2020 年 11 月 25 日

中小盘研究团队

新股 2021 年度策略：注册制将全面铺开，打新红利继续

——中小盘 IPO 专题

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

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

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

● **注册制全面有序铺开，多层次资本市场体系进一步完善**

2020 年，我国资本市场改革成果丰硕：（1）IPO 发行上市效率显著提高，科创板/创业板（注册制）从受理到上市平均用时 228/78 天，显著低于主板/中小板/创业板（核准制）的 579/550/568 天；（2）注册制顺利在创业板落地，甚至进一步激发了市场活力。创业板（注册制）新股上市首日平均涨幅 301%，远高于科创板的 119%，以及主板和中小板的开板涨幅 120%和 110%；（3）优胜劣汰的市场环境有所加强，不同质地新股上市后估值水平快速分化。2021 年资本市场改革的重点将是“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。

● **注册制改革带来打新制度性红利，打新基金平均收益率超 40%**

截至 2020 年 11 月 20 日，科创板和创业板（注册制）已为 A/B/C 类投资者创造打新收益 9096/8752/7617 万元。科创板和创业板（注册制）丰厚的打新收益主要源自：（1）IPO 融资规模显著放大，注册制下创业板月均融资规模是核准制下的 5 倍；（2）询价环节大幅向机构投资者倾斜，A/B/C 类投资者中签率是核准制下 A 股的 4 倍、3 倍和 2 倍；（3）市场活力进一步激发，新股上市首日涨幅可观。对于以获取稳定打新收益为主要目标的打新基金，其年初至今平均收益率已达 40.1%，续创 2016 年以来新高，其中来自打新的收益率为 11.3%。由于创业板实施注册制以来，其打新收益不亚于科创板，因此沪深双边打新策略成最优选择，但也对产品规模提出了更高的要求。创业板实施注册制以来，2.5-3.5 亿元规模的产品平均打新收益率最高，为 2.2%，相比单边打新策略下的 1-1.2 亿元，最优产品规模显著提高。

● **2021 年注册制打新红利延续，3 亿规模 A/C 类产品打新收益率可达 9.0%/4.4%**

我们的 2021 年网下打新收益率预测模型中：（1）在注册制高效的审核效率以及提高资本市场直接融资比例的大背景下，全年 IPO 融资规模维持高位，科创板和创业板分别达 1200-2352 亿元和 1080-1848 亿元；（2）可观的打新收益吸引下，预计未来网下申购账户数将保持增长，使得中签率继续下滑，但仍将明显高于核准制，中性情形下科创板 A/C 类账户打新中签率为 0.037%/0.019%，创业板 A/C 类账户为 0.033%/0.015%；（3）注册制下市场活力的进一步激发以及首发估值中枢的下移保障上市首日涨幅，预计 2021 年科创板和创业板新股首日涨幅分别为 70%-90%和 80%-120%。根据上述假设，我们预计中性情形下，全年科创板和创业板 A 类账户打满收益分别为 1270 万元和 1429 万元，C 类账户打满收益分别为 645 万元和 662 万元。即不考虑注册制在主板和中小板全面推开的情况下，仅科创板和创业板打新便将为 3 亿规模的 A 类和 C 类产品创 9.0%和 4.4%的增强收益，注册制改革带来的网下打新红利仍将延续。

● **风险提示：**相关政策调整、市场剧烈波动等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批科兴制药和恒玄科技等值得关注（2020 批次 44、45）》-2020.11.22

《中小盘 IPO 专题-次新股说：蚂蚁集团暂缓上市，“建立常态化退市机制”写入“十四五”规划（2020 批次 40、41）》-2020.11.8

《中小盘 IPO 专题-次新股说：史上最大 IPO 蚂蚁集团来袭，打新最高获配近千万（2020 批次 40、41）》-2020.10.24

目 录

1、 注册制全面有序铺开，多层次资本市场体系进一步完善 4
1.1、 注册制下 IPO 发行上市效率显著提高，市场平稳过渡 4
1.2、 注册制上市门槛降低，优胜劣汰的市场环境有所强化 5
1.3、 多层次资本市场体系进一步完善，注册制有望全面铺开 6
2、 注册制改革带来打新制度性红利，打新基金平均收益率超 40% 8
2.1、 IPO 规模显著扩容，创业板注册制后融资规模扩大 4 倍 8
2.2、 机构参与打新热情持续升温，注册制新股中签率下降但仍数倍于核准制 9
2.3、 估值中枢下移推升上市涨幅，单账户打新收益超 9000 万元 10
2.4、 打新和底仓共同发力，打新基金平均收益率达 40.1% 11
3、 预计 IPO 融资规模保持高位，2021 年网下打新红利将延续 13
3.1、 IPO 储备项目充足，融资规模将保持高位 13
3.2、 中签率继续下降，上市首日涨幅有望维持较高水平 14
3.3、 2021 年网下打新红利仍将延续，收益值得期待 15
4、 风险提示 16

图表目录

图 1: 注册制下受理到上市时间显著缩短（天） 4
图 2: 注册制下上市公司数显著增加（家） 4
图 3: 注册制下创业板新股上市涨幅更高 5
图 4: 创业板注册制以来市场表现优于大部分主要股指 5
图 5: 注册制下创业板成交额明显放大（亿元） 5
图 6: 注册制下创业板日换手率明显提高（%） 5
图 7: 科创板公司上市后估值水平分化 6
图 8: 创业板（注册制）公司上市后估值水平分化 6
图 9: 科创板公司均属于战略新兴产业 6
图 10: 创业板（注册制）公司行业分布更广 6
图 11: 注册制下 IPO 融资规模明显提高（亿元） 9
图 12: 参与网下询价账户数持续增加（户） 9
图 13: 创业板（注册制）新股中签率呈下行趋势 9
图 14: 科创板新股中签率持续下降 10
图 15: 科创板首日涨幅与首发定价水平反向变动 10
图 16: 创业板首日涨幅与首发定价水平反向变动 10
图 17: 2020 年以来科创板网下打新收益可观 11
图 18: 创业板注册制以来网下打新收益可观 11
图 19: 2020 年以来核准制下网下打新收益明显低于注册制 11
图 20: 打新基金前十大重仓股中增配家电和新能源行业 12
图 21: 重仓次数最多的前 30 只股票所属行业依然集中 12
图 22: 80%以上的打新基金打新收益率高于 8% 12
图 23: 打新收益是打新基金收益的重要来源 12
图 24: 2020 年以来 1-1.2 亿元规模产品打新收益率最高 13
图 25: 创业板注册制以来 2.5-3.5 亿元规模产品打新收益率最高 13
图 26: 科创板和创业板 IPO 储备项目充足（家） 14

图 27: 科创板平均单只新股融资规模高于创业板（亿元）.....15
图 28: 2021 年中性情形下单账户打新收益预测.....16
图 29: 2021 年中性情形下单账户打新收益率预测.....16

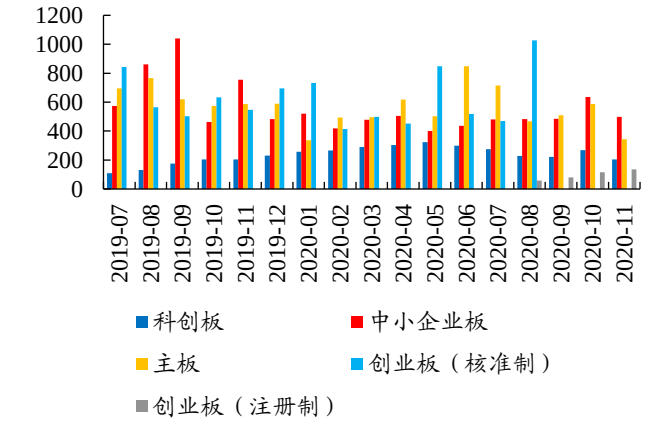
表 1: 多层次资本市场建设全面推进.....7
表 2: 科创板及创业板注册制改革后主要制度创新.....7
表 3: 中性情形下决定单个新股中签率的核心假设.....15
表 4: 不同情形下 A 类投资者网下打新收益率测算.....16
表 5: 不同情形下 C 类投资者网下打新收益率测算.....16

1、 注册制全面有序铺开，多层次资本市场体系进一步完善

1.1、 注册制下 IPO 发行上市效率显著提高，市场平稳过渡

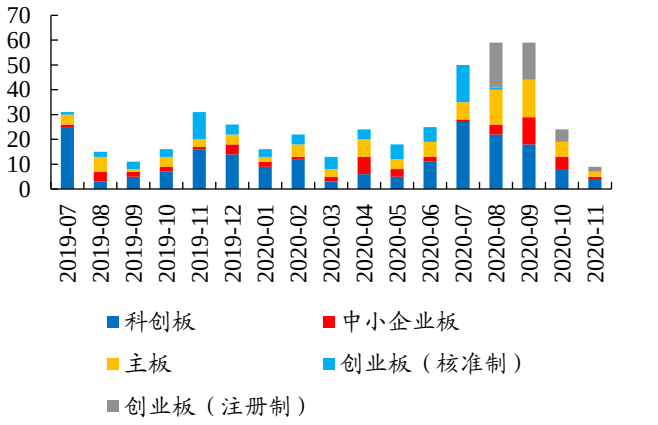
以信息披露为核心的注册制下，科创板和创业板公司发行上市效率显著提高。2019 年 7 月 22 日至 2020 年 11 月 20 日，科创板公司从受理到上市平均用时 228 天，创业板（注册制）公司仅用时 78 天，均明显低于同期主板/中小板/创业板（核准制）的 579/550/568 天。发行效率的提升推动 IPO 融资扩容，截止 2020 年 11 月 20 日，科创板开市以来平均每月上市公司数 11 家，创业板（注册制）平均每月上市公司数为 10 家，而主板/中小板/创业板（核准制）分别为 5/3/5 家。

图1：注册制下受理到上市时间显著缩短（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

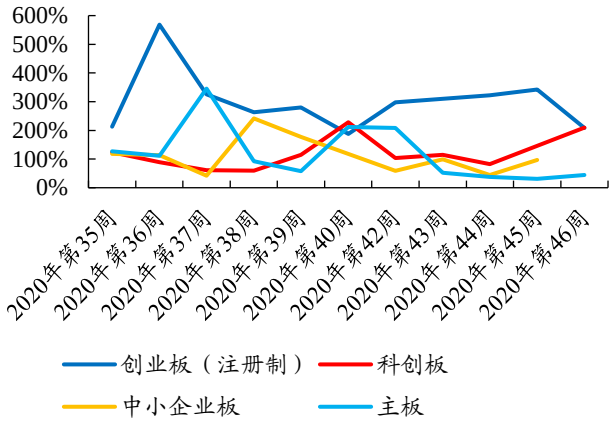
图2：注册制下上市公司数显著增加（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

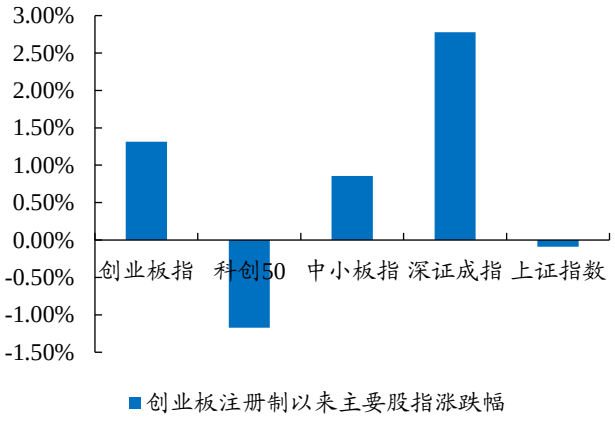
从市场表现看，存量市场创业板的注册制改革实现平稳过渡，甚至进一步激发了市场活力。截至 2020 年 11 月 20 日，创业板实施注册制以来新股上市首日平均涨幅高达 301%，远高于同期科创板的 119%，以及主板和中小板的开板涨幅 120%和 110%。从市场表现看，实施注册制并未对创业板存量市场造成明显的压力。同样截至 2020 年 11 月 20 日，创业板实施注册制以来创业板指累计上涨 1.32%，表现好于科创 50（-1.17%）、中小板指（0.86%）、上证指数（-0.09%），弱于深证成指（2.78%）。注册制在创业板平稳落地的同时，还进一步激发了创业板的市场活力。创业板实施注册制至今，其日平均成交额为 2461 亿元，相比注册制实施之前一个月的平均日成交额 2046 亿元放大了 20.3%，而同期科创 50/中小板指/深证成指/上证指数的日均成交额变化分别为-39.5%/-38.3%/-38.5%/-38.4%。换手率方面，创业板实施注册制以来日均换手率从 3.5%提升至 4.8%，而科创 50/中小板指/深证成指/上证指数的日均换手率分别下降了 3.4/1.0/0.7/0.7 个百分点。

图3：注册制下创业板新股上市涨幅更高



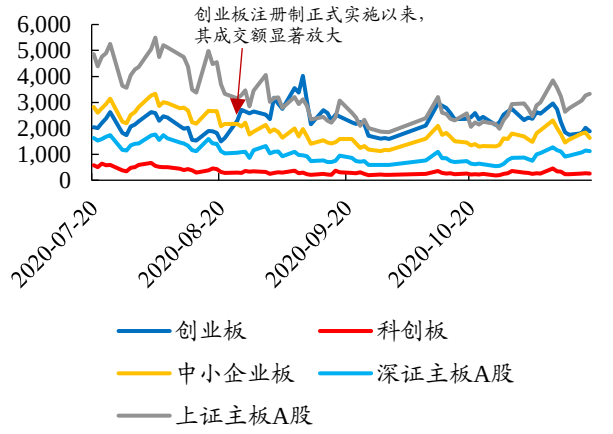
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：创业板注册制以来市场表现优于大部分主要股指



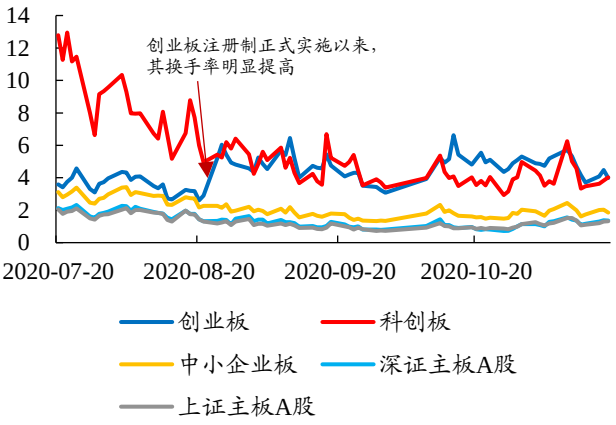
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：注册制下创业板成交额明显放大（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：注册制下创业板日换手率明显提高（%）



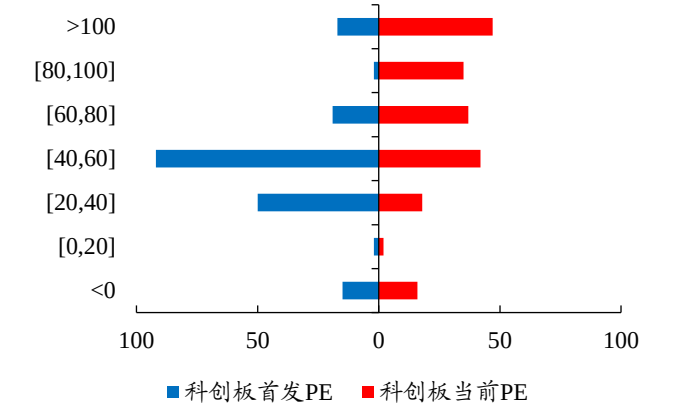
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 注册制上市门槛降低，优胜劣汰的市场环境有所强化

以信息披露为核心的注册制降低了公司上市门槛，股票供给大幅增加使得优质企业更显稀缺，从而强化了优胜劣汰的市场环境。科创板和创业板实施注册制以来，新股上市首日平均市盈率分别为 60.0 倍和 34.0 倍，市盈率分布的标准差分别为 58.3 和 12.9。而在上市一段时间后，科创板和创业板（注册制）次新股整体估值均随着股价的上涨而出现了较大的程度的提升，但内部不同质地公司的估值出现了显著的分化。截至 2020 年 11 月 20 日，科创板和创业板（注册制）整体市盈率分别为 87.5 倍和 73.1 倍，而市盈率分布的标准差亦上升至 74.7 和 35.8。从具体分布看，科创板首发市盈率高度集中，46.7%的已上市公司首发 PE 集中在 40-60 倍区间，另有 25.4%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，以最新收盘价计算，23.9%的公司市盈率大于 100 倍，是分布最集中的区间，其次是 40-60 倍，占比 21.3%。创业板（注册制）同样表现出这样的趋势，首发上市时 59.5%的公司 PE 分布在 20-40 倍，其次有 23.8%的新股首发 PE 分布在 40-60 倍之间，可见估值的高度集中。而截至 2020 年 11 月 20 日收盘，这些公司市盈率已高度分化，在 20-100 倍及以上区间内均有较多的分布。由于科创板和创业板注册制实施的时间不长，因此不存在业绩大幅变动导致的板块整体性 PE 波动，估值的快速分化主要是市场对不同质地公司进

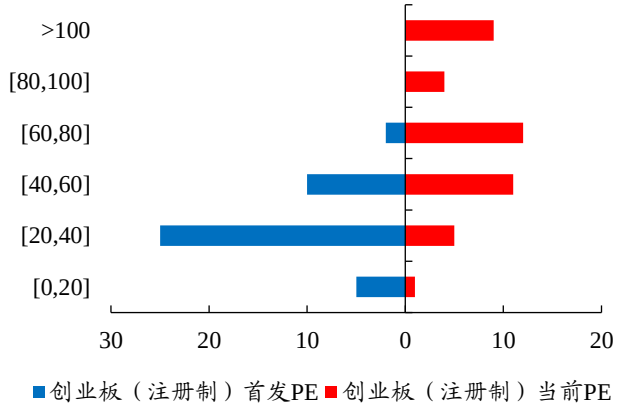
行高效定价的结果，即优质公司愈显稀缺，享受的估值溢价亦更高。

图7：科创板公司上市后估值水平分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：创业板（注册制）公司上市后估值水平分化

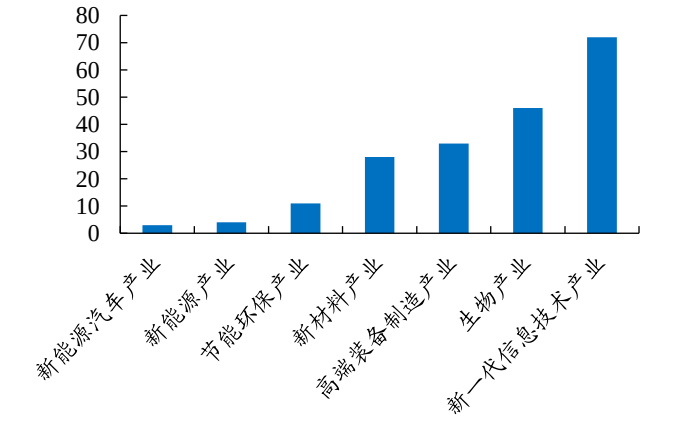


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 多层次资本市场体系进一步完善，注册制有望全面铺开

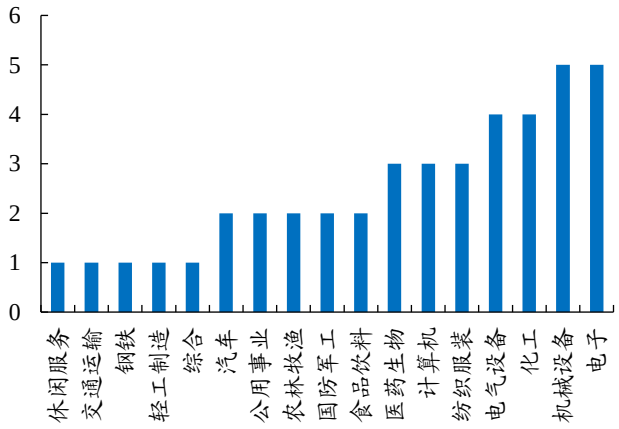
各板块差异化定位鲜明，多层次资本市场体系进一步完善。2019 年，科创板的推出开启了我国资本市场注册制改革的序幕。经过一年多的实践，科创板“试验田”在发行与上市制度、交易制度、再融资制度以及退出机制等多个层次均作出了重大的制度创新，为深化注册制改革积累了宝贵经验。2020 年 8 月，注册制进一步在创业板落地，并结合存量市场的特点作出了新的创新。资本市场改革持续推进的同时，不同板块的差异化定位愈发鲜明，在错位发展的同时，逐步形成了各有侧重、相互补充的适度竞争格局。例如，科创板定位于“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”。创业板定位则要求“深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”。而新三板精选层则主要服务中小企业，在新三板中定位于企业升级。

图9：科创板公司均属于战略新兴产业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：创业板（注册制）公司行业分布更广



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：多层次资本市场建设全面推进

	创业板	科创板	新三板精选层
服务对象	成长型创新创业企业	科技创新企业	中小企业
主要改革内容	注册制等	注册制等	公开发行、转板上市等
改革启动时间	2020 年 4 月 27 日	2018 年 11 月 5 日	2019 年 10 月 25 日

资料来源：证监会、深交所、股转公司、开源证券研究所

2021 年注册制有望全面推开，同时提高上市公司质量将是下一阶段改革的重点。我国资本市场改革的总体思路，是全面推行、分步实施证券发行注册制，展望 2021 年，我们认为改革主要将在以下几个方面展开：**（1）全面实行股票发行注册制，将科创板和创业板改革经验推广到主板和中小板。**由于主板和中小板是 A 股历史最久、市值规模最大且上市公司属性最多样的两个板块，因此注册制改革的复杂度更高。但凭借科创板和创业板的成功改革经验，预计 2021 年主板和中小板注册制改革的条件将基本成熟；**（2）提高上市公司质量，做优做强上市公司。**2020 年 10 月 9 日，国务院印发《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，明确通过加强资本市场基础制度建设等方式进一步提高上市公司质量的总体要求。做优做强上市公司是一个系统性工程，其中的关键环节包括完善退市机制、严格退市监管、拓宽并购重组和破产重整等市场化退出渠道；**（3）进一步完善现有的注册制相关制度。**例如，改革新股询价机制，进一步提升 IPO 市场化定价能力和效率等；**（4）深化以精选层为代表的新三板改革，引导更多长线资金投资精选层等。**2020 年 11 月 3 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议》公布，其中提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”，这将是未来我国资本市场改革的重点。

表2：科创板及创业板注册制改革后主要制度创新

制度类型	创业板（注册制）	科创板
上市标准	（1）针对一般性企业制定了 3 条上市标准，允许尚未盈利企业上市（暂未实施）； （2）针对具有差异表决权安排、已在境外上市红筹企业、未在境外上市红筹企业等特殊企业制定特别上市标准； （3）设置 12 个上市负面清单行业，提升创新创业成色。	（1）针对一般性企业制定了 5 条上市标准，允许未盈利甚至尚无营收企业上市； （2）针对具有差异表决权安排、已在境外上市红筹企业、未在境外上市红筹企业等特殊企业制定特别上市标准； （3）上市公司必须属于七大战略新兴产业。
发行定价机制	（1）网下询价对象仅限于专业机构投资者； （2）发行比例大幅向 A 类投资者倾斜； （3）回拨机制大幅向网下投资者倾斜； （4）采用完全市场化的询价机制，但针对特殊情况保留直接定价方式。	（1）网下询价对象仅限于专业机构投资者； （2）发行比例大幅向 A 类投资者倾斜； （3）回拨机制大幅向网下投资者倾斜； （4）采用完全市场化的询价机制。
发行配套制度	（1）保荐跟投：仅对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业强制实施保荐跟投； （2）战略配售：明确参与战略配售的资格和配售数量； （3）超额配售选择权：对企业设置超额配售选择权未设门槛。	（1）保荐跟投：所有科创板公司强制实行保荐跟投； （2）战略配售：明确参与战略配售的资格和配售数量； （3）超额配售选择权：超额配售股数不得超过首发股份的 15%。
交易制度	（1）个人投资者开户门槛：前 20 个交易日证券及资金账户日均资产不低于 10 万元；	（1）个人投资者开户门槛：前 20 个交易日证券及资金账户日均资产不低于 50 万元；

制度类型	创业板（注册制）	科创板
	（2）涨跌幅限制：上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为 20%； （3）限价申报不超 30 万股，市价申报不超过 15 万股； （4）每个交易日的 15：05 至 15：30 为盘后定价交易时间。	（2）涨跌幅限制：上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为 20%； （3）限价申报不超 10 万股，市价申报不超过 5 万股； （4）每个交易日的 15：05 至 15：30 为盘后定价交易时间。
退市制度	（1）设置了 3 条财务类退市标准、4 条交易类退市标准、6 条规范类退市标准； （2）对交易类退市不再设置退市整理期； （3）取消暂停上市、恢复上市环节。	（1）设置了 5 条财务类退市标准、4 条交易类退市标准、7 条规范类退市标准； （2）取消暂停上市、恢复上市环节。
其它重要制度	（1）完善小额快速再融资制度。	（1）新增询价转让和配售制度，完善首发前股东退出机制。

资料来源：证监会、深交所、上交所、开源证券研究所

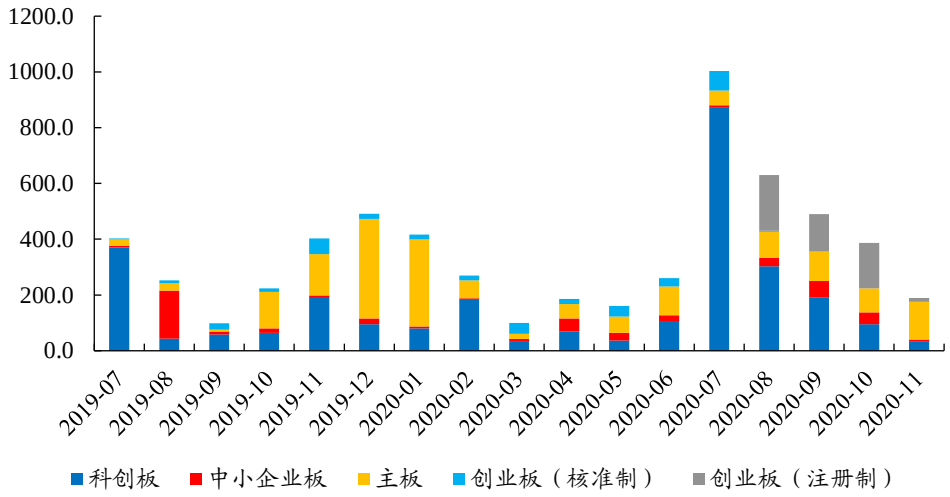
2、 注册制改革带来打新制度性红利，打新基金平均收益率超 40%

相比 A 股传统的核准制，科创板和创业板注册制：（1）推动了 IPO 融资规模的显著放大，注册制下创业板月均融资规模是核准制下的 5 倍；（2）在询价环节作出了向机构投资者倾斜的制度安排，A/B/C 类投资者中签率是核准制下 A 股的 4 倍、3 倍和 2 倍；（3）进一步激发市场活力，新股上市首日涨幅可观。截至 2020 年 11 月 20 日，科创板和创业板（注册制）已为 A/B/C 类投资者创造打新收益 9096/8752/7617 万元。可见，注册制改革为投资者尤其是专业机构带来了丰厚的打新红利。年初至今，打新基金平均收益率已达 40.1%，其中来自打新的平均收益率为 11.3%。

2.1、 IPO 规模显著扩容，创业板注册制后融资规模扩大 4 倍

注册制下发行审核效率的提高推动 IPO 融资规模的扩容。截至 2020 年 11 月 20 日，科创板推出以来平均每月 IPO 募资额达 166.2 亿元，创业板（注册制）为 127.6 亿元，显著高于主板/中小板/创业板（核准制）的 104.4/29.2/25.5 亿元。可见，科创板和创业板（注册制）已成为 A 股最主要的 IPO 融资市场。

图11：注册制下 IPO 融资规模明显提高（亿元）

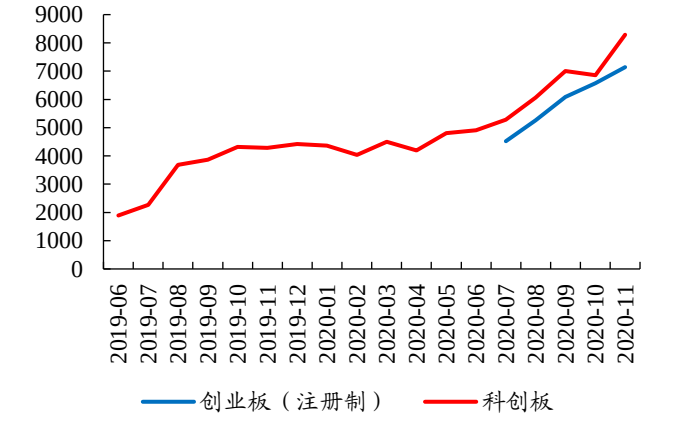


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 机构参与打新热情持续升温，注册制新股中签率下降但仍数倍于核准制

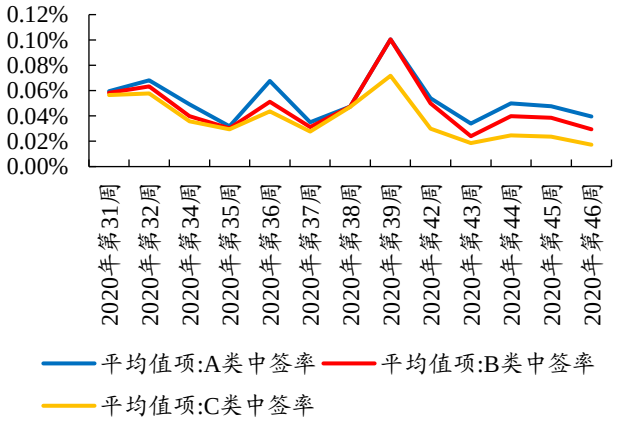
IPO 融资规模的持续扩容和可观的打新收益使得机构投资者参与科创板和创业板（注册制）打新的热情持续升温，中签率有所下降但仍远高于核准制。2020 年 11 月，参与科创板新股网下询价账户数平均为 8287 个，创业板为 7141 个，而科创板和创业板注册制落地当月平均网下询价账户数只有 1893 个和 4521 个。网下询价账户数的持续增加使得中签率有所下降，科创板 A/B/C 类账户周平均中签率从刚开市时的 0.36%/0.35%/0.35%下降到目前的 0.04%/0.03%/0.03%，创业板 A/B/C 类账户周平均中签率则从注册制刚实施时的 0.06%/0.06%/0.06%逐步下降至当前的 0.04%/0.03%/0.02%。但与核准制相比，注册制下新股中签率仍然具有显著的增强，最近一周主板的新股 A/B/C 类账户中签率分别为 0.01%/0.01%/0.01%，中小板为 0.02%/0.02%/0.01%。

图12：参与网下询价账户数持续增加（户）



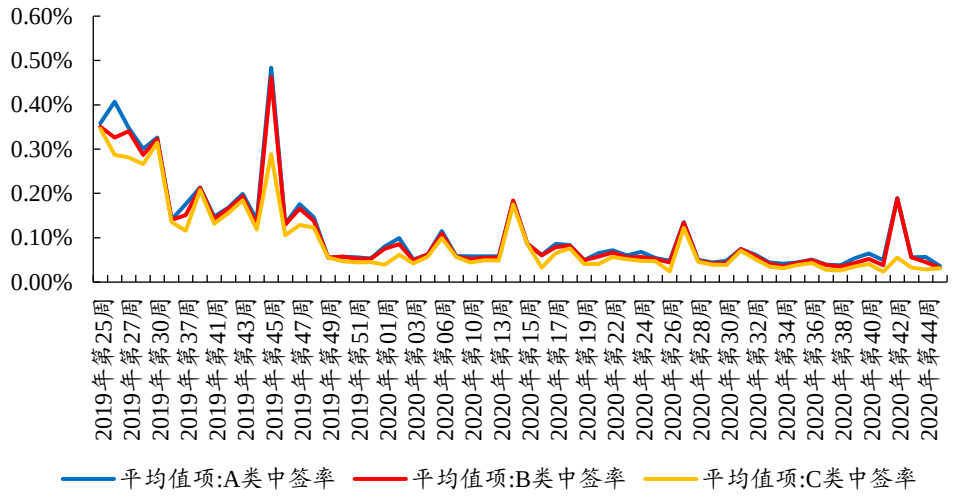
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：创业板（注册制）新股中签率呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：科创板新股中签率持续下降

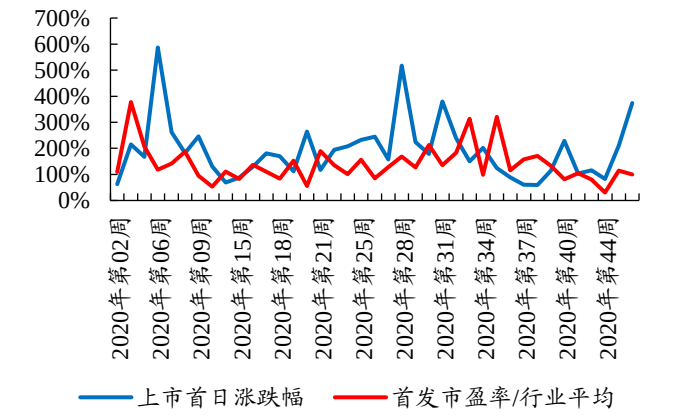


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、估值中枢下移推升上市涨幅，单账户打新收益超 9000 万元

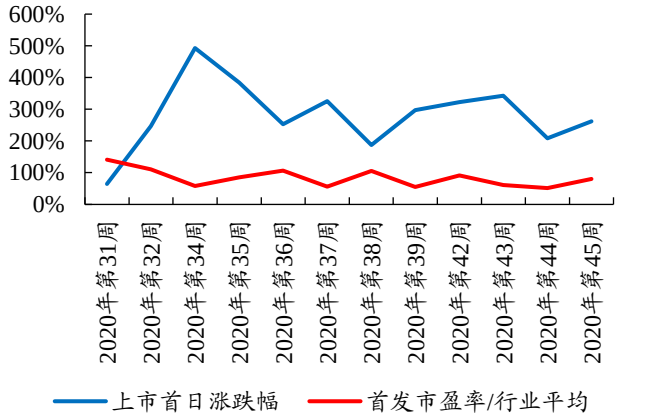
用市盈率衡量的科创板和创业板新股首发估值中枢持续下移，助推上市首日涨幅维持高水平。虽然科创板公司的估值体系灵活多样，但因为绝大部分公司已有稳定的利润来源，所以市盈率仍是科创板最主流的估值方法。我们使用首发市盈率/行业平均市盈率这一指标衡量科创板公司首发上市估值的高低，结果发现新股上市首日涨幅与首发估值具有较显著的反向关系。2020 年 8 月 24 日创业板注册制正式落地初期，具有估值和流动性优势的创业板新股分流了部分科创板资金，导致科创板新股首发估值下降的同时上市涨幅也连续 3 周回落至 100%以下。但随着估值中枢的持续下移，科创板新股上市首日涨幅出现了快速的回升。由于目前创业板（注册制）新股仍然需要满足盈利相关的上市标准，因此用市盈率相关指标衡量的估值中枢与首日涨幅间的反向关系更为准确。创业板实施注册制以来，新股首发市盈率绝大多数时候低于所属行业平均市盈率，而对应的首日涨幅则基本高于 200%。因此，若询价环节的博弈使得注册制新股定价中枢保持在合理的区间，则上市首日涨幅有望维持在较高的水平。

图15：科创板首日涨幅与首发定价水平反向变动



数据来源：Wind、开源证券研究所

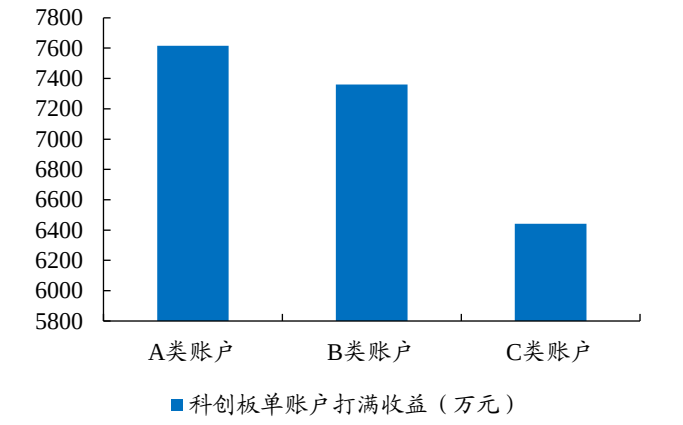
图16：创业板首日涨幅与首发定价水平反向变动



数据来源：Wind、开源证券研究所

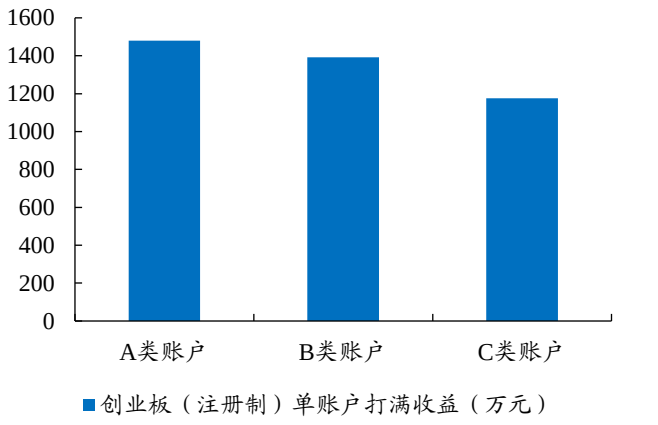
在持续扩容的融资规模、相比核准制显著提高的中签率以及仍然可观的上市涨幅的共同作用下，注册制新股为机构投资者创造了可观的打新收益。截至 2020 年 11 月 20 日，在打满的理想情况下，今年科创板已为 A/B/C 类投资者创造打新收益 7616/7360/6442 万元，创业板实施注册制以来已为 A/B/C 类投资者创造打新收益 1480/1392/1175 万元。相比之下，2020 年以来核准制新股为 A/B/C 类投资者创造打新收益为 622/565/165 万元，可见，注册制新股已经成为机构打新收益最主要来源。

图17：2020 年以来科创板网下打新收益可观



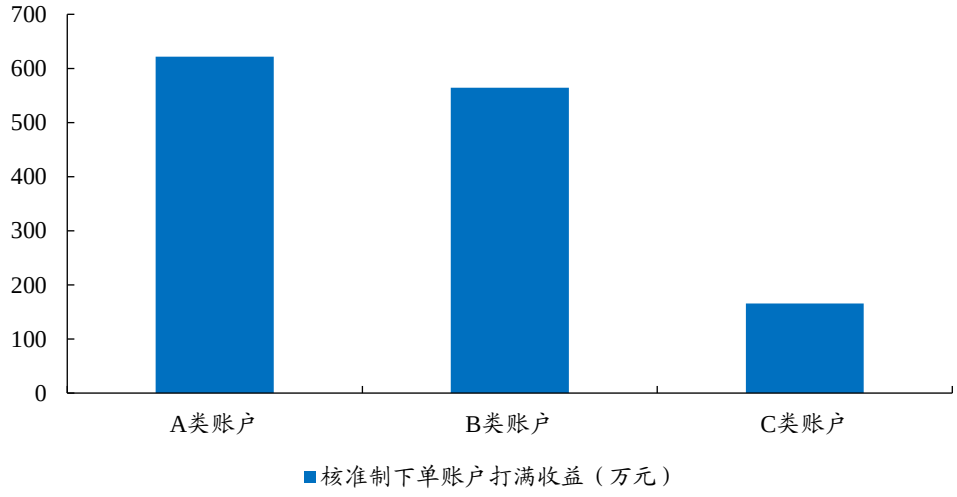
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：创业板注册制以来网下打新收益可观



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020 年以来核准制下网下打新收益明显低于注册制



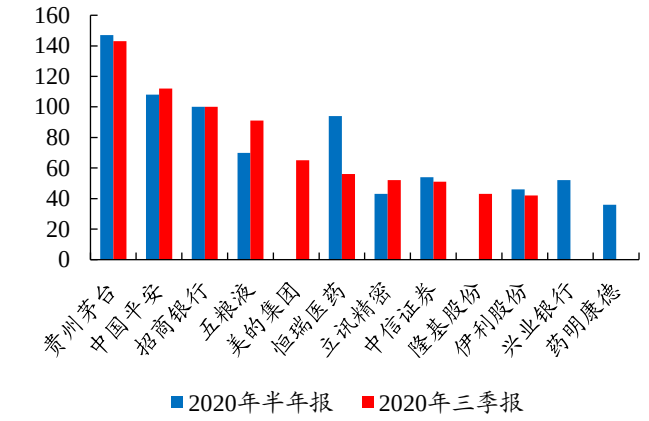
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 打新和底仓共同发力，打新基金平均收益率达 40.1%

打新基金底仓以大蓝筹为主，且持仓风格保持稳定。科创板和创业板高额且接近无风险的打新收益使得网下打新成为基金产品收益增强的主要策略之一，甚至不乏以获取稳定打新收益为目标而设立的打新基金。我们对此前筛选出的 197 只打新基金（具体筛选标准详见我们 2020 年 9 月 15 日的报告《底仓、打新双发力，打新基金刷新收益新高》）的收益率进行了跟踪分析。从三季报持仓来看，打新基金风格相比半年报保持基本稳定，贵州茅台、中国平安和招商银行等大蓝筹依然是被重仓次数

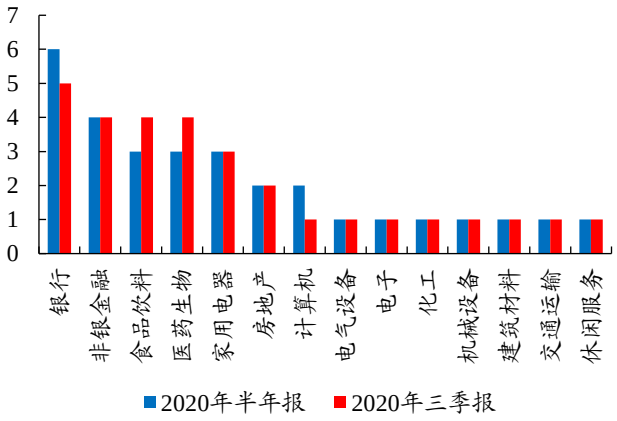
最多的股票，分别被重仓 143 次、112 次和 100 次。行业分布方面，则依然青睐业绩相对稳定的银行、非银金融、食品饮料、医药生物等行业，可见持仓收益的稳定性仍是打新基金构建底仓时主要考虑的因素。

图20：打新基金前十大重仓股中增配家电和新能源行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

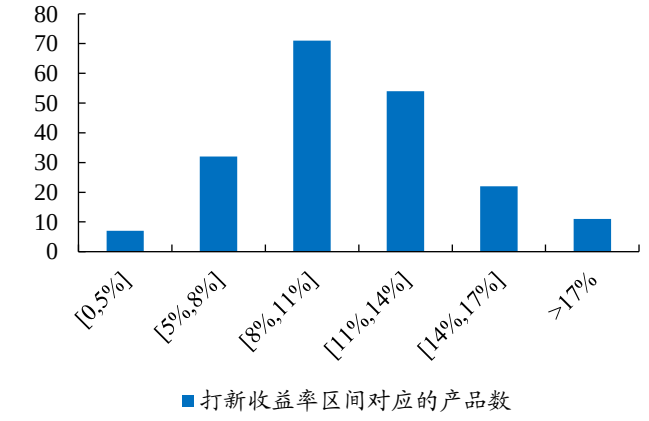
图21：重仓次数最多的前 30 只股票所属行业依然集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

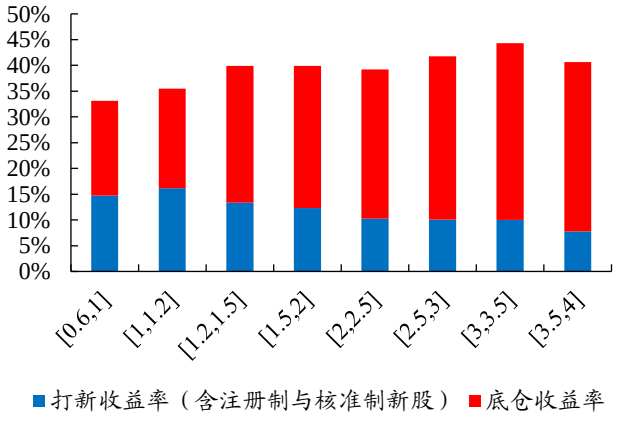
在打新红利和底仓的共同作用下，打新基金收益率续创 2016 年以来新高，年初至今平均收益率已达 40.1%（次高为 2019 年，打新基金平均收益率为 25.9%）。具体来看，今年以来打新基金来自打新的平均收益率为 11.3%，其中 71 只基金打新收益率介于 8%-11%，54 只基金打新收益率介于 11%-14%，是打新收益率分布最为集中的区间。由于打新基金平均产品规模从 2020 年 9 月的 2.01 亿元扩大到 11 月的 3.13 亿元，导致打新收益率被摊薄，但其对打新基金收益率的贡献仍然重要，尤其对于 1-1.2 亿元规模的产品而言，打新收益贡献度超过 50%，达 57.2%。

图22：80%以上的打新基金打新收益率高于 8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：打新收益是打新基金收益的重要来源

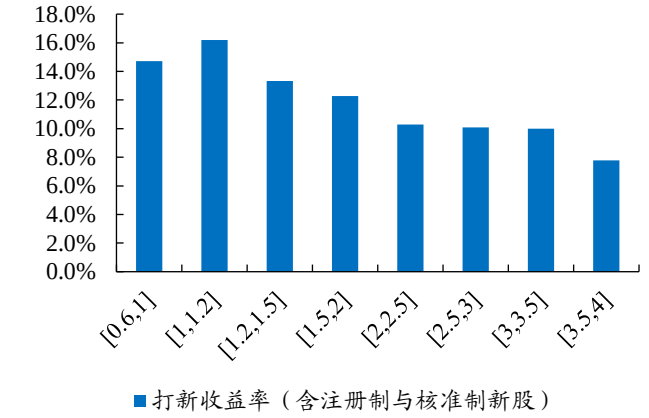


数据来源：Wind、开源证券研究所

双边打新策略下，2.5 亿元及以上规模的打新基金产品更有优势，估算年化打新收益率可达 8.8%。为了防止打新收益被过度稀释，最优产品规模的确定显得十分重要。在创业板实施注册制之前，科创板是机构打新的最主要收益来源，因此众多打新基金采取单边打新策略，将产品规模控制在较小的范围内，以减少对打新收益率的稀释。我们的统计数据也证实了如此做的有效性。在 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 11 月 20 日的完整统计期间内，1-1.2 亿元规模的打新基金产品平均打新收益率最高，达 16.2%，且随着产品规模的扩大，打新收益率持续被稀释。而创业板注册制落地后，

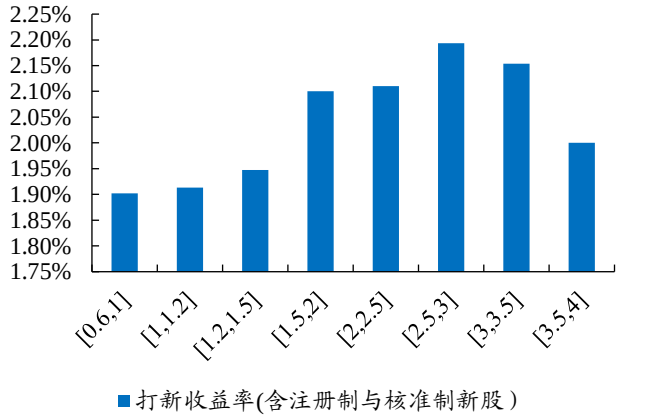
其打新收益同样非常可观，双边打新策略成为更优的选择，但也对产品规模提出了更高的要求。为了更精确地探究双边打新策略下的最优产品规模，我们截取了首批创业板注册制公司上市以来 197 只打新基金的打新数据进行分析。结果显示，期间 2.5-3.5 亿元规模的产品平均打新收益率最高，为 2.2%，估算年化收益率可达 8.8%。因此在双边打新策略下，最优产品规模显著提高。

图24：2020 年以来 1-1.2 亿元规模产品打新收益率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2020/1/1-2020/11/20

图25：创业板注册制以来 2.5-3.5 亿元规模产品打新收益率最高



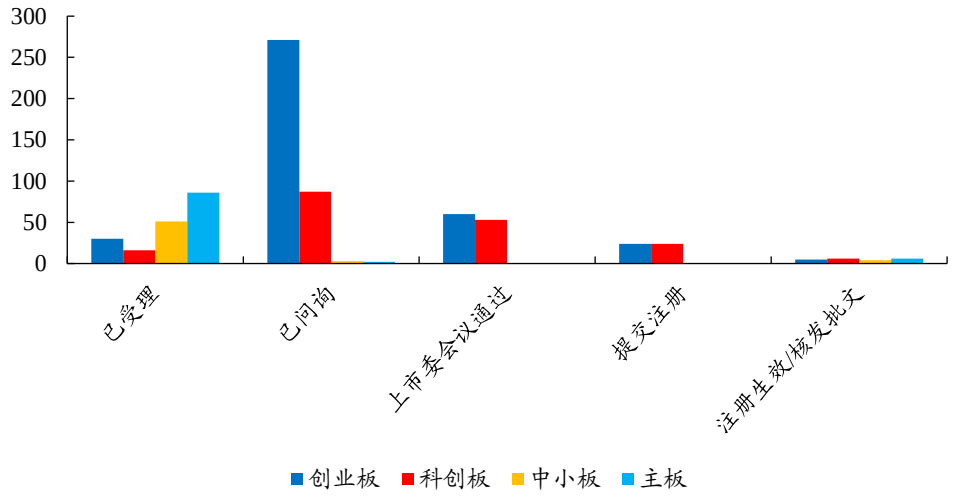
数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2020/8/24-2020/11/20

3、 预计 IPO 融资规模保持高位，2021 年网下打新红利将延续

3.1、 IPO 储备项目充足，融资规模将保持高位

IPO 储备项目充足，预计 2021 年科创板和创业板融资总规模在 2280-4200 亿元。截至 2020 年 11 月 20 日，科创板与创业板 IPO 储备项目均较充足，已受理未过会的项目分别达到了 103 个和 301 个，已过会未注册的项目分别有 77 和 84 个。在注册制高效的审核效率以及提高资本市场直接融资比例的大背景下，未来科创板和创业板 IPO 融资规模有望维持高位，并成为推升网下打新收益的重要动力。2020 年以来，科创板平均每月上市公司数 12 家，单只新股平均募资额 15.9 亿元（扣除中芯国际后为 11.9 亿元）。据此我们预计 2021 年科创板月均 IPO 公司数为 10-14 家，全年累计达 120-168 家。同时假设平均每家科创板公司融资 10-14 亿元，则对应 2021 全年融资规模分别为 1200-2352 亿元。创业板方面，注册制实施以来平均每月上市公司数 10 家，单只新股平均募资额 12.5 亿元（扣除金龙鱼后为 9.3 亿元）。据此我们预计 2021 年创业板月均 IPO 公司数量为 10-14 家，全年累计达 120-168 家。同时假设每家创业板公司融资规模为 9-11 亿元，则对应 2021 全年融资规模为 1080-1848 亿元。

图26：科创板和创业板 IPO 储备项目充足（家）

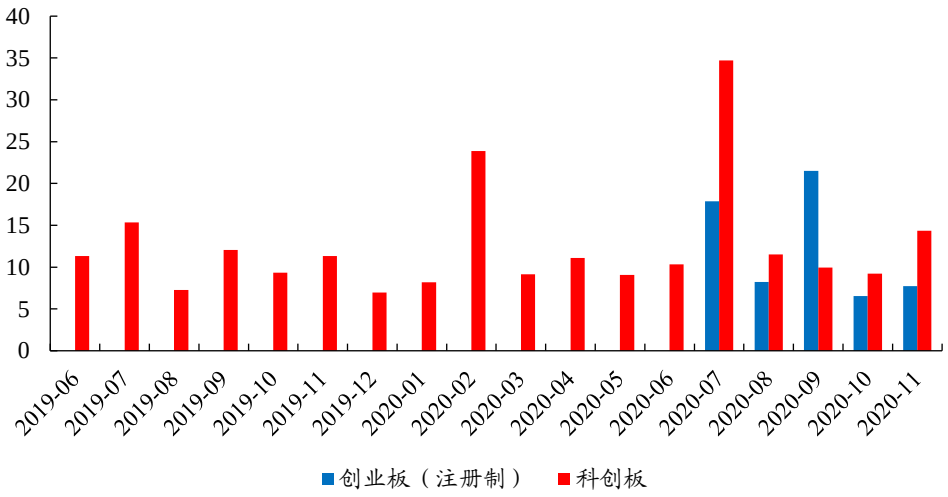


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中签率继续下降，上市首日涨幅有望维持较高水平

单只新股网下打新中签率主要取决于融资规模及申购规模，预计 2021 年科创板和创业板中签率继续下降，但仍将显著高于核准制公司。配售额方面，虽然个股融资额差异较大，但整体均值保持稳定，科创板注册制实施以来平均单只新股 IPO 募资额为 14.52 亿元，高于创业板注册制新股的 12.25 亿元，预计未来单只新股募资额将维持在 10 亿元左右。而申购规模方面，在可观的打新收益吸引下，网下申购账户数和申购额出现了持续大幅的增加，最近一个月参与科创板询价的 A/C 类账户数平均接近 4000 个和 3000 个，创业板接近 3700 个和 2700 个。预计 2021 年参与询价账户数将继续保持增长趋势，科创板 A 类账户数为 5344-6166 个，C 类账户数为 3876-5367 个，创业板 A 类账户数为 4909-5664 个，C 类账户数为 3525-4881 个。在这一假设基础上，我们估算中性情形下，2021 年科创板 A/C 类账户打新中签率为 0.037%/0.019%，创业板 A/C 类账户打新中签率为 0.033%/0.015%。

图27：科创板平均单只新股融资规模高于创业板（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：中性情形下决定单个新股中签率的核心假设

	科创板（2021E）		创业板（2021E）	
账户类型	A 类	C 类	A 类	C 类
个股平均募资额（扣除战略配售）	11.0		9.8	
网下获配比例（回拨后）	63%		53%	
占网下配售金额比重	73%	27%	75%	25%
网下申购账户数（户）	5755	4472	5286	4067
网下申购入围率	79%		74%	
单账户平均申购额（亿元）	3.1	2.9	2.8	2.6
中签率	0.037%	0.019%	0.033%	0.015%

数据来源：Wind、开源证券研究所

预计 2021 年科创板和创业板新股上市首日涨幅有所下降但仍能维持较高的水平。虽然注册制下 IPO 发行数量大幅扩容导致的新股稀缺性下降将对上市首日涨幅造成压力，但经过前文的分析，注册制改革进一步激发了市场交易活力，且新股首发估值中枢呈下移趋势。另外，监管层明确提高上市公司质量是下一阶段注册制改革的重点，这也有利于新股上市后获得更好的市场表现。上述因素综合作用下，我们预计 2021 年科创板和创业板新股上市首日平均涨幅将较 2020 年有所下降，但仍能维持在较高的水平。2020 年科创板和创业板（注册制）上市首日平均涨幅分别为 187%和 274%，我们预计 2021 年科创板和创业板新股首日涨幅分别为 70%-90%、80%-120%。

3.3、 2021 年网下打新红利仍将延续，收益值得期待

根据上述假设，我们对 2021 年全年的网下打新收益进行了测算。预计中性情形下，全年科创板和创业板 A 类账户打满收益（假设每只新股均顶格申购且入围率 100%）分别为 1270 万元和 1429 万元，C 类账户打满收益分别为 645 万元和 662 万元。即不考虑注册制在主板和中小板全面推开的情况下，仅科创板和创业板打新合计便将为 3 亿规模的 A 类和 C 类产品创造 9.0%和 4.4%的增强收益，注册制改革带来的网下打新红利仍将延续。

表4：不同情形下 A 类投资者网下打新收益率测算

	科创板（2021E）			创业板（2021E）		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
募资规模（亿元）	1200	1728	2352	1080	1440	1848
网下配售比例（回拨后）	63%	63%	63%	53%	53%	53%
其中 A 类配售比例	73%	73%	73%	75%	75%	75%
A 类网下申购账户数(户）	6166	5755	5344	5664	5286	4909
单个账户申购额（亿元）	3.2	3.1	2.8	2.9	2.8	2.5
A 类中签率	0.027%	0.037%	0.051%	0.027%	0.033%	0.043%
3 亿规模产品打新收益率	2.3%	4.2%	7.7%	2.6%	4.8%	8.7%

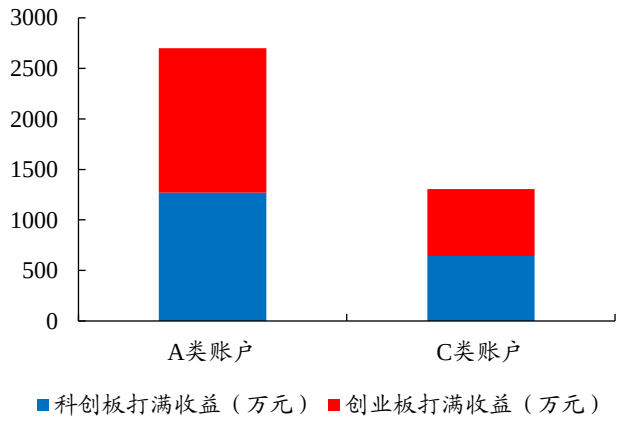
数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：不同情形下 C 类投资者网下打新收益率测算

	科创板			创业板		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
募资规模（亿元）	1200	1728	2352	1080	1440	1848
网下配售比例（回拨后）	63%	63%	63%	53%	53%	53%
其中 C 类配售比例	27%	27%	27%	25%	25%	25%
C 类网下申购账户数(户）	5367	4472	3876	4881	4067	3525
单个账户申购额（亿元）	3.0	2.9	2.6	2.8	2.6	2.4
C 类中签率	0.012%	0.019%	0.028%	0.011%	0.015%	0.021%
3 亿规模产品打新收益率	1.0%	2.1%	4.2%	1.1%	2.2%	4.3%

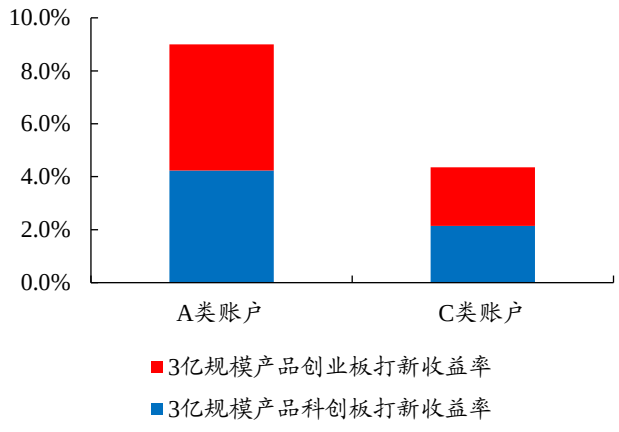
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2021 年中性情形下单账户打新收益预测



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2021 年中性情形下单账户打新收益率预测



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

相关政策调整、市场剧烈波动等。

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