



张奥平：2021 年 A 股市场将迎来企业价值一九分化与破发常态化



作者：张奥平 知名财经学者、创投专家，增量研究院院长、如是资本董事总经理

孟竹青 增量研究院首席资本研究员、如是资本投资总监

一、A 股市场迎来破发常态化新阶段

1、科创板破发情况统计

自 2019 年 7 月 22 日首批 25 家公司在科创板上市交易以来,至 2021 年 2 月 5 日科创板已经稳定运行了一年半的时间,成功发行上市的企业达到了 225 家,其中有 35 家公司跌破发行价,破发率为 15.56%。

图表 1 科创板相对发行价跌幅 TOP 10 公司名单(截至 2021-02-05)

序号	证券代码	证券简称	首发价格 (元)	最新收盘价 (元)	相对发行价 涨跌幅 (%)	总市值 (亿 元)
1	688033.SH	天宜上佳	20.3700	11.4400	-43.64	51.3355
2	688065.SH	凯赛生物	133.4500	76.2000	-42.90	317.5117
3	688199.SH	久谦新材	66.6800	39.3300	-39.97	43.7455
4	688336.SH	三生国健	28.1800	17.6800	-37.26	108.9462
5	688228.SH	开普云	59.2600	38.4000	-34.89	25.7792
6	688550.SH	瑞联新材	113.7200	76.6100	-32.63	53.7661
7	688551.SH	科威尔	37.9400	26.1100	-31.18	20.8880
8	688335.SH	复洁环保	46.2200	32.0600	-30.64	23.2504
9	688118.SH	普元信息	26.9000	20.2400	-24.46	19.3090
10	688519.SH	南亚新材	32.6000	24.7000	-24.23	57.8968

资料来源：wind、增量研究院、如是资本

由于科创板在上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制，因此催生了市场早期发展阶段的非理性，具体表现是科创板上市公司在上市首日往往出现暴涨，之后随着市场的关注度下降，股价也逐步回归合理区间。在科创板 225 家上市公司中，有 139 家上市首日涨幅超过 100%，22 家涨幅超过 300%，6 家涨幅超过 500%，其中中国量子量的涨幅更是达到惊人的 923.91%。

因此，从跌破上市首日收盘价的上市公司统计数据来看，截至 2021 年 2 月 5 日，共有 171 家上市公司跌破上市首日收盘价，占比达到 76%，跌幅在 100% 以上的企业有 55 家，跌幅在 200% 以上的有 11 家。

图表2 科创板全部公司最新收盘价相对于上市首日收盘价涨跌幅



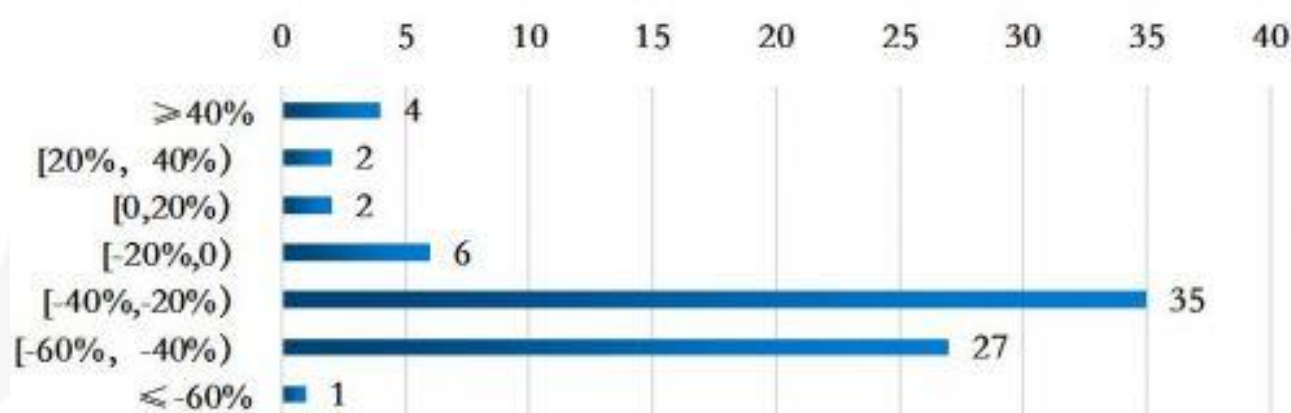
资料来源：wind、增量研究院、如是资本

2、创业板自试点注册制以来的破发情况统计

创业板试点注册制首批 18 家企业于 2020 年 8 月 24 日上市，截至 2021 年 2 月 5 日已稳定运行 165 天，77 家公司通过注册制发行上市，有 2 家上市公司跌破发行价，分别为杰美特(-13.77%)和锋尚文化(-9.77%)。

创业板在试点注册制后，在交易方式上适用了与科创板一样的制度，即上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，因此创业板同样延续了科创板的轨迹，公司在上市首日股票价格暴涨，但随着市场关注度的下降，股价逐步回归合理区间。在创业板 77 家试点注册制的上市公司中，有 62 家上市首日涨幅超过 100%，有 17 家涨幅超过 300%，6 家涨幅超过 500%，康泰医学上市首日的涨幅更是达到了 1061.42%。但上市后随着“新股”光环不再，热钱逐渐褪去，股价也逐步回归合理水平。截至 2021 年 2 月 5 日，共有 69 家公司股价跌破上市首日收盘价，其中有 63 家跌幅超过 20%，28 家超过 40%。

图表3 创业板试点注册制公司最新收盘价相对于上市首日收盘价涨跌幅

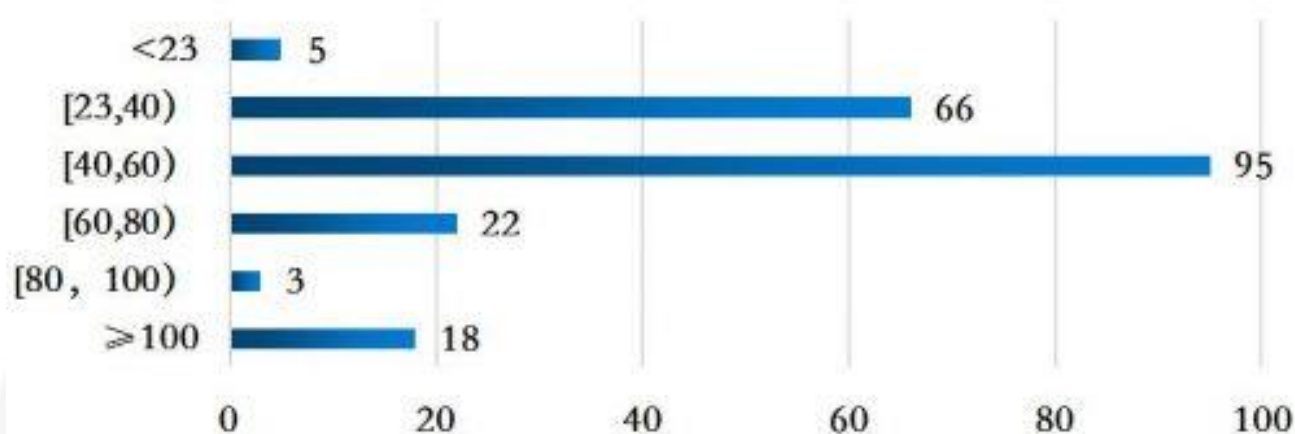


资料来源：wind、增量研究院、如是资本

3、注册制使得 A 股市场进入破发常态化新阶段

科创板破发率高跟其首发市盈率较高密切相关。注册制下，企业发行时采取市场化询价机制，估值定价更为合理，但也导致了市场的短期非理性。在已公布首发市盈率的 209 家科创板上市公司中，共有 204 家公司的首发市盈率突破 23 倍，占比高达 97.6%。科创板上市公司首发市盈率多集中在 23-60 倍之间，远高于主板的 22.82 和创业板的 29.68。因此在“新股”光环褪去后，业绩较好、有高增长预期的公司，股价表现平稳甚至持续升高；无亮眼业绩支撑，且估值溢价过高的企业，在市场大浪淘沙下股价逐步回归合理水平，破发也就在所难免。在核准制下，企业上市市盈率上限被锁定为 23 倍，估值较低，因而较少出现破发。

图表4 科创板209家上市公司首发市盈率分布情况统计

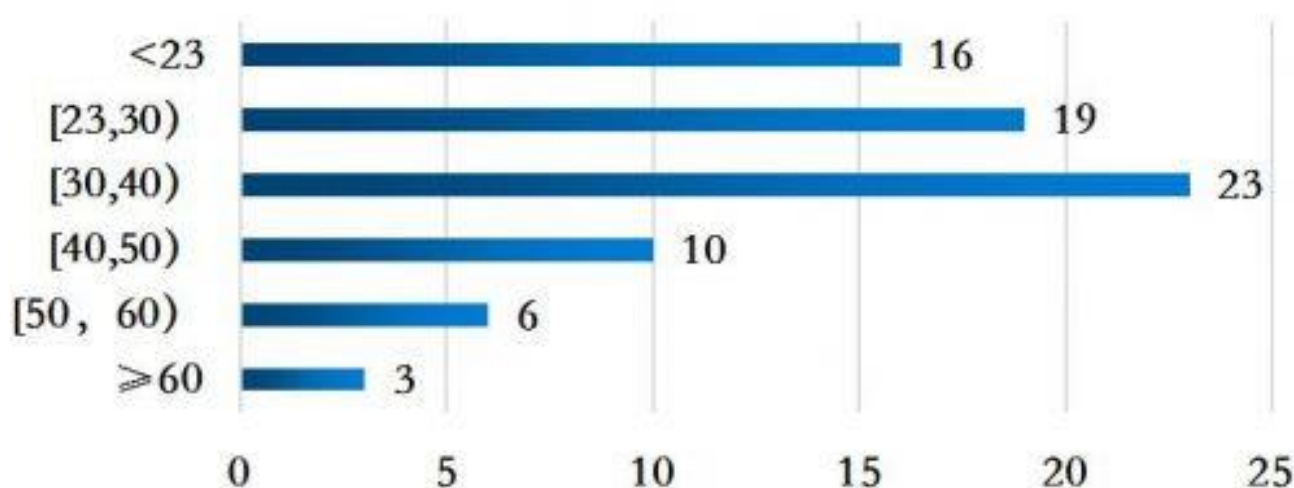


资料来源：wind、增量研究院、如是资本

截至 2021 年 2 月 5 日，创业板共计有 77 家公司以注册制的方式上

市,其中 16 家(占比 20.78%)首发市盈率低于 23 倍,42 家(占比 54.55%)首发市盈率集中在 23-40 倍之间,相较于科创板来说,首发市盈率较低,因而仅有 2 家公司(2.6%)的股价跌破发行价。

图表5 创业板试点注册制后上市公司首发市盈率



资料来源: wind、增量研究院、如是资本

伴随着深交所主板与中小板的合并,全面注册制改革将会更加稳健推进,届时首发市盈率将会全面放开,并且在上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制情况下,上市公司跌破发行价和上市首日收盘价的概率将会大大增加。注册制下, IPO 企业数量预计会一直处于高位,市场可选标的较多,一二级市场估值差将会彻底消失,“上市即可套利”的现象将逐步改变。

此外,证监会于 2 月 5 日发布的《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》规定 IPO 前 12 个月内突击入股的新股东锁定

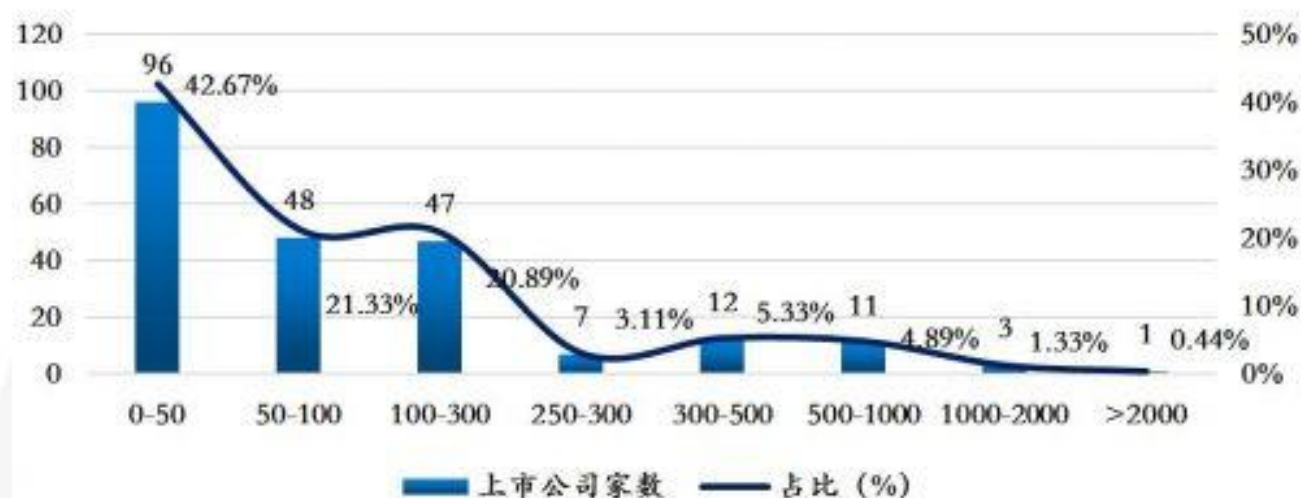
期 36 个月，Pre-IPO 投资模式将会面临重大考验。

二、注册制加速市场“分化”

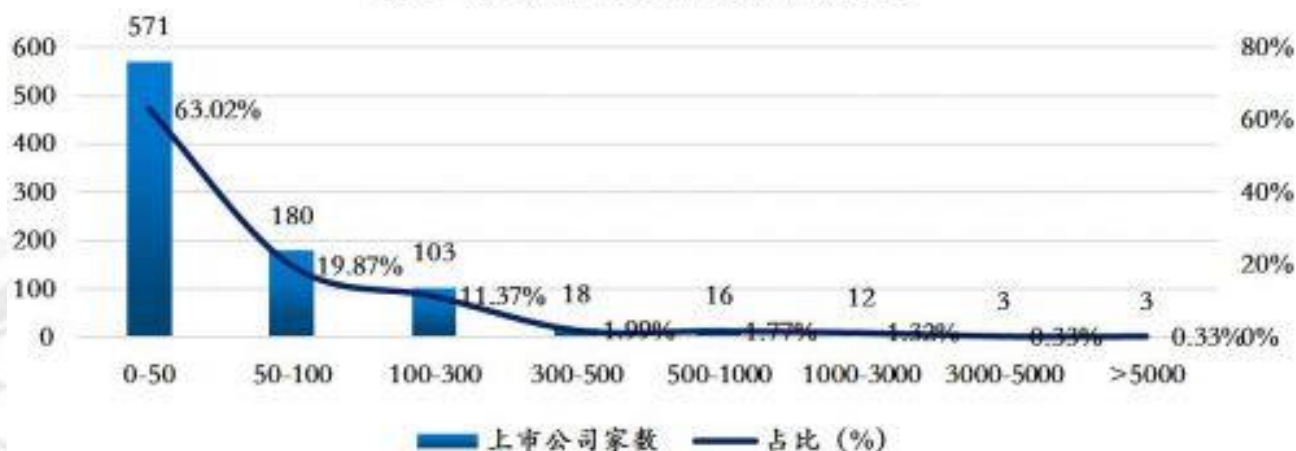
1、A 股企业市值分化加剧

A 股市场正在迎来一个分化的时代。2020 年下半年以来，随着少数头部企业股价的快速上涨，沪深股市“强者恒强、弱者恒弱”的一九分化格局越来越明显。截至 2021 年 2 月 5 日，科创板上市公司市值集中分布在 0-50 亿，共有 96 家，占比为 42.6%，300 亿市值以下的公司共有 198 家，占比为 88%；创业板上市公司市值同样主要集中在 0-50 亿，占比为 63.02%，300 亿市值以下的公司共计 854 家，占比为 94.26%；主板+中小板上市公司市值主要分布区间同样为 0-50 亿，占比为 48.9%，300 亿以下市值的上市公司共有 2674 家，占比为 87.76%。

图表6 科创板上市公司市值分布（亿元）

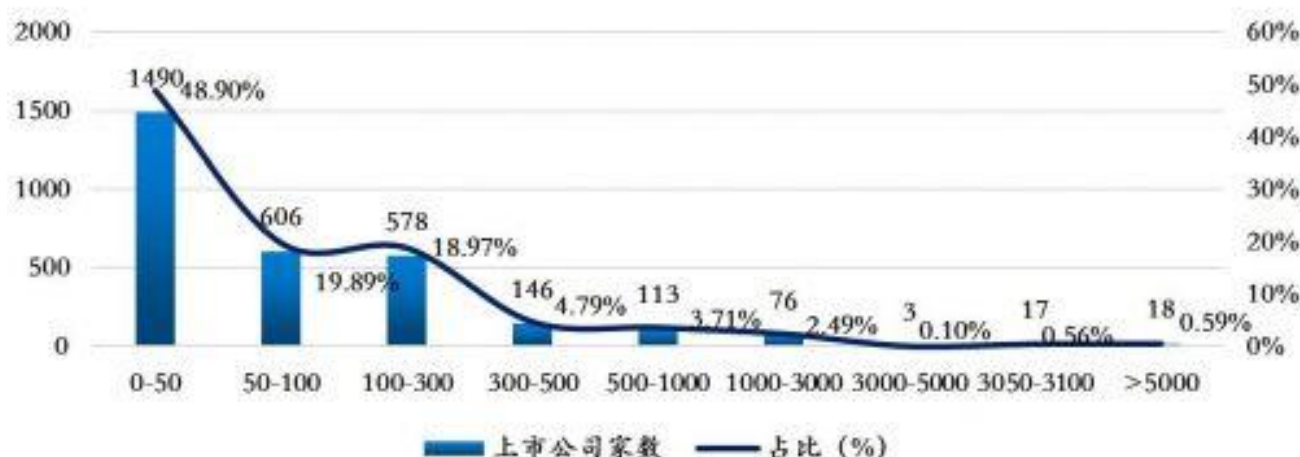


图表7 创业板上市公司市值分布（亿元）



资料来源：wind、增量研究院、如是资本

图表8 主板+中小板上市公司市值分布（亿元）



资料来源：wind、增量研究院、如是资本

从全部 4170 家上市公司的市值来看，共有 2157 家上市公司市值位

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52273

