	吉大正元	2020-12-24	中小企业板	-44.3%	20.3	23.0	0.011	2.3	27.3	93.3	15.4	16.5
688529.SH	豪森股份	2020-11-09	科创板	-44.5%	25.9	75.8	0.036			18.5	9.3	30.0
688500.SH	慧辰资讯	2020-07-16	科创板	-44.6%	25.4	41.8	0.058	8.9	56.8	11.9	7.4	30.9
605333.SH	沪光股份	2020-08-18	主板	-46.1%	21.3	23.0	0.023	8.6	0.2	37.5	18.2	39.1
300912.SZ	凯龙高科	2020-12-07	创业板(注册制)	-46.9%	19.7	37.2	0.032	2.4	37.9	40.6	21.8	34.2
688286.SH	敏芯股份	2020-08-10	科创板	-48.2%	33.3	65.5	0.067	58.0	119.5	36.0	15.3	49.4
688338.SH	赛科希德	2020-08-06	科创板	-48.9%	41.1	58.0	0.050	22.3	31.9	39.3	19.6	21.9
300879.SZ	大叶股份	2020-09-01	创业板(注册制)	-52.3%	16.9	22.5	0.023	23.5	4.2	52.5	23.4	28.4
300880.SZ	迦南智能	2020-09-01	创业板(注册制)	-53.3%	13.0	18.4	0.027	24.3	35.5	43.9	25.3	16.7
300881.SZ	盛德鑫泰	2020-09-01	创业板(注册制)	-53.6%	14.2	20.5	0.035	16.5	17.7	37.4	12.3	19.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 特征二：新股上市后业绩快速分化，中长期股价回归基本面主导

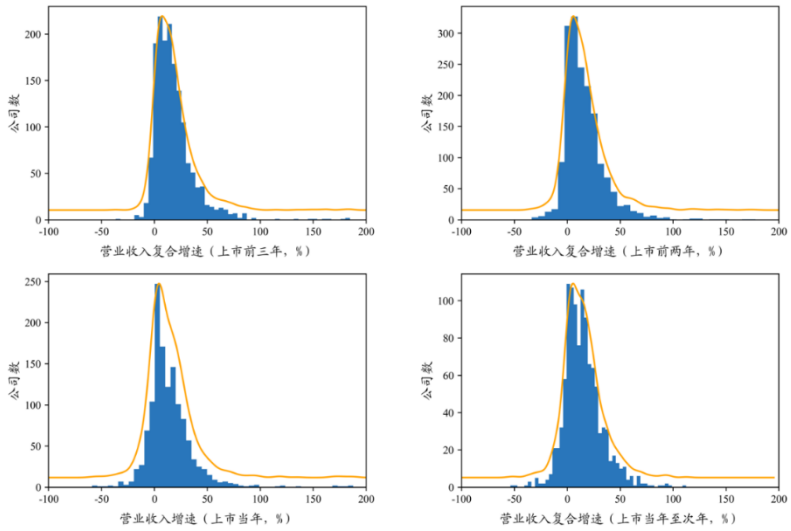
统计数据显示，大多数新股上市后业绩增速便大幅放缓。因此在经历上市初期由交易层面推动的普涨后，中长期新股股价迅速回归基本面主导。

3.1、 新股上市当年业绩开始显著分化，并提前在股价走势中充分反映

虽然新股上市前几年业绩表现优异，但上市当年开始，多数新股的业绩增速便明显放缓。2014-2020 年，A 股新上市公司在上市前三年的收入 CAGR 均值为 18.0%，上市前两年的收入 CAGR 均值 16.9%，而上市后收入增速则出现了快速下滑。相同样

本公司在上市当年收入增速均值为 14.2%，上市当年至次年收入复合增速为 14.9%。而**利润方面，新股上市前后的差异更加显著**。同样以上述公司为样本，其上市前三年和前两年利润 CAGR 均值分别为 25.1%和 29.9%，而在上市当年利润平均增速仅 11.3%，上市当年至次年的利润复合增速更是下滑到 6.5%。

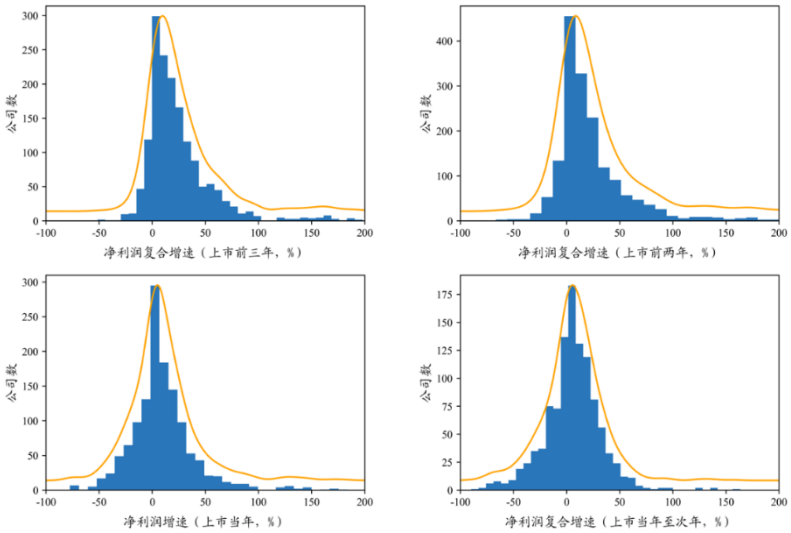
图23：大部分新股上市后营收增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2014-2020 年上市 A 股为样本

图24：大部分新股上市后利润增速放缓

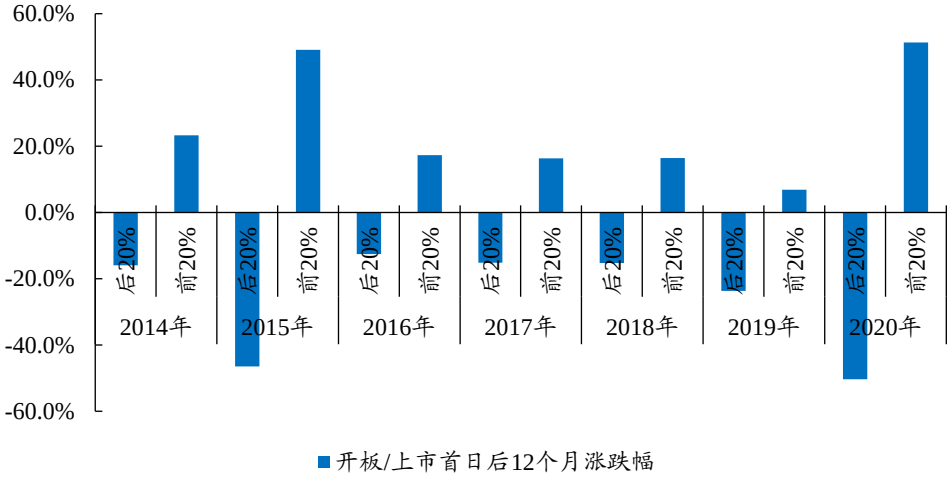


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2014-2020 年上市 A 股为样本

在经历上市初期的普涨后，次新股在上市一年内的股价走势也跟基本面一样出现显著的分化。从 2014-2020 年统计数据看，新股在开板/上市首日后 12 个月内股价大幅分化，涨幅前 20%的次新股在上市/首日后 12 个月内仍能获得明显的正收益，而后 20%次新股在此期间内均出现较大幅度的下跌。例如 2020 年涨幅前 20%/后 20%的新股在上市/首日后 12 个月内股价平均涨幅分别为 51.3%和-50.3%。下文将探讨中长期内次新股股价出现如此大分化的推动因素。

图25：新股开板/上市首日后 12 个月股价走势显著分化



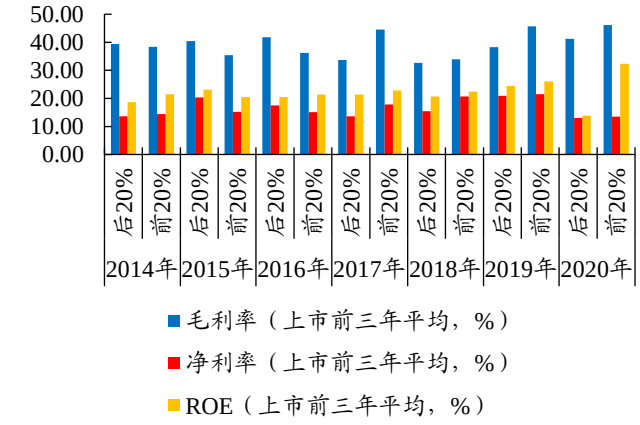
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后 12 个月内涨幅

3.2、 中长期维度看，次新股股价回归基本面主导

新股上市后业绩增速大幅放缓的可能性使得投资者在中长期更注重次新股基本面。而新股上市一段时间后，投资者对其了解程度也有所加深，有效市场往往能筛选出业绩含金量高的次新股，使其在中长期获得更好的市场表现。我们用新股开板（核准制）或上市首日（注册制）后 12 个月内股价走势来衡量次新股在经历上市初期普涨后的中长期表现。数据表明，次新股中长期股价走势与基本面高度正相关。以 2020 年为例，中长期涨幅前 20%的次新股毛利率/净利率/ROE 分别为 46.08%/13.46%/32.27%，盈利能力明显高于涨幅后 20%的 41.28%/13.00%/13.84%。成长性方面，中长期涨幅前 20%的次新股上市前三年营收 CAGR/利润 CAGR 分别为 34.91%/54.54%，涨幅后 20%的次新股对应数据则只有 25.51%/21.72%。**另外，图 28-29 显示出新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与其上市当年业绩增速具有更为显著的正相关性，我们认为这反映了在有效市场中，随着对新股了解程度的不断加深，专业投资者在新股交易中充分地体现了对新股真实成长性的判断和预期。**

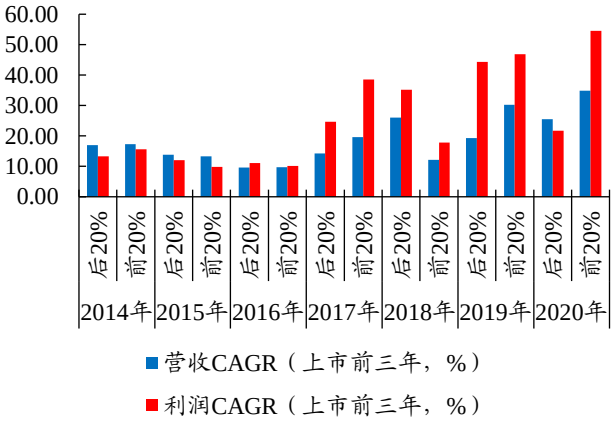
图26：新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市前盈利能力正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后 12 个月内涨幅

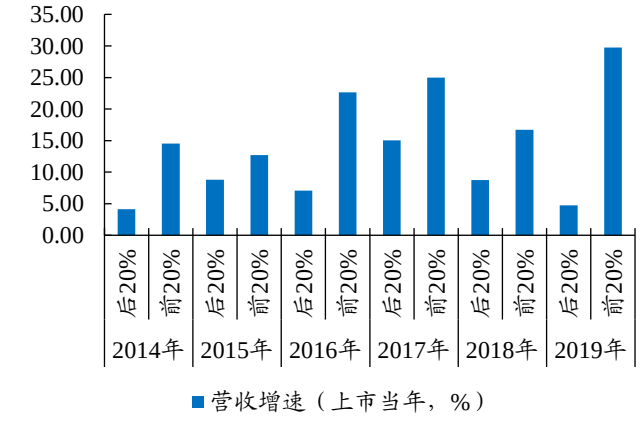
图27：新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市前成长能力正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后 12 个月内涨幅

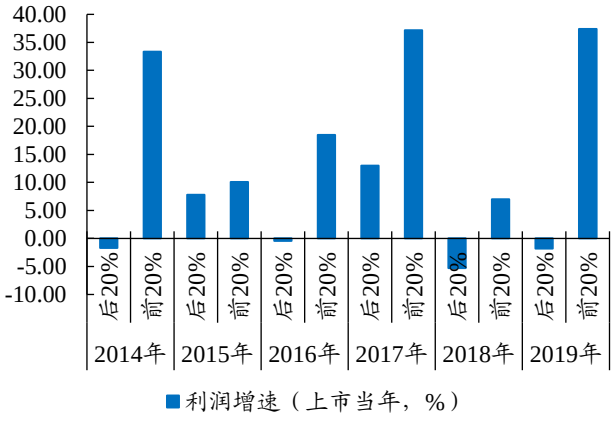
图28：新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市当年盈利能力显著正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后 12 个月内涨幅

图29：新股开板日/上市首日后 12 个月涨幅与上市当年成长能力显著正相关



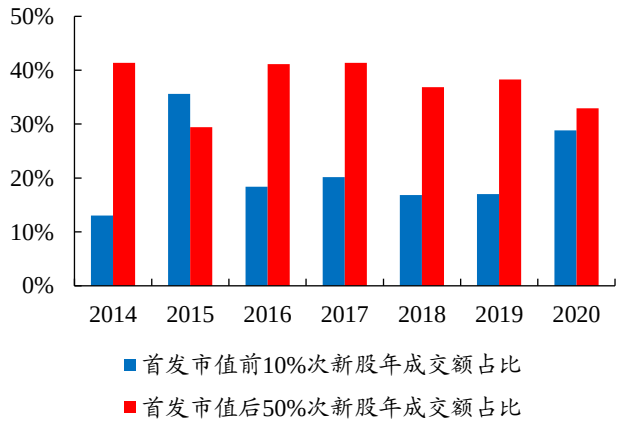
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴表示新股开板日/上市首日（不含）后 12 个月内涨幅

4、 特征三：资金加速向头部次新集中，注册制下不同质地公司估值分化或加速

中长期看，A 股新股还呈现出另一大特征，即与存量市场相同，资金加速向大盘股集中。根据我们的统计，2014 年上市的新股中，首发市值前 10%的公司年成交总额占同年所有上市新股的 13.1%，市值后 50%的公司年成交总额占比达 41.4%。而到 2020 年，市值前 10%的新股年成交总额占比达 28.9%，已逼近市值后 50%公司的 32.9%。可见，**在次新股板块，资金同样更偏好大市值龙头企业，且从美股的经验看，这一偏好仍将持续提升。**2020 年新上市的美股中，首发市值前 10%的公司合计成交额达 9567.8 亿美元，占当年所有上市新股总成交额的 75.0%，而市值后 50%新股合计成交额仅 907.1 亿元，占比 7.1%。可见，美股市场资金向头部新股集中的趋势发展得更为极致。

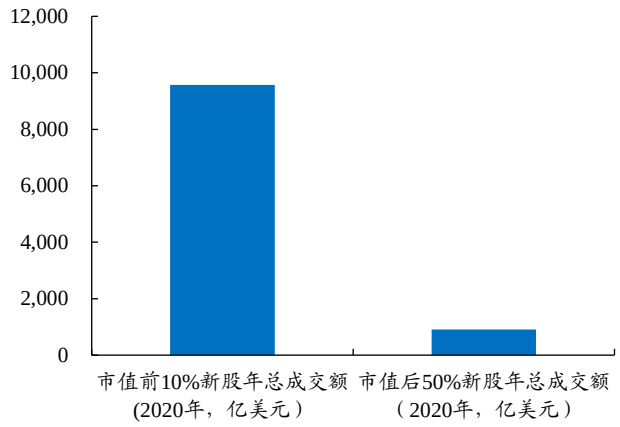
图30：资金加速向龙头次新股集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 A 股上市公司为样本

图31：美股市场资金向头部新股集中的趋势更为极致

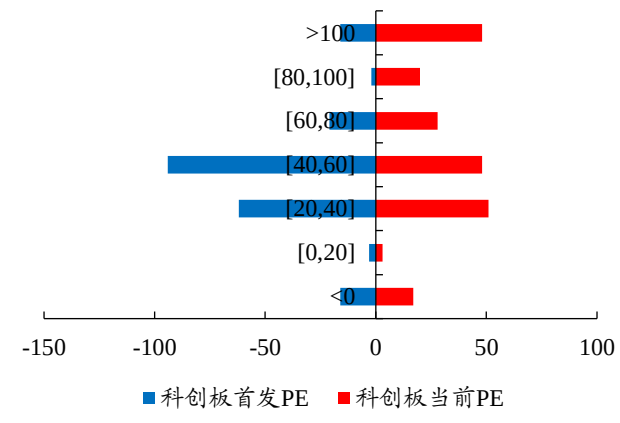


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2020 年上市美股为样本

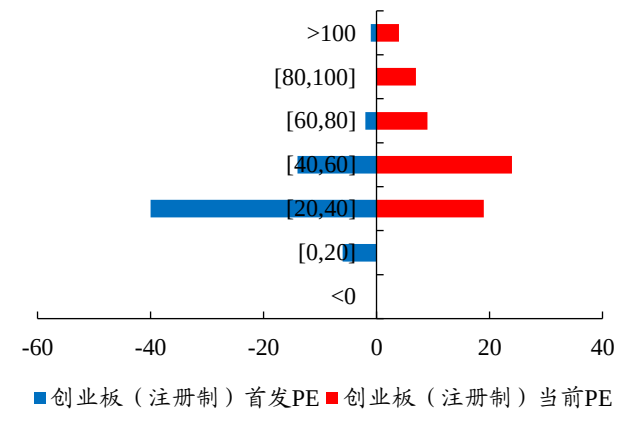
注册制板块对新股定价效率更高，资金对龙头股的偏好加速不同质地新股估值分化。注册制板块在新股发行定价方面更为市场化，上市前 5 个交易日无涨跌幅限制且平时涨跌幅上限提高至 20%，因此注册制新股在更短时间内便可被市场充分交易，板块对新股定价效率更高。科创板和创业板注册制推出以来，新股上市首日平均市盈率分别为 41.6 倍和 28.3 倍。虽然目前两个板块的次新股整体估值均随着股价的上涨而分别提升至 67.3 倍和 43.0 倍，但内部结构出现了明显的分化。具体来看，科创板首发市盈率分布高度集中，43.9%的已上市公司首发 PE 集中在 40-60 倍区间，另有 29.0%集中在 20-40 倍的区间。而上市后科创板公司估值水平快速分化，市盈率分布的标准差由首发的 47.5 提升至当前的 67.3，其中资金偏好的龙头公司估值抬升最为迅速。目前科创板已有 44.7%的公司 PE 高于 60 倍，其中 22.3%高于 100 倍。创业板（注册制）同样表现出这一趋势，首发上市时 63.5%的公司 PE 分布在 20-40 倍，而目前 60 倍以上占比已达 31.7%，市盈率分布标准差亦从上市首日的 12.6 提高到目前的 43.0。**在资金偏好大盘龙头股的鲜明风格下，更高效的定价意味着不同质地公司间估值的快速分化，从而在中长期强化优胜劣汰的新股市场环境。借鉴美股的经验，流动性的高度集中使得头部次新的市场表现远优于尾部次新。**以 2020 年上市美股为样本，首发市值前 10%新股当年平均涨幅为 75.2%，后 50%新股当年平均涨幅仅 6.5%。

图32：科创板新股上市后估值快速分化



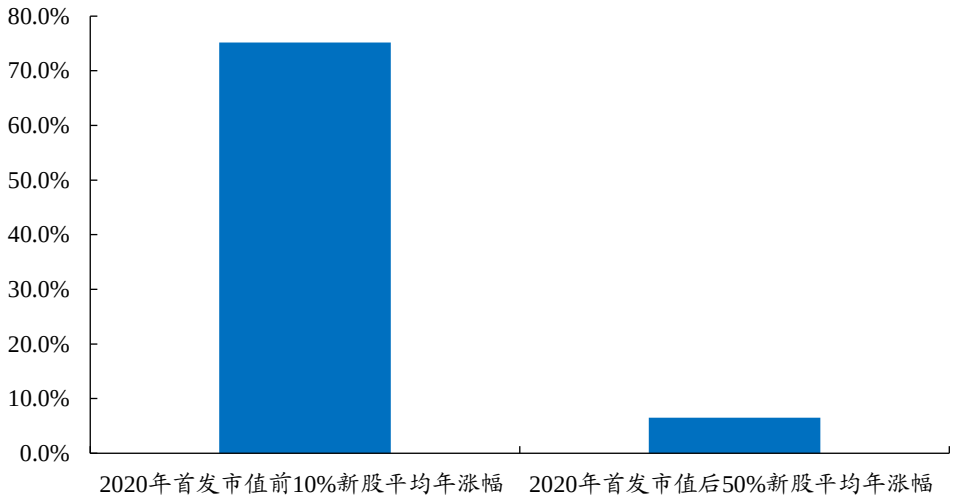
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：创业板新股上市后估值快速分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：美股头部次新股市场表现远优于尾部



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2020 年上市美股为样本

5、 风险提示

流动性风险、市场剧烈波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn