总量研究中心

“A 股打新策略专题”

策略专题研究报告

本报告的主要看点：
1、A 股打新策略

向新而行：注册制大时代下 A 股打新策略

基本结论

- **随着科创板和创业板注册制的实施，市场化新股发行节奏有所加快，一二级市场较高的价差促使市场掀起打新热潮，在网下配售占比日益提高的背景下，机构投资者在以机构为主的网下打新中的优势明显。**截至 9 月 28 日，今年以来共有 3038 只基金参与科创板新股配售，合计获配金额 464.45 亿元；共有 3410 只基金参与创业板新股配售，合计获配金额 70.64 亿元。甚至许多 ETF 基金也通过打新来增厚收益，以市场上 18 只沪深 300ETF 基金为例，只有两只基金在中报中没有显示持有新股，其余 16 只基金均参与了打新。特别是那些规模比较小的 ETF 基金，打新策略对其超额收益的增厚较为显著，今年以来超额收益甚至超过 10%。

- **以申购日为节点（T），网下/网上打新的基本流程大致分为发行准备阶段（T-6 至 T-5）、询价阶段（T-4 至 T-1）、申购与缴款阶段（T 至 T+2）和发行结束阶段（T+3 至 T+4）。**在网下询价阶段，T-4 日网下投资者需同时提交申购价格与申报数量。T-2 日确定发行价格和有效申报对象时，其定价程序主要包括：剔除拟申购总量中报价最高部分的数量，剔除量不低于网下拟申购总量的 10%，再综合考虑网下投资者报价的中位数和加权平均数以及公募基金报价的中位数和加权平均数的因素，由主承协商确定发行价格。

- **相较主板，科创板在投资者分类与结构、定价方式和上市规则上都有所差别。1）投资者分类上，**新增“战略配售”投资者并调整了 A 类投资者（公募、社保、养老金、保险和年金），B 类投资者（QFII）和 C 类投资者（其他）的划分。2）**投资者结构上，**科创板的配售规则倾向主流机构投资者，个人和一般法人投资者无法参与网下询价。3）**定价方式上，**主板定价主要参考剩余报价和拟申购数量（剔除最高报价后），而科创板与创业板注册制主要参考机构报价的中位数及加权平均数（剔除最高报价后）。此外，科创板与创业板注册制打破了主板 23 倍市盈率的隐形限制，且主承具有超额配售权。4）**上市交易规则上，**科创板前 5 日不设涨跌幅限制，第 6 日起涨跌幅限制为 20%，且增设网下抽签锁定持有期。注册制改革后，创业板打新规则在大体继承了科创板，在投资者结构规定和定价方式上略有调整。

- **近期科创板、创业板新股发行规模扩大，节奏加快，公募基金等网下配售的优势较个人投资者更为凸显。**打新渠道方面，创业板网下配售占比由 10%左右上升至 50%-65%，科创板网下配售占比保持在 60%-70%；中签率方面，由于参与账户数量和申购上限的增加，科创板与创业板网上网下中签率均有下降趋势，网下中签率反超网上。科创板 A 类、B 类、C 类投资者网下中签率分别为 0.065%、0.062%、0.056%，网上发行中签率为 0.038%；创业板 A 类、B 类、C 类投资者网下中签率分别为 0.049%、0.043%、0.036%，网上发行中签率为 0.020%。

- **总体来看，网下打新收益率都较网上打新收益率更高。**新股上市显著的一二级价差是打新策略的核心。科创板与创业板虽然市场化定价，但新股溢价依旧明显。2020 年 8-9 月，科创板首日上市涨幅的均值分别为 169%/82%，创业板首日上市涨幅的月均值分别为 203%/342%。如果以中签率与上市首日涨跌幅的乘积作为打新收益率的估计值，那么 8-9 月科创板网下打新平均收益率为 5.9%，网上打新平均收益率仅为 4.5%。8-9 月创业板网下打新平均收益率为 16.4%，网上打新平均收益率仅为 4.5%。

- **风险提示：**新股发行相关政策调整、经济下行超预期、新股涨幅不及预期等。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、打新热潮之下，打新策略日益成为机构重要配置策略.....4
二、科创板、创业板打新流程分为四个阶段，持续十一天.....5
三、相较主板，科创板、创业板在打新规则上大胆革新.....5
3.1 相较主板，科创板在投资者结构、定价方式和上市规则上都有所差别.....5
3.2 注册制改革后，创业板打新规则大体继承科创板，略有调整.....6
四、打新渠道向机构投资者网下配售转移，网下打新收益率高于网上打新.....6
4.1 新股 IPO 规模扩大，节奏加快.....6
4.2 打新渠道向机构投资者网下配售转移，整体中签率有所下降.....7
4.3 网下打新收益率高于网上打新，机构投资者较个人投资者占优.....9

图表目录

图表 1：沪深 300ETF 超额收益情况.....4
图表 2：2020 年以来基金公司打新入围率.....4
图表 3：科创板、创业板打新流程.....5
图表 4：科创板首发公司数量及融资金额(截止 9.21).....6
图表 5：创业板首发公司数量及融资金额(截止 9.21).....7
图表 6：科创板网上网下有效申购占比与网下各类投资者配股占比.....8
图表 7：创业板网上网下有效申购占比与网下各类投资者配股占比.....8
图表 8：科创板新股月均中签率有明显下滑趋势.....8
图表 9：创业板新股月均中签率有明显下滑趋势.....9
图表 10：科创板打新收益率.....10
图表 11：创业板打新收益率.....10

一、打新热潮之下，打新策略日益成为机构重要配置策略

■ 随着科创板和创业板注册制的实施，市场化新股发行节奏有所加快，一二级市场较高的溢价成为吸引投资者打新的重要因素。此外，在网下配售占比日益提高的背景下，机构投资者在以机构为主的网下打新中的优势明显。甚至许多 ETF 基金也通过打新来增厚收益，以市场上 18 只沪深 300ETF 基金为例，只有两只基金在中报中没有显示持有新股，其余 16 只基金均参与了打新。特别是那些规模比较小的 ETF 基金，打新策略对其超额收益的增厚较为显著，今年以来超额收益甚至超过 10%。

图表 1：沪深 300ETF 超额收益情况

代码	简称	是否参与打新	基金规模↓	基金成立日	今年以来超额收益 %
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	是	342.0	2012-05-04	1.37
510330.SH	华夏沪深300ETF	是	270.5	2012-12-25	1.64
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	是	227.3	2012-05-07	1.59
510310.SH	易方达沪深300ETF	是	78.4	2013-03-06	2.43
515380.SH	泰康沪深300ETF	是	75.6	2019-12-27	1.70
515330.SH	天弘沪深300ETF	是	58.5	2019-12-05	2.58
510380.SH	国寿安保沪深300ETF	是	51.3	2018-01-19	1.21
510360.SH	广发沪深300ETF	是	36.2	2015-08-20	2.68
510350.SH	工银沪深300ETF	否	35.7	2019-05-20	1.03
510390.SH	平安沪深300ETF	是	31.4	2017-12-25	3.97
515660.SH	国联安沪深300ETF	是	19.6	2019-11-25	6.09
159925.SZ	南方沪深300ETF	是	13.4	2013-02-18	5.96
515350.SH	民生加银沪深300ETF	是	2.8	2019-12-24	7.46
515360.SH	方正富邦沪深300ETF	是	1.8	2019-09-24	12.01
515390.SH	华安沪深300ETF	否	1.4	2019-12-13	0.23
515930.SH	永赢沪深300ETF	是	1.2	2020-04-13	7.16
515130.SH	博时沪深300ETF	是	0.5	2020-04-03	2.58
515310.SH	汇添富沪深300ETF	否	0.3	2019-12-04	1.94

说明：标红为超额收益超过 5%

来源：Wind、国金证券研究所

■ 截至 9 月 28 日，今年以来共有 3038 只基金参与科创板新股配售，合计获配金额 464.45 亿元，平均每只基金获配金额 1528.78 万元；共有 3410 只基金参与创业板新股配售，合计获配金额 70.64 亿元，其中 7 月以来合计获配 70.31 亿元，平均每只基金获配金额 207.15 万元。参与配置的基金类型主要为灵活配置基金、偏股混合型基金和被动指数型基金。

■ 从参与打新的各家基金公司的入围率来看，2020 年以来，130 家参加科创板打新的基金公司平均入围率为 76%，有 21 家公司的入围率保持在 90%以上；129 家参加创业板打新的基金公司平均入围率为 84%，有 37 家公司的入围率保持在 90%以上。

图表 2：2020 年以来基金公司打新入围率

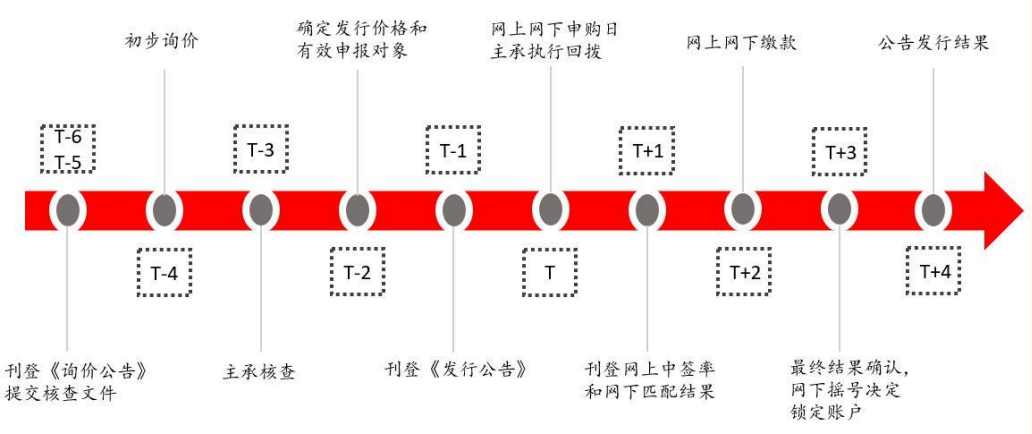
询价对象	科创板新股询价数	科创板新股获配数	入围率	创业板新股询价数	创业板新股获配数	入围率
国联安	111	107	96.40%	64	54	84.38%
中信保诚	109	104	95.41%	64	58	90.63%
华润元大	110	104	94.55%	64	57	89.06%
国海富兰克林	110	103	93.64%	64	55	85.94%
融通	108	101	93.52%	62	58	93.55%
华宝	111	103	92.79%	62	58	93.55%
博道	110	102	92.73%	59	49	83.05%
中科沃土	109	101	92.66%	51	32	62.75%
易方达	106	98	92.45%	64	61	95.31%
博时	104	96	92.31%	63	59	93.65%

来源：Wind、国金证券研究所

二、科创板、创业板打新流程分为四个阶段，持续十一天

- 股票发行时，将所需要发行的股票分为网上公开在股票交易系统上发行的部分和网下配售给机构投资者的部分。以申购日为节点（T），网下/网上打新的基本流程大致分为发行准备阶段（T-6 至 T-5）、询价阶段（T-4 至 T-1）、申购与缴款阶段（T 至 T+2）和发行结束阶段（T+3 至 T+4）。

图表 3：科创板、创业板打新流程



来源：个股 IPO 初步询价及推介公告、国金证券研究所

- 在发行准备阶段，T-6 日发布《招股意向书》和《初步询价及推介公告》，网下投资者提交电子版备案核查资料，T-5 日中午 12：00 为网下投资者在中国证券业协会完成注册和提交材料的截止日。
- 在网下询价阶段，T-4 日网下投资者需同时提交申购价格与申报数量。其中，申购价格决定投资者是否能获得申购资格，科创板和创业板注册制下的投资者可以提交三个申购价格；申报数量方面，主承销商一般公布申报数量上下限，投资者顶格申购可以提高中签率，即按照申购上限和自身产品规模孰低申报。T-3 日主承对网下投资者提交的材料进行审查。T-2 日刊登《网上路演公告》，确定发行价格和有效申报对象。**其定价程序主要包括：**剔除拟申购总量中报价最高部分的数量，剔除量不低于网下拟申购总量的 10%，再综合考虑网下投资者报价的中位数和加权平均数以及公募基金报价的中位数和加权平均数的因素，由主承协商确定发行价格。T-1 日刊登《发行公告》、《投资风险特别公告》和《招股说明书》。
- 在申购与缴款阶段，T 日合格投资者各自在网上/网下提交申购，主承根据申购量进行回拨。T+1 日公布网上摇号中签结果和网下配售结果。T+2 日投资者根据上述结果缴纳申购款，由于新股申购采用信用申购制度，申购时无需缴纳申购资金。
- 在发行结束阶段，T+3 日科创板将通过摇号决定 10%的网下获配账户在 6 个月内不得减持所配新股；创业板的锁定持有期规则为摇号抽取 10%账户锁定 6 个月或各账户全部获配股票中的 10%锁定 6 个月。T+4 日刊登《发行结果公告》。

三、相较主板，科创板、创业板在打新规则上大胆革新

3.1 相较主板，科创板在投资者结构、定价方式和上市规则上都有所差别

- 就投资者分类来看，科创板一级配售的主要参与者包括网上投资者、网下投资者和战略投资者，新增的“战略配售”投资者主要包括主承的另类投资子公司和发行人高管或核心员工，具有优先投资、大额投资、长期投资

的特点。为了提高科创板主要机构投资者的配置优先权，网下投资者的分类有所改变。具体来看，A 类投资者范畴除主板的公募、社保、养老金外新加入了保险和年金，B 类投资者为 QFII，其他均为 C 类投资者。市值门槛方面，封闭基金与封闭战略配售基金底仓市值要求 1000 万，其余网下投资者市值要求均超过 6000 万。

- 就投资者结构来看，科创板的配售规则倾向主流机构投资者，个人和一般法人投资者无法参与网下询价。科创板规定网下投资者回拨不超过总发行量 10%，导致网下发行比例占扣除战略配售后的 60-80%；而主板回拨后网下获配比例通常为 10%。网下分配比例的增加使得科创板（包括创业板注册制）成为目前打新收益的主力军。此外，网下投资者中，A、B 类机构分配占比不低于 70%，更加倾向主流机构投资者。
- 就定价方式来看，主板确定发行价格或价格区间的依据是剔余报价和拟申购数量（剔除最高报价后），而科创板与创业板注册制主要参考机构报价的中位数及加权平均数（剔除最高报价后）。此外，科创板与创业板注册制打破了主板 23 倍市盈率的隐形限制，且主承具有超额配售权，可以额外网上发行不超过原发行规模 15%的股份，并在上市后 30 日内，二级市场股价低于发行价时，使用超额配售所得资金买入股票，以平抑波动。这让市场化询价更贴近合理价位，也更考验定价能力。
- 就上市交易规则来看，科创板前 5 日不设涨跌幅限制，第 6 日起涨跌幅限制为 20%，仍采用 T+1 交易制度。增设网下抽签锁定持有期，从公募基金、偏股型资管计划、养老金、社保基金、企业年金、保险金和 QFII 的最终获配账户中，抽取 10%设置 6 个月锁定期。

3.2 注册制改革后，创业板打新规则大体继承科创板，略有调整

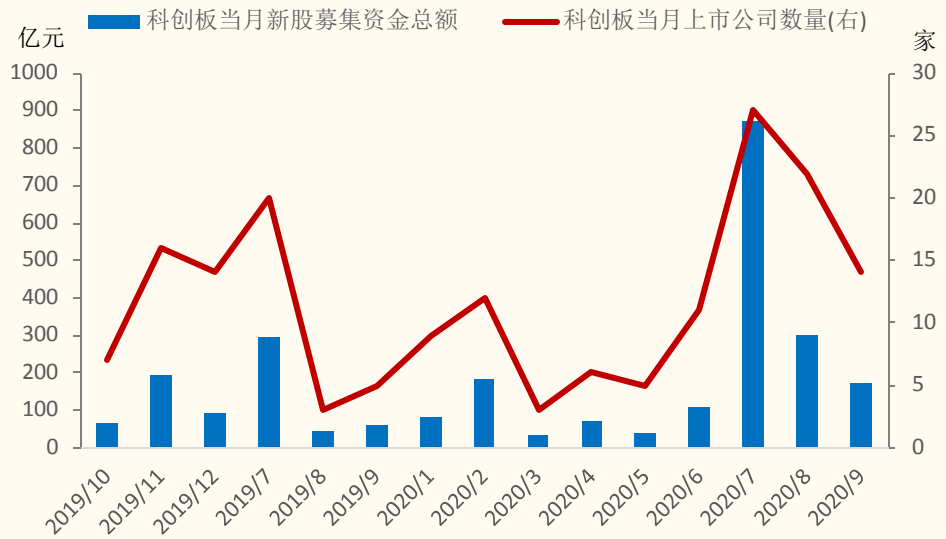
- 注册制改革后，创业板在上述战略配售、询价入围规则、定价方式、涨跌幅限制、抽签锁定持有期等方面大体继承了科创板，此外还有以下几点革新：第一，投资者结构方面，创业板与科创板网下投资者分类基本相同，但要求网下市值门槛规定不低于 1000 万，A 类初始网下占比不低于 70%（科创板是 A 类与 B 类合计不低于 70%）。创业板最高回拨比例可达 20%，较科创板有所增加；相应的，创业板除战略配售外的网下占比不超过 70%，较科创板减少 10%。第二，定价方式方面，包含初步询价方式定价、累计投标询价、对首发股份小于 2000 万股的新股，可采取直接定价。直接定价市盈率不得超过同行业平均市盈率及境外市场价格，且未盈利企业不可直接定价。

四、打新渠道向机构投资者网下配售转移，网下打新收益率高于网上打新

4.1 新股 IPO 规模扩大，节奏加快

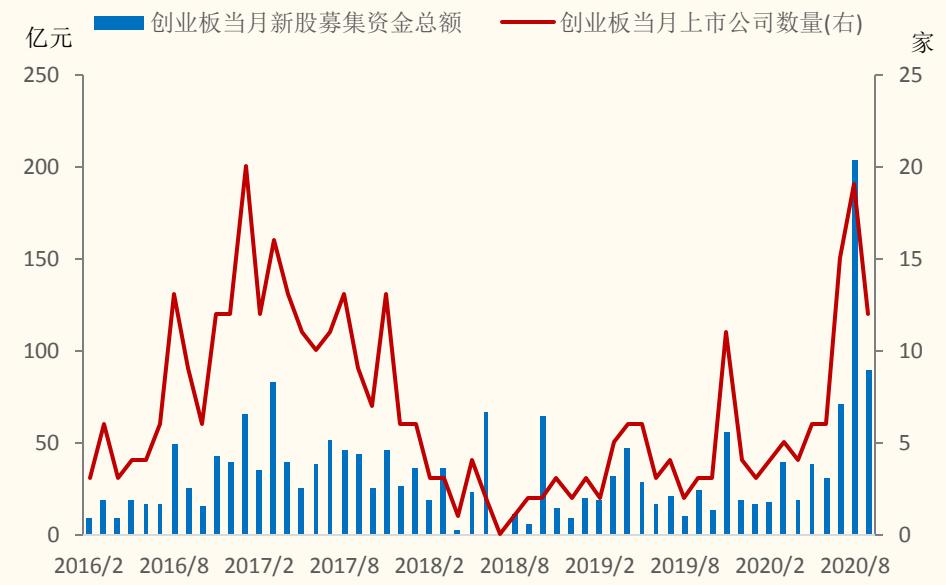
- 截止 2020 年 9 月 21 日，今年共有 109/74 家公司在科创板/创业板上市，共募得资金 1853.96/522.65 亿元，远超去年全年水平（74/52 家；862.35/301.25 亿元）。行业分布方面，采用 wind 行业标准，目前 185 家科创板上市的公司中，工业机械/半导体产品/应用软件位列前三，分别有 20/18/17 家；目前 858 家创业板上市的公司中，工业机械/电气部件与设备/电子设备和仪器位列前三，分别有 101/55/52 家。
- 2019 年 7 月 22 日至 2020 年 8 月 31 日，科创板公司从受理到上市平均用时 227 天，首批注册制创业板公司仅用时 59 天，均明显低于主板/中小板/创业板（注册制改革前）的 600/560/594 天。

图表 4：科创板首发公司数量及融资金额(截止 9.21)



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：创业板首发公司数量及融资金额(截止 9.21)

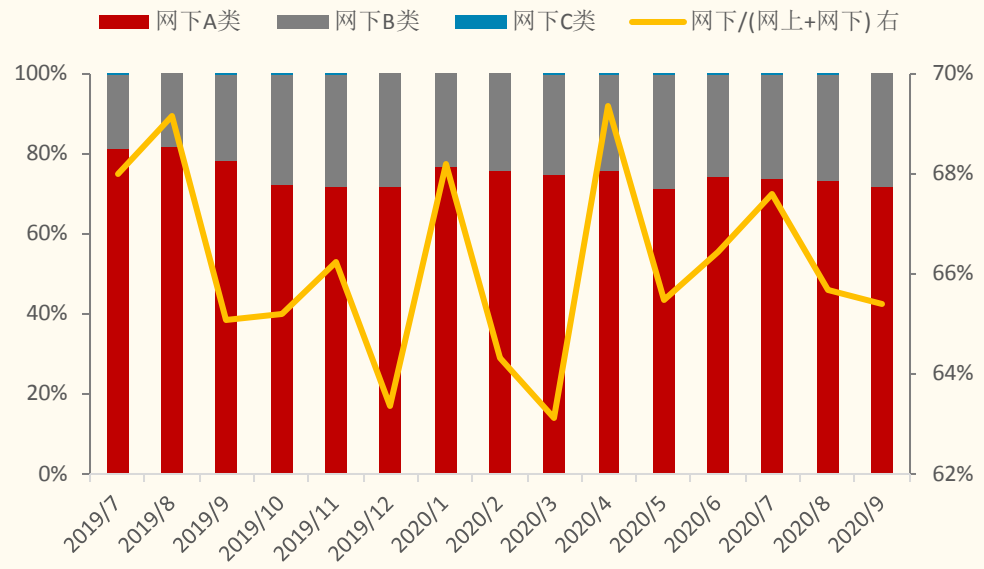


来源：Wind、国金证券研究所

4.2 打新渠道向机构投资者网下配售转移，整体中签率有所下降

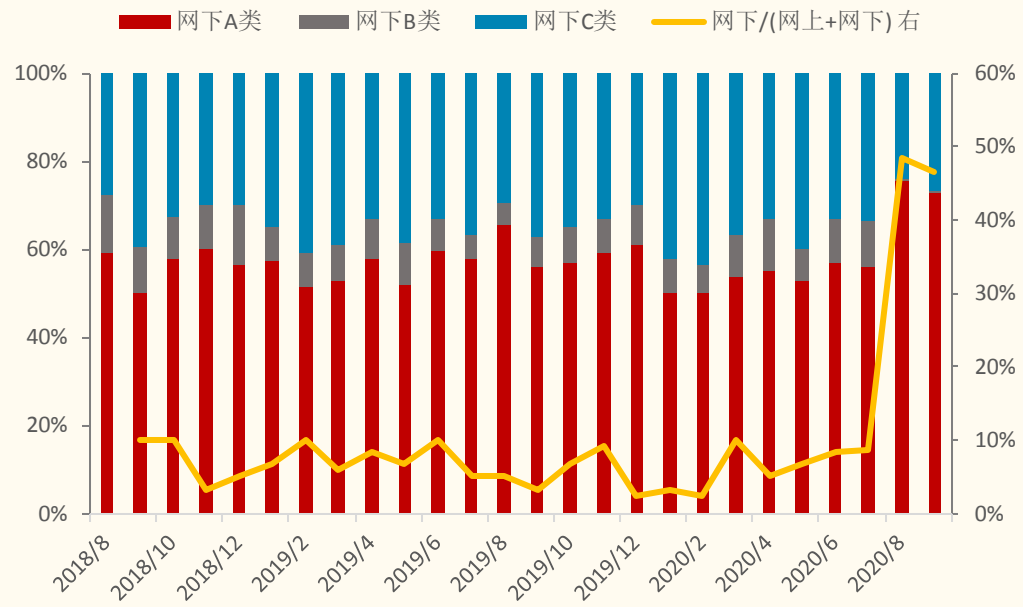
■ **创业板注册制改革后，从打新渠道和中签率来看，机构投资者网下配售的优势较个人投资者更为凸显。就网上发行和网下配售的数量来看，**2020 年 8 月 24 日起，创业板网下配售占比由 10%左右上升至 50%-65%，公募基金占网下配售比重保持在 50%左右；科创板网下配售占比保持在 60%-70%，公募基金占网下配售比重保持在 40%-50%。

图表 6：科创板网上网下有效申购占比与网下各类投资者配股占比



来源：Wind、国金证券研究所

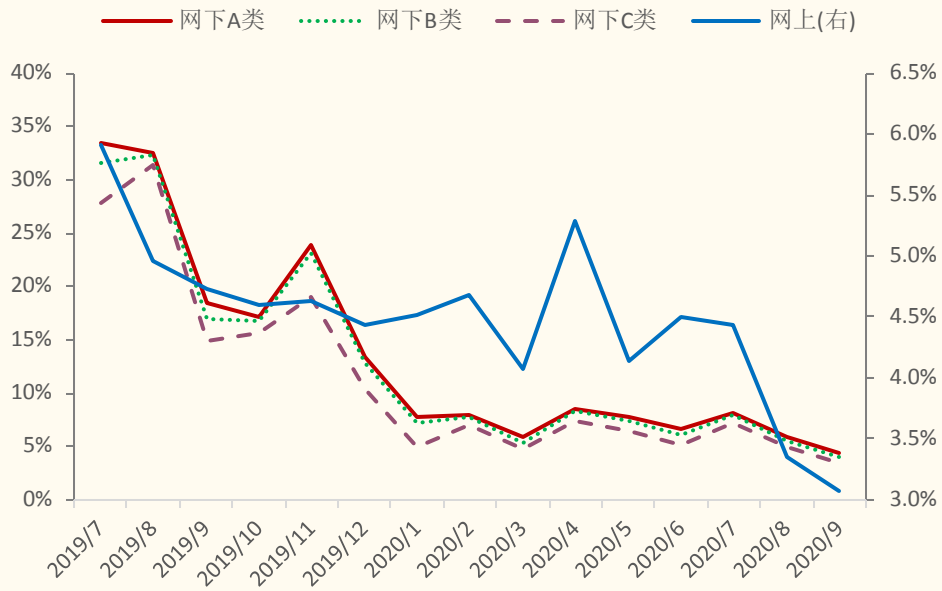
图表 7：创业板网上网下有效申购占比与网下各类投资者配股占比



来源：Wind、国金证券研究所

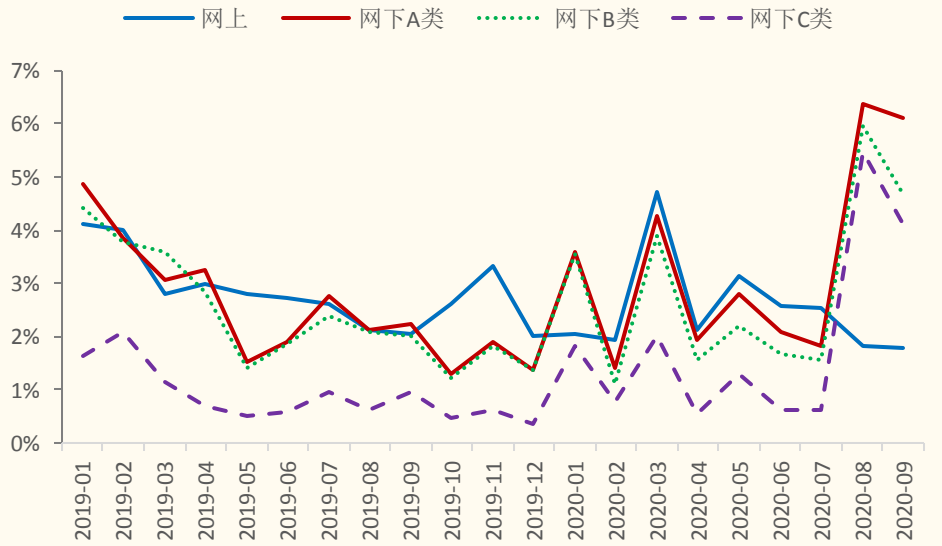
■ **就中签率来看，随着参与账户数量和申购上限的增加，科创板与创业板中签率有明显下滑趋势，且 2020 下半年以来网上和网下中签率发生逆转。**科创板 A 类、B 类、C 类投资者网下中签率分别为 0.065%、0.062%、0.056%，网上发行中签率为 0.038%；创业板 A 类、B 类、C 类投资者网下中签率分别为 0.049%、0.043%、0.036%，网上发行中签率为 0.020%。

图表 8：科创板新股月均中签率有明显下滑趋势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：创业板新股月均中签率有明显下滑趋势



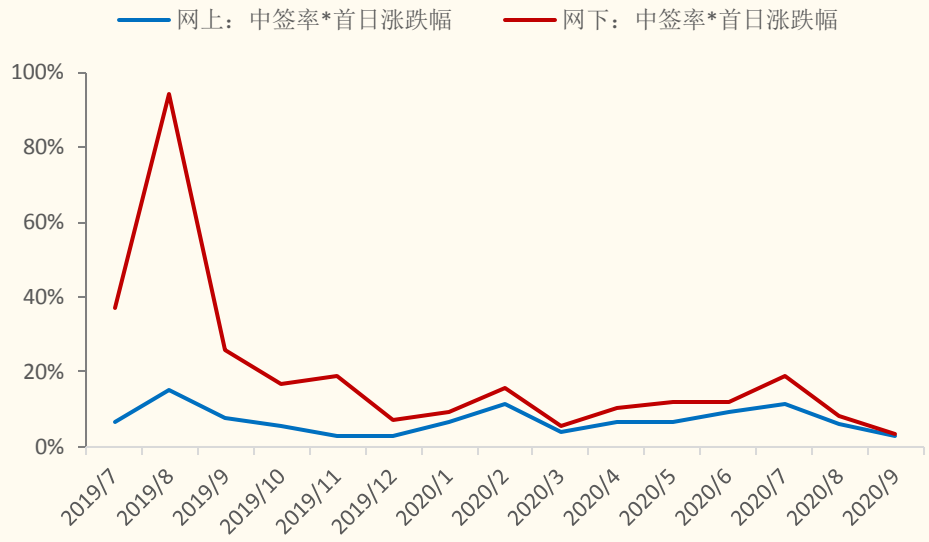
来源：Wind、国金证券研究所

4.3 网下打新收益率高于网上打新，机构投资者较个人投资者占优

- **总体来看，网下打新收益率都较网上打新收益率更高。**新股上市显著的一二级价差是打新策略的核心。科创板与创业板虽然市场化定价，但新股溢价依旧明显。2020 年 8-9 月，科创板首日上市涨幅的月均值分别为 169%/82%，创业板首日上市涨幅的月均值分别为 203%/342%。**如果以中签率与上市首日涨跌幅的乘积作为打新收益率的估计值，8-9 月科创板网下打新平均收益率为 5.9%，网上打新平均收益率为 4.5%。8-9 月创业板网下打新平均收益率为 16.4%，网上打新平均收益率为 4.5%。**
- **在市场化询价下，科创板与创业板的破发确有发生，但整体概率很低。**科创板上市首日破发的仅建龙微纳，首日涨跌幅为-2.14%；在 50 日后跌破

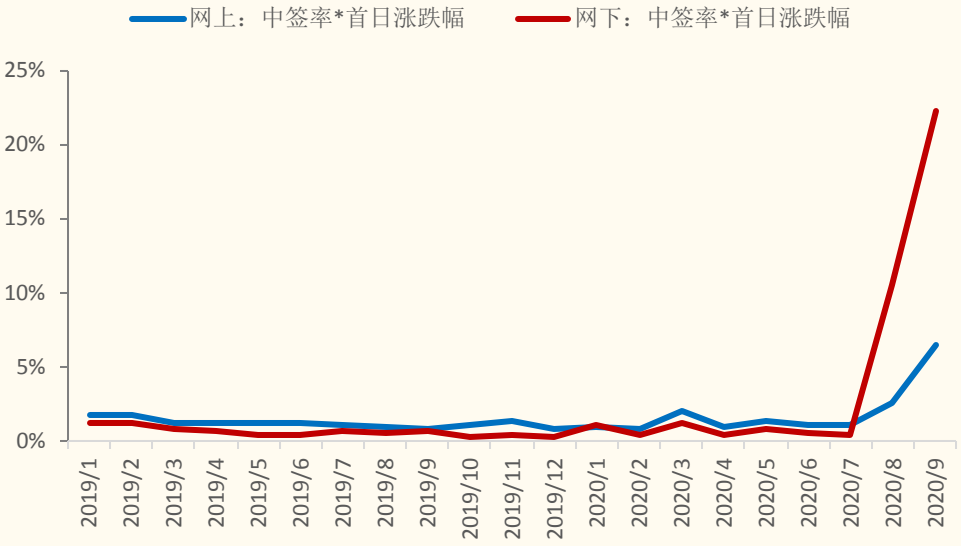
发行价的有久日新材、卓越新能等 5 支个股，跌破发行价主要是因为二级行情走弱且个股预期不高。创业板在 2013 年后暂未发生过首日破发。

图表 10：科创板打新收益率



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：创业板打新收益率



来源：Wind、国金证券研究所

■ **风险提示：**新股发行相关政策调整、经济下行超预期、新股涨幅不及预期等

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH