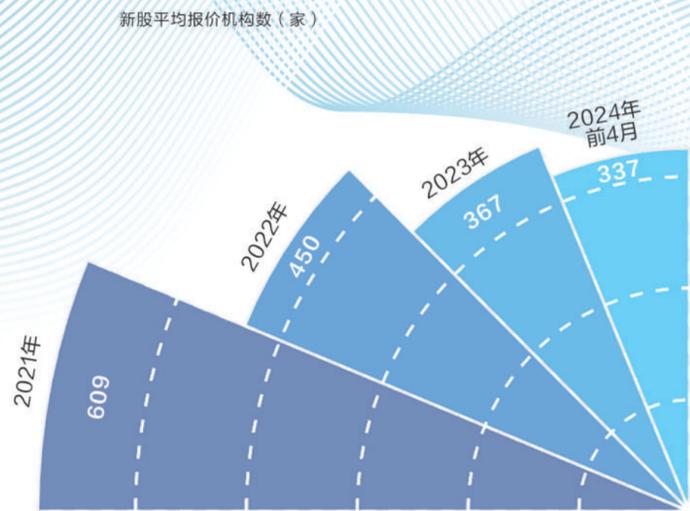


# 网下打新生态透视： 询价入围率回升 机构参与门槛提高

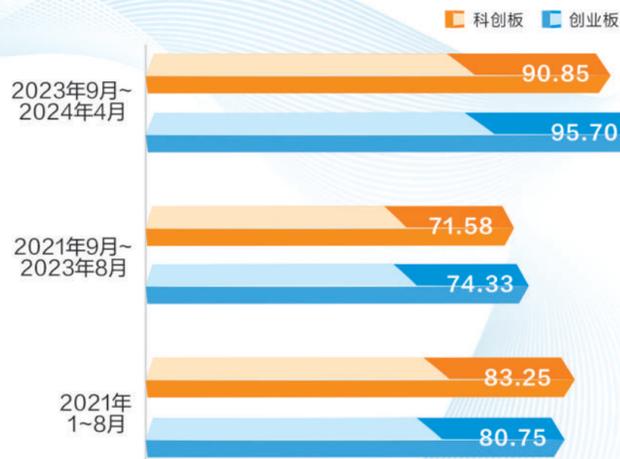
参与新股网下询价机构数量走低 (图1)



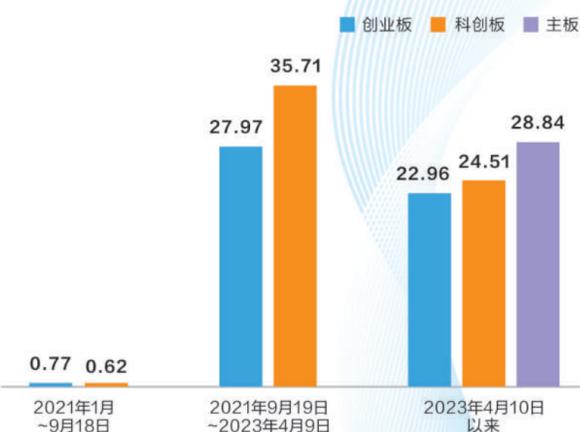
各板块新股溢价率均值 (图2)



机构询价入围率先降后升 (%) (图3)



新股有效报价区间宽度均值 (%) (图4)



证券时报记者 郭洁

今年前4个月，沪深两市共有26只新股上市，其中上市首日股价破发仅有1只，破发率较2022年和2023年大幅度下降。12只新股上市首日涨幅超100%，打新情绪和收益率显著好转。

新股市场明显好转，一方面是由于新股发行减少，凸显出物以稀为贵；另一方面，今年沪深交易所明显加强了对新股定价的监管力度，先后对多家网下询价机构采取书面警示措施。

在高定价超募被严监管的背景下，今年新股发行市盈率平均值为25.24倍，显著低于去年同期，多只新股的发行价不足10元。本文通过梳理2021年以来沪深两市新股询价数据，透视机构网下打新生态。

## 网下打新门槛提高 询价机构数量走低

近年来，参与新股询价的机构数量在持续走低。据证券时报·数据宝统计，2021年1~8月，单只新股平均有635家机构参与网下询价，在2021年9月18日询价新规正式实施后，当年9~12月单只新股询价机构数量降至557家。

2022年和2023年，单只新股平均参与询价的机构数量进一步降低，分别降至450家和367家，2024年前4个月份，这一数据再下降至337家。以今年前4个月均值，较新规发布前的数据相比，询价机构数量下降47% (图1)。

全面注册制实施以来，沪深两市一共有210家公司上市。参与网下询价机构投资者数量最多的是上证主板的万丰股份，公司于2023年5月10日上市，有439家机构参与网下询价；最少的是科创板公司艾罗能源，公司于2024年1月3日上市，参与网下询价的机构数量仅195家。

打新不再是稳赚不赔的投资。2021年以来，新股上市初期溢价率 (新股首日成交均价相比发行价涨跌幅，核准制新股按开板日成交均价统计) 整体呈现走低，甚至有多个月份出现负值，包括2022年4月科创板新股溢价率为-10.14%，2023年4月创业板新股溢价率为-3.31%，2023年10月科创板新股溢价率为-13.23%，打新收益在大幅度缩水。不过，今年以来，随着行情好转，新股溢价率又有所提升 (图2)。

全面注册制实施后，单纯靠“高价博弈入围”的打新策略已经行不通，打新更加依赖机构对市场和标的的研究能力。从网下投资者有效申购获配比例来看，这一数值范围在0.01%~0.38%之间，平均数为0.03%，意味着一家机构申购1000万元新股，最终只能配售3000元。因此，对于机构来说，在扣除定价研究等各项成本后，实际回报非常有限。

诺德基金基金经理曾文宏表示，全面注册制后，双边打新需要上海和深圳都有6000万元日均市值，部分之前参与打新的基金并不满足双边市值的要求。同时，全面注册制提高了参与主板新股申购的市值门槛，一些规模较小的基金可能因为市值不足被迫退出。这也是导致询价机构数量持续

走低的原因之一。

## 询价入围率回升 报价更加分散

数据宝梳理2021年以来上市的新股数据发现 (不包含直接网上定价发行的新股)，网下机构询价入围率呈现先降后升的趋势。

以创业板、科创板上市新股来看，有两个明显的时间节点，2021年询价新规发布前的1~8月份，两者询价入围率均值分别为80.75%和83.25%，2021年9月询价新规发布后，创业板、科创板询价入围率均经历了下滑，绝大多数月份的人入围率均值落在60%~80%之间，甚至在2022年5月出现36.1%的人入围率最低点。

2023年9月后，证监会加强逆周期调节，阶段性收紧IPO，创业板、科创板询价入围率提高，去年9月至今年4月均值分别为95.7%和90.85%。

主板方面，以2023年4月全面注册制首批新股上市为节点，当年4~8月主板新股机构询价入围率均值为86.2%，与此前核准制下96%的人入围率均值相比，有所下降。2023年9月后，主板询价入围率也提高，去年9月至今年4月均值为92.93%。

机构询价入围率先降后升，从背后原因来看，由于全面注册制后新股高价剔除比例从10%下调至1%，发行人在机构“四数”报价基础上也会将发行价下调导致低价剔除比例下降，因此参与账户的入围率出现提升。

从询价有效性看，询价新规前，大多数双创 (科创板、创业板) 新股网下询价的有效报价均为个位数，机构报价集中度较高，创业板、科创板的有效报价区间宽度 (最高报价相比最低报价的高出幅度) 均值分别为0.77%、0.62%。询价新规发布后，大批双创新股有效报价数超100个，有些甚至超200个，机构报价也开始分散，双创新股有效报价区间宽度显著拓展。

从个股明细数据来看，有效报价区间宽度超50%的新股，上市时间均在2021年10月以后，其中有9只双创新股的有效价格区间宽度超100%，安路科技有效报价区间宽度最高，公司于2021年11月12日登陆科创板上市，有效报价机构数量160家，有效报价区间为26.00元~74.67元，最终公司发行价为26.00元。

全面注册制之后，主板注册制新股定价取消23倍的市盈率上限，投资者询价报价集中度也随之分散，有效报价数量激增，例如2023年11月7日上市的麦加芯彩，有效报价机构数达340家，有效价格数量多达368个，有效报价区间宽度达54.29% (图4)。

报价呈现分散，对于机构投资者来说，打新更考验其定价能力和个股精选能力。为提高入围率，同一家机构旗下不同配售对象通过分散报价，以增加入围可能。

## 询价高热度新股 更不易破发

上市首日破发的新股，询价机构数量和入围率均低于同期未破发新

股。一般来说，网下询价入围率越高，说明获配的机构数量越多，持股更加分散，上市首日集中抛售的可能性越低，有利于新股上市首日的表现。

从具体个股看，2022年有4只科创板新股首日破发幅度超30%，分别是唯捷创芯、普源精电、翱捷科技、哈铁科技，这几只新股询价机构数量均不高，像普源精电仅有301家机构参与询价，以入围率看，普源精电入围率为57.54%，翱捷科技为60.96%，均比较低。海创药业首日破发幅度也近30%，其询价机构更是仅有176家，入围率为49.8%，不足一半。

分区间统计显示，2021年以来上市的注册制新股中，破发股询价机构家数平均值为362家，入围率为69.85%，两项指标均低于上市首日股价上涨的新股组合。上市首日股价翻番的新股平均询价机构数量最高，达到403家，平均入围率也是最高，超过82% (图5)。

相比之下，有22只注册制新股询价入围率超97%，高于2021年询价新规发布前核准制主板新股入围均值，这22股上市首日股价平均上涨161.9%，显著高于整体注册制新股首日股价平均涨幅。

## QFII报价最激进 私募打新收益率最高

以2021年9月后上市的注册制新股为统计范围，数据宝对各类机构的打新参与度、报价有效性和打新收益率进行比较。

从各类机构询价次数来看，公募基金、私募基金打新积极性较高。2021年9月询价新规发布后上市的注册制新股中，公募基金、私募基金合计询价均超百万次，分别为122.12万次和105.64万次；企业年金参与询价次数位居第三名，达80.22万次。

公募基金中，华夏基金、鹏扬基金、工银瑞信基金等50家基金参与新股询价公司数量超600家。私募基金

中，北京卓识私募基金、中兴汉广 (北京) 私募基金、海南果参私募基金、海南世纪前沿私募基金参与新股询价公司数量居前，均超500家。

结合有效报价次数来看，私募基金的报价入围率最高，达82.7%；证券机构和企业年金的报价入围率位列其后，分别为75.62%和74.63%；相比之下，保险和机构自营投资账户的报价入围率较低，均未超70% (图6)。

有效报价方面，各类机构中，QFII报价最为激进，高价剔除比例最高。

2021年9月后上市的注册制新股中，公募基金和私募基金因高价剔除比例被剔除次数较多，均超万次。但从高价剔除次数占报价次数的比例来看，QFII报价最为激进，1.03万次报价中有586次被高价剔除，剔除比例达5.69%；其次是机构自营投资账户，高价剔除比例为3.06%；其他机构高价剔除比例多数落在1%~2%之间 (图7)。

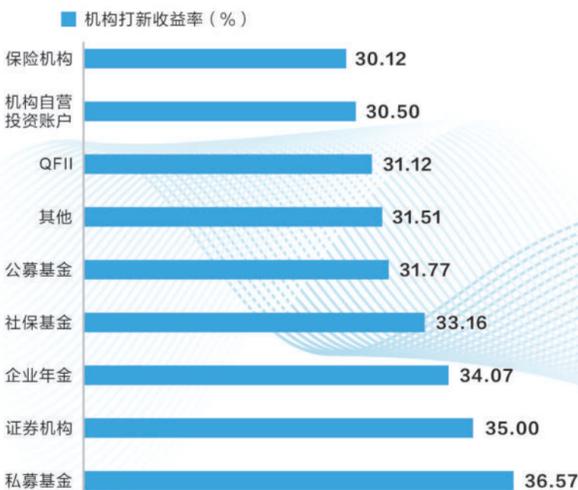
如果不考虑报价有效性 (即高报和低报的价格也纳入统计)，用全部报价的均值相比发行价，各类机构谁的报价更高？统计发现，私募基金和QFII的报价相比最终发行价溢价率最高，分别达1.08%和1.07%，说明相较于其他机构来说，私募基金和QFII整体报价偏高。

从打新收益率角度统计，各类机构打新收益率均在30%以上，其中私募基金收益率最高。

在综合考虑机构入围率和新股上市初期的溢价率后，粗略计算机构打新收益率发现，私募基金打新收益率达到36.57%；证券机构打新收益率次之，为35%。相比之下，机构自营投资账户、保险机构的打新收益率较低，分别为30.50%和30.12% (图8)。

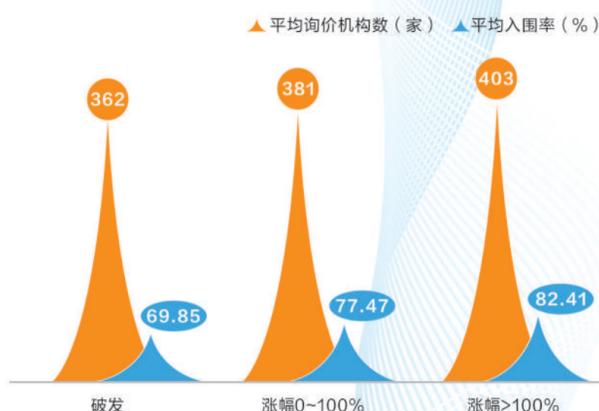
一般而言，发行市盈率、发行价的高低以及市场整体热度均会影响新股上市后的行情表现，除了这些因素之外，业绩基本面向往也是投资者最看重的指标。排除上市当年业绩亏损的新股，各大机构的打新收益率均有不同程度的提升。

各类机构打新收益率 (图8)



注：统计范围包括2021年9月18日以来注册制新股

破发股机构询价入围率低 (图5)



各类机构参与询价次数 (图6)

机构	累计参与询价次数	入围率 (%)
公募基金	1221155	71.03
私募基金	1056411	82.70
企业年金	802203	74.63
保险机构	64053	69.79
证券机构	51205	75.62
其他	50424	70.80
社保基金	23399	71.15
机构自营投资账户	15824	66.96
QFII	10294	70.71

注：统计范围包括2021年9月18日以来注册制新股

机构询价高价剔除比例一览 (图7)



注：统计范围包括2021年9月18日以来注册制新股