



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

投资策略 | 策略专题

## 全要素复盘北证打新：24 年收益可期

### ——北交所策略专题之三

作者

分析师：武钊西

执业证书编号：S0590524010004

邮箱：wuyx@glsc.com.cn

自“深改十九条”发布及 IPO 进度放缓以来，北交所新股行情持续上行，2024/1/2-4/1 期间，新股首日涨幅均值达 103%，带动打新收益不断提升。北交所打新以网上参与为主，战略配售引入率达 93.2%，投资者参与方式灵活，随着后续 IPO 细则政策逐步落地，新股发行恢复常态化，打新收益可期。

- ④ **参与方式灵活，缴纳现金申购。**北交所现行发行承销规则部分仍沿用精选层阶段制度。在定价方面采用直接定价、网上竞价、网下询价；可参与对象方面，允许个人投资者参与网下询价，战配引入比例远超创业板，北交所开市至今超配使用率达 48%（统计时间截至 2024/4/1）；网下询价发行允许个人投资者参与，网上采取比例配售方式；申购方面：现金申购，新股申购资金冻结时间为 2 个交易日，参与者需考虑资金占用成本。
- ④ **网上发行仍是重头戏，中签率与双创逐渐趋同。**自北交所开市（2021/11/15）以来至 2024/4/1，仅 5 家公司选择网下询价，占开市后新股发行比重 3%。相比沪深，目前网上定价发行仍是北交所新股发行的主要方式。自阿为特首日涨幅达 1008%及“深改十九条”发布后，北交所打新再次迎来热潮，中签率自 23Q2 均值 3.72%降至 0.73%后持续下探至 24Q1 均值为 0.11%，逐渐向沪深靠拢，但仍高于双创（0.05%/0.03%）。
- ④ **首日表现与市场情绪、发行要素关联度较高。**在精选层阶段，首批 32 家新股发行 PE 均值为 31 倍，破发率达 66%，在宣布北交所成立后，投资者对市场乐观预期明显提升，叠加参与门槛下降带来大批增量申购参与账户，流动性改善后北交所开市首日 10 只新股同时上市也未出现破发。至 22Q4 新股首发 PE 均值约为 22 倍，但新股发行加速叠加整体市场环境导致破发率升至 70.8%，随后 23Q1 发行节奏放缓，发行 PE 均值降至 20 倍以下，破发率快速下降，首日涨幅逐步修复。综合看，目前在以个人投资者为主导的打新市场中，北交所新股首日表现受到市场情绪、发行要素影响较为显著。
- ④ **适合“固收+”配置，重视战配机会。**不同于双创对于新股申购的市值要求，北交所打新无底仓要求限制，对于账户规模低于网上申购上限的投资者而言，参与打新资金利用效率更高；对于机构投资者来说，北交所战略配售引入率达 93.2%，且北交所战略配售获配率远高于双创，参与战配也是机构参与的重要方式，且北交所上市后涨幅分化较为显著，择机与择股并重，对于优质新股建议可积极参与。
- ④ **申购需考虑账户资金占用，中性预测 500 万元规模账户收益有望达 14%。**中性假设北交所 2024 年新股发行数量为 50 只，中签率为 0.6%，

首日涨幅为 50%，500 万元现金账户对应全年打新收益约为 72 万元，对应年化收益率约为 14%。

**风险提示：** 发行节奏不及预期， 打新收益不及预期。

1、《美国库存视角，看出口链机会：——Global Vision 第九期》2024.04.16

2、《公募基金对北证配置平稳起步：——北证策略专题之二》2024.04.15

## 正文目录

1. 北交所打新基本要素复盘	3
1.1 申购规则：参与渠道多元，要求现金申购	3
1.2 打新要素：网上参与账户数波动增长，中签率不断下探	5
1.3 战略配售：机构参与的主要方式	9
2. 2024 年北交所新股网上申购收益预测	12
2.1 中性预测收益率有望达 14%	12
3. 风险提示	14

## 图表目录

图表 1：各板块发行阶段规则一览	3
图表 2：各板块配售阶段规则一览	4
图表 3：双创与北交所新股发行数量（家）	5
图表 4：双创与北交所首发平均募资额（亿元）	5
图表 5：北交所网上参与账户数情况（万户）	6
图表 6：双创与北交所申购参与账户数对比	6
图表 7：北交所新股网下询价参与主体为个人投资者	6
图表 8：直接定价发行数量占总发行数量比例（%）	7
图表 9：各板块网上参与中签率均值对比（%）	7
图表 10：23Q3 后网上有效申购资金大幅跃升（%）	8
图表 11：深改十九条发布后，中签率大幅降低（%）	8
图表 12：北交所网下发行数量较少，网下中签率较高	8
图表 13：首日涨幅与发行 PE 具有一定关联性	9
图表 14：北交所战配类型以一般法人类型为主（%）	10
图表 15：各板块券商集合理财占比情况（%）	10
图表 16：创业板与北交所引入战配情况（%）	10
图表 17：各板块战配获配率（%）	10
图表 18：北交所公司上市后 6/12 个月涨幅情况（%）	11
图表 19：目前战略配售解禁项目中投资收益位列前 10 的机构	12
图表 20：公募参与战配收益情况	12
图表 21：北交所网上参与申购收益敏感性测算关键假设表	13
图表 22：2024 年北交所网上打新收益率敏感性测算	14

## 1. 北交所打新基本要素复盘

### 1.1 申购规则：参与渠道多元，要求现金申购

北交所采取注册制发行，发行承销规则部分延续精选层时期相关制度，在定价方面采用直接定价、网上竞价、网下参与；可参与对象方面，允许个人投资者参与网下询价，战配引入比例远超沪深，北交所开市至今超配使用率达 48%（统计时间截至 2024/4/1）。此外在申购及配售方式也与科创板、创业板（以下简称双创）有所差异。

- (1) **定价方式更为多样。**北交所新股定价采取直接定价、网上竞价、网下询价三种方式。
- (2) **网下询价允许个人投资者参与，对比双创参与门槛较低。**北交所询价对象分为专业机构投资者和其他投资者两类，其中其他投资者包括满足一定条件的个人投资者。参与门槛方面，双创分别要求 6000 万元沪市和深市市值，北交所要求除公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险基金、及合格境外投资者六类专业机构投资者外的其他投资者从证券二级市场买入的非限售股票及非限售存托凭证截至最近一月末总市值不低于 1000 万元即可，对比双创参与门槛较低。

图表1：各板块发行阶段规则一览

	北交所	主板	科创板	创业板
定价方式	直接定价、询价发行、竞价发行	直接定价、询价发行	直接定价、询价发行	直接定价、询价发行

发行定价阶段	网下投资者范围	1) 机构投资者：基金、证券、保险及前述机构资管子公司、期货、信托、财务公司、(R)QF II、符合一定条件的 PE 基金管理人等 8 类专业机构投资者；一般机构投资者； 2) 符合要求的个人投资者	1) 证券、基金、期货、信托、保险、财务、QF II、私募等八类投资机构； 2) 个人、其他法人组织	证券、基金、期货、信托、保险、财务、QF II、私募等八类投资机构		
	网下投资者市值认定范围	其从证券二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证截至最近一个月末总市值应不低于 1000 万元。	其从沪/深二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证截至最近一个月末总市值应不低于 6000 万元； 市值计算：已初步询价开始前 2 个交易日为基准日，在基准日前 20 个交易日（含基准日）所持有沪/深市场非限售 A 股股份和非限售存托凭证的日均市值			
	网上投资者范围	1) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）； 2) 参与证券交易 24 个月以上。已开通科创板交易权限的个人投资者申请开通本所交易权限时，无需符合本条第一款所列条件。	无资产、投资年限要求	申请开通前 20 个交易日证券账户及资金不低于 50 万元，并参与证券交易满 24 个月	存量投资者；新增投资者；申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户资产不低于 10 万元，并参与证券交易满 24 个月	
	询价报价限制	1) 网下投资者可以为其管理的不同配售账户分别填报一个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不得超过 3 个；2) 最高报价与最低报价的差额不得超过最低报价的 20%	1) 网下投资者可以为其管理的不同配售账户分别填报一个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不得超过 3 个；2) 最高报价与最低报价的差额不得超过 20%			
	询价发行高剔比例	高价剔除比例不超过所有网下投资者拟申购总量的 3%	高价剔除比例不超过所有网下投资者拟申购总量的 3%，也不低于 1%			
	四值孰低计算方法	无要求	参考网下投资者高剔报价后剩余报价的中位数、加权平均数，及公募基金、社保基金、养老金、QF II 剩余报价的中位数和加权平均数定价，定价超过“四个值”孰低值幅度不高于 30%			

资料来源：上交所，深交所，国联证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/648122013044006061>