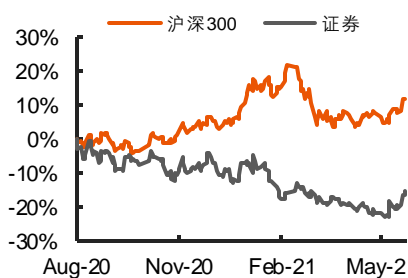


行业深度报告

如何理解当前 IPO 审核压力及发行节奏？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*证券*赴美上市信披要求升级，关注 CDR 回 A 机会》2021-08-02

《行业点评*证券*券商 2021 分类结果出炉，大券商优势稳固》2021-07-26

《行业点评*证券*从严打击证券违法，保障资本市场高质量发展》2021-07-07

《行业动态跟踪报告*证券*市场与政策共振，通道业务转型初见成效》2021-04-17

《行业年度策略报告*证券*通道业务转型在即，发挥资本市场枢纽作用》2020-12-03

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
wangweiyi059@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬 一般从业资格编号
S1060120010015
haobotao973@pingan.com.cn



- IPO 半年回顾：注册制认知仍需强化，真实通过率下滑。** 1) 2021 年上半年，受压实中介机构责任、强化股东信披监管及科创板“硬科技”属性影响，IPO 撤单公司数量大幅增加、真实通过率下滑至 64.24%，为 2019 年以来最低值。2) IPO 融资规模 2109.50 亿元，同比增长 51.46%，较 2020 年下半年下滑 36.21%。
- 如何理解监管表态 IPO 审核并未收紧：压实中介机构责任，保障上市公司质量。** 1) 以美国经验来看，1990-2020 年间，股市繁荣拉动企业 IPO 热情，且当股指与经济基本面出现较大背离（股市总市值占 GDP 比重过高）的情况下，可能因劣质企业现金流断裂加大资本市场波动，因此提高上市公司质量有助于夯实资本市场基础。2) 2020 年下半年 IPO 融资高峰的出现有两大原因：一是 2020 年 7 月后股市走强，企业上市融资热情大幅增加；二是创业板注册制落地，企业集中申报，大量优质企业短时间内成功上市。3) 因此，随着股市上涨幅度收窄、排队企业质量下沉，2021 年上半年 IPO 融资规模回落属于正常现象。同时，排队企业质量良莠不齐，监管不断强调压实中介机构责任，防止因劣质企业大量上市影响资本市场稳定。
- 短期 IPO 发行节奏或仍有波动，长期市场融资能力稳步提升：** 1) 我国资本市场定位为服务实体经济转型升级，直接融资占比将逐步提升。因此，发行节奏须考虑流动性因素，防止因发行节奏过快自宏观及结构层面影响上市公司融资。同时，由于我国个人投资者占比高，需要考虑市场承受能力，构建投资者信心。2) 展望后市，我国货币政策大概率保持稳中略松，流动性虽暂不支持大幅加快发行节奏，但暂无因流动性收紧 IPO 发行节奏之虞。3) 此外，长期来看全面推行注册制、中长期资金入市、退市制度完善、金融对外开放等政策不断完善，有助于市场扩容和制度完善，推动市场效率提升有利于增加 IPO 热情，市场的融资能力将稳步提升。4) 在当前注册制推行初期，中介机构、上市公司、监管层都仍有待进一步磨合，对注册制的理解和执行仍在不断调整中，短期 IPO 融资规模或仍有波动。
- 投资建议：**提升直接融资比重是我国深化金融供给侧改革、服务经济发展的关键举措，随着中介机构对注册制理解逐渐深入、执业水平提升，投行的专业水平和市场影响力或加速分化，头部投行在执业经验、专业人才建设和市场话语权等方面优势进一步扩大，并且以 IPO 为支点业务撬动更长的 ToB 业务链条，强者恒强。
- 风险提示：**1) 货币政策超预期宽松；2) 全面注册制超预期落地；3) 地缘政治因素加快中概股回 A。

正文目录

一、 IPO 上半年回顾：真实通过率下滑，注册制认知仍需强化	4
1.1 IPO 融资规模及真实通过率较 2020 年下半年有所下滑.....	4
1.2 监管表态审核并未收紧	5
二、 如何理解当前审核压力？	5
2.1 国际经验：提升上市公司治理水平和信披质量有助于夯实资本市场基础	6
2.2 企业集中申报质量良莠不齐，压实中介机构责任以保障上市公司质量.....	8
三、 IPO 发行节奏会加快吗？	12
3.1 融资端：发行节奏考虑流动性，保障资本市场稳定繁荣.....	12
3.2 投资端：防止发行节奏过快带来流动性压力和市场异动.....	13
3.3 短期 IPO 发行节奏仍有波动，长期来看 IPO 融资规模将稳定增长	13
四、 投资建议	14
五、 风险提示	14

图表目录

图表 1	A 股半年度 IPO 融资规模（亿元）	4
图表 2	IPO 融资规模同、环比走势分化	4
图表 3	IPO 企业撤材料数量大幅增加（家）	5
图表 4	IPO 真实通过率下滑	5
图表 5	创业板 IPO 真实通过率下滑	5
图表 6	科创板 IPO 真实通过率下滑	5
图表 7	美国 IPO 热度与股指走势正相关	6
图表 8	美股总市值与 GDP 比重	7
图表 9	2020 年存在债市向股市的流动性转移	7
图表 10	盈利水平不佳的小型公司自愿退市或为美股走出互联网泡沫阴影起到正向作用	8
图表 11	2021 年上半年创业板被否案例梳理	9
图表 12	2021 年上半年科创板被否案例梳理	9
图表 13	创业板逐月新上市企业平均审核周期提升	10
图表 14	科创板新上市企业平均研发投入（2020）	10
图表 15	2021 年以来监管提升中介机构执业质量文件梳理	10
图表 16	2021 年四批现场检查企业最新审核状态（2021.08.05）	11
图表 17	2021 年上半年 A 股新上市公司首日、10 日、20 日涨跌幅（%）	13
图表 18	2020 年下半年以来个人投资者激增（万户）	13
图表 19	我国个人投资者占比高（万户，2021.05）	13

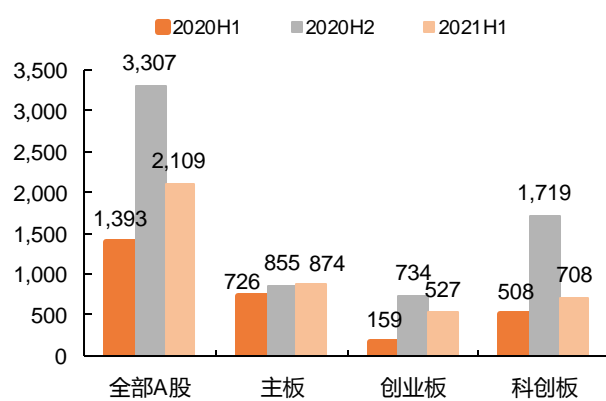
一、IPO 上半年回顾：真实通过率下滑，注册制认知仍需强化

2021 年上半年，受压实中介机构责任、强化股东信披监管及强调科创板“硬科技”属性影响，IPO 撤单公司数量大幅增加、真实通过率下滑。IPO 融资规模虽较 2020 年上半年有所增加，但与 2020 年下半年相比有所萎缩。

1.1 IPO 融资规模及真实通过率较 2020 年下半年有所下滑

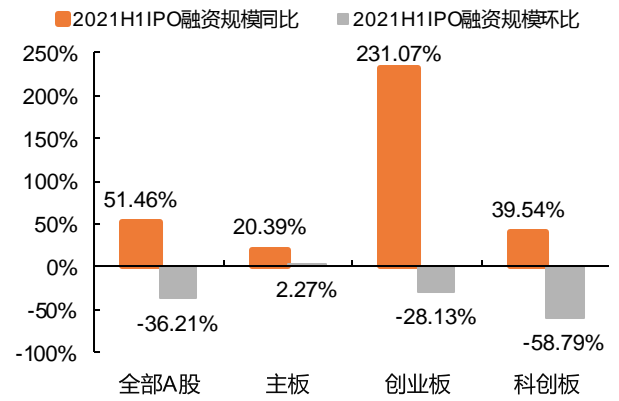
2021 年上半年 IPO 融资规模同、环比增速分化，创业板及科创板融资规模下滑。2021 年上半年，A 股 IPO 融资规模达 2109.50 亿元，同比增长 51.46%，较 2020 年下半年下滑 36.21%。其中，主板融资规模 873.93 亿元，同、环比分别增长 20.39%、2.27%；科创板融资规模 708.27 亿元，同比增长 39.54%、环比下降 58.79%；创业板融资规模 527.29 亿元，同比增长 231.07%、环比下降 28.13%。IPO 融资规模环比下滑主要由创业板及科创板融资规模下滑导致。

图表1 A 股半年度 IPO 融资规模 (亿元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 IPO 融资规模同、环比走势分化

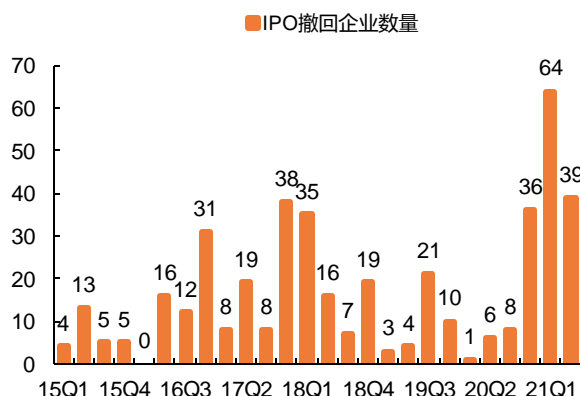


资料来源: WIND, 平安证券研究所

IPO 企业撤单数量大幅增加，真实通过率下滑。2021 年上半年，所有上会企业中共有 203 家通过审核、10 家未通过审核，以“通过率=通过企业数量/(通过企业数量+未通过企业数量)”计算，2021 年上半年通过率为 95.31%，相较 2020 年下半年的 98.26% 下滑不大。然而，由于监管不断压实中介机构责任、加强股东信息披露监管、强化科创板“硬科技”属性，大量拟上市公司撤回上市申请，其中 2、3 月份为撤单高峰，以“真实通过率=通过企业数量/(通过企业数量+未通过企业数量+撤回企业数量)”计算，IPO 真实通过率下滑至 64.24%，较 2020 年的下半年的 89.68% 下滑显著。大量企业“撤材料”导致的真实通过率下滑为 IPO 融资规模同比下降的主要原因。

此外，2020 年下半年，金龙鱼及中芯国际分别完成创业板及科创板 IPO，募集资金净额分别达到 136.93 亿元、525.16 亿元，2021 年上半年无相当规模 IPO 事件。两单超大项目导致的高基数同样对融资规模增速产生了较大影响。

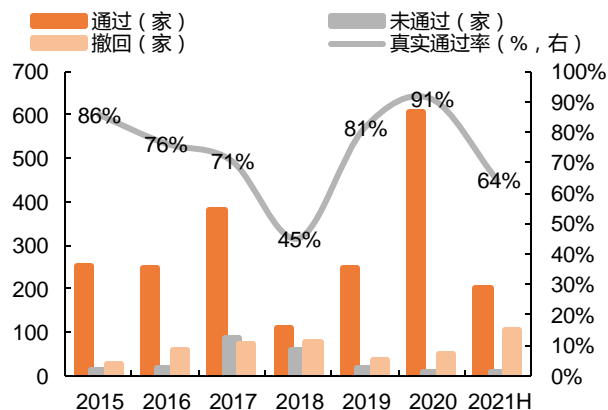
图表3 IPO企业撤回材料数量大幅增加(家)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 含终止审查企业数量

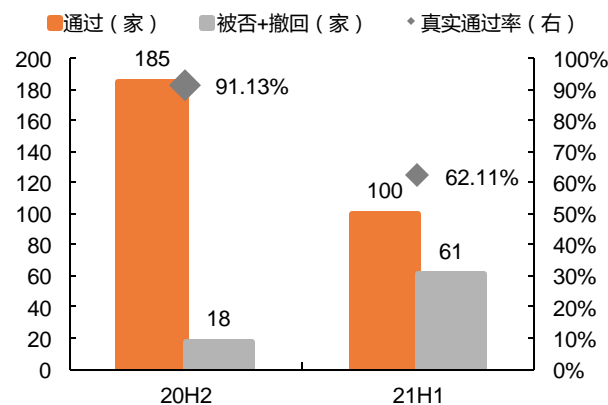
图表4 IPO真实通过率下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

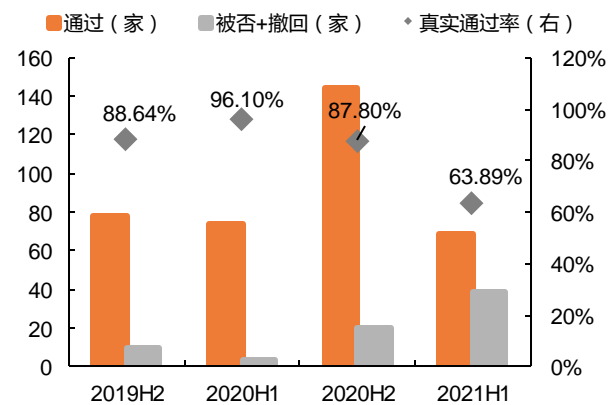
注: 真实通过率=(通过/(通过+未通过+撤回))

图表5 创业板IPO真实通过率下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 科创板IPO真实通过率下滑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 监管表态审核并未收紧

监管两次表态审核并未收紧或放松。2021年以来IPO真实通过率下行,市场存在“审核趋严”的误解。对此,监管层两次表态,IPO审核并未趋严。2021年2月26日,证监会新闻发言人就IPO申报企业情况答记者问时称,IPO排队审核企业数量较多,一是经济发展转型及资本市场改革成效的反映,二是实施注册制后市场有一逐步适应的过程所致。而IPO审核既未收紧,也未放松。2021年6月10日,易会满在第十三届陆家嘴论坛上发表主题演讲中表示:“IPO发行既没有收紧,也没有放松”,市场认为IPO收紧,可能源自三方面原因:“一是落实新证券法的要求,对中介机构的责任压得更实了;二是加强股东信息披露监管,明确了穿透核查等相关要求;三是按照实质重于形式的原则,完善了科创属性评价体系,强化了对‘硬科技’要求的综合研判”。

二、 如何理解当前审核压力?

市场情绪高涨通常会推动IPO热情。然而,当股指与经济基本面出现较大背离,泡沫不断累积,过多劣质上市企业现金流断裂可能加剧泡沫破裂风险,并对金融体系造成冲击。因此,注册制下更需

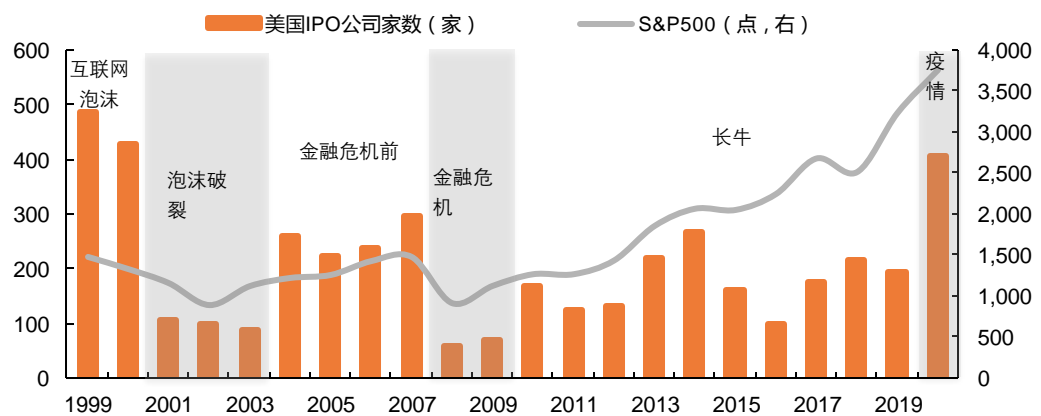
关注上市公司质量，并通过压实中介机构责任的方式保障信息披露。2020 年股市表现强劲叠加创业板注册制落地，企业融资热情高涨，大量优质企业上市，形成较高融资规模基数；2021 年上半年排队上市企业质量有所下沉，在监管关注上市公司质量及中介机构执业质量背景下，真实通过率下滑为正常现象。

2.1 国际经验：提升上市公司治理水平和信披质量有助于夯实资本市场基础

2.1.1 IPO 企业上市热情与股市繁荣度相辅相成

以美国为例，1990-2020 年间，IPO 上市企业数量受美国主要股指走势影响较大，股市繁荣时期企业上市热情普遍高涨：互联网泡沫破裂前，美股走高、IPO 企业数量处于高位，1999 年达 486 家；互联网泡沫破裂后，美股走弱、IPO 企业数量大幅减少，2003 年仅 88 家；金融危机前，美股走强、IPO 企业数量再度提升，2007 年达 296 家；金融危机期间，美股大幅下跌、IPO 企业数量达到低谷，2008 年仅 57 家，为 21 世纪谷底；而后十年长牛期间，美股 IPO 数量常年维持 100 家以上；2020 年，新冠疫情爆发，流动性宽松带动股指大幅走高，美股 IPO 企业数量大幅提升至 407 家，为 2001 年以来最高值。

图表7 美国 IPO 热度与股指走势正相关



资料来源: Statista、WIND, 平安证券研究所

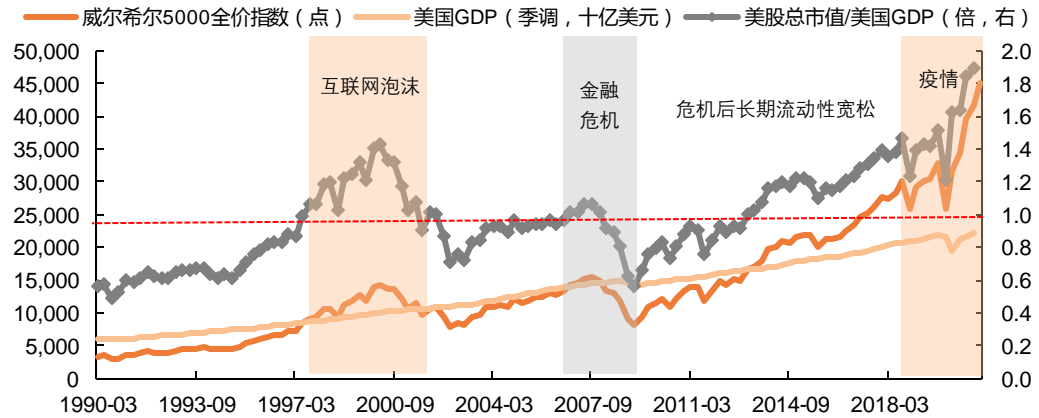
2.1.2 需要常态化重视上市公司质量，防止泡沫风险

过多劣质企业上市可能加剧泡沫破裂风险，需要常态化重视上市公司质量。回顾互联网泡沫期间，因美股走强，投机情绪不断抬头，泡沫不断累积。1995-2000 年间，受互联网这一新商业模式及流动性宽松影响，互联网板块带领纳斯达克综合指数自 743.58 点快速飙升，2000 年 3 月 10 日达到 5048.62 点的峰值。我们以美股总市值与美国 GDP 之比为观测指标，可以看到互联网泡沫期间，美股大幅走强至股市总市值超过美国 GDP 一倍以上，股市表现与宏观经济形成了较大的背离，风险逐渐积累。

股市繁荣刺激大量互联网企业上市融资，以获取资金，并通过广告等形式扩大用户规模。与此同时，部分劣质互联网企业同样上市套现。2000 年 3 月 20 日，《巴伦周刊》发布封面文章《互联网公司大肆烧钱》(Burning Fast)，指出 51 家上市互联网公司现金流将在 1 年内告罄，280 家上市互联网企业中 74% 处于亏损状态。

最终，美联储为防经济过热收紧流动性；同时 2000 年美国垄断监管收紧，包括微软在内的互联网公司被指控垄断，对互联网公司想象空间形成打击；叠加互联网企业业绩不及预期，投资者对互联网公司信心下滑，劣质上市企业现金流断裂，恶性循环下，互联网泡沫破裂。

图表8 美股总市值与 GDP 比重

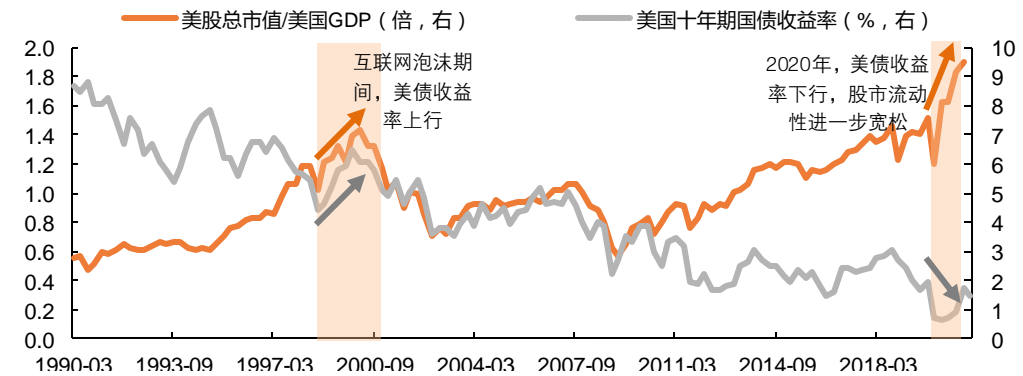


资料来源: Statista、WIND, 平安证券研究所

注: 美股总市值以威尔希尔全价指数计算, GDP数据经季调

与互联网泡沫期间不同，2020 年以来，美股总市值与 GDP 之比不断提升还与流动性的结构变化有关。2020 年以来，美股总市值与 GDP 之比进一步提升，至 2021 年 1 季度已达 1.89 倍，主要有三方面原因：第一，2008 年以来全球流动性宽松令美股总市值与 GDP 之比的上限可能上移；第二，疫情期间美联储再度释放天量流动性，流动性环境对美股市值形成支撑；第三，互联网泡沫期间，美国流动性分散于股、债市场，而 2020 年则为债券市场流动性向股市转移，美股总市值的提升与流动性的结构变化有关。

图表9 2020 年存在债市向股市的流动性转移

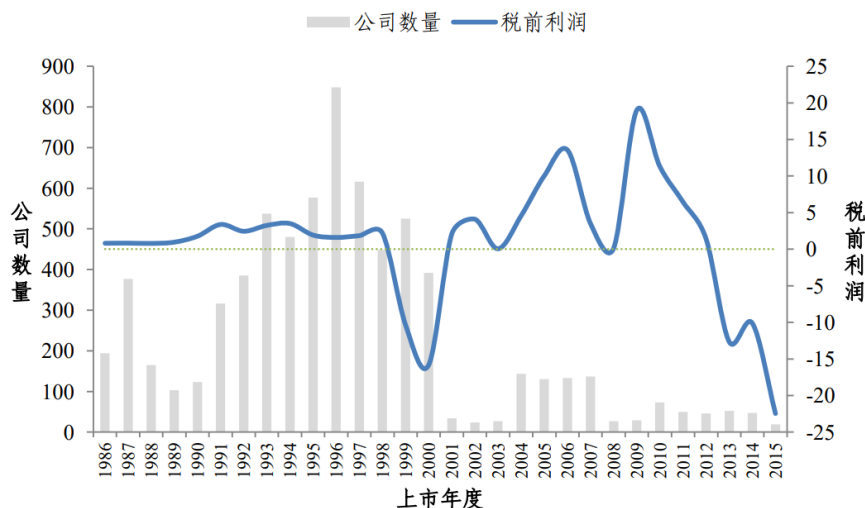


资料来源: WIND, 平安证券研究所

“2001 年起，在互联网泡沫逐渐破裂的背景下，提高上市门槛、提升上市质量，成为两家交易所（纽交所及纳斯达克）共同的发展方向。在此期间，公司上市的财务指标有所提高，且逐渐开始强

调持续盈利能力¹”。2002年，美国通过《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, SOX)，大幅提高管理层及中介机构责任，新增了一系列补偿投资者损失的手段，严厉惩戒了一批财务造假的企业及中介机构，给市场形成了有效的威慑，实现上市公司治理水平及财务信息披露质量的提升。该法案落地后，更多美国小型上市公司自愿退市²。上市门槛的提升及盈利水平不佳的小型公司自愿退市，或为美股走出互联网泡沫阴影起到了正向作用。

图表10 盈利水平不佳的小型公司自愿退市或为美股走出互联网泡沫阴影起到正向作用



注：左轴单位为家数，右轴单位为百万美元

资料来源：《全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示》，平安证券研究所

注：退市公司数量为引文发布时间统计，当前数量可能有所变化

2.2 企业集中申报质量良莠不齐，压实中介机构责任以保障上市公司质量

由国际经验引至国内，2020年下半年我国IPO融资高峰的出现可拆分为两大原因：一是2020年7月后股市走强，带动企业上市融资热情大幅增加；二是注册制落地，企业集中申报，有大量优质企业成功上市。因此，随着股市上涨幅度收窄、排队企业质量下沉，2021年上半年IPO融资规模回落属于正常现象。同时，因需要保障上市公司质量而排队企业质量良莠不齐，所以监管不断强调压实中介机构责任，确保不会因劣质企业大量上市影响金融稳定。

2.2.1 企业质量：创业板企业集中申报至审核周期拉长，科创板企业硬科技属性弱化

创业板方面，上市企业申报集中，审核周期延长或为企业资质下沉、信披仍需优化所致。2021年上半年上市企业仍主要为2020年6-7月创业板注册制落地后集中申报企业（如2021年6月上市企业受理日期仍均集中在2020年6月28日至7月16日之间）。其原因可能为创业板注册制落地初期，制度改革叠加二级行情催化，企业上市热情大幅提升，形成集中申报。优质企业率先过审后，后续企业资质有所下沉，所需审核周期更长、撤单率更高。

¹ 上海证券交易所资本市场研究所.全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示（上证研报【2019】001号）. <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4727800.pdf>, 2018

² Paul Rose, Steven Davidoff Solomon. Where Have All the IPOs Gone? The Hard Life of Small IPO. https://www.hbl.org/wp-content/uploads/sites/18/2016/06/HLB102_crop.pdf, 2016

以 2021 年创业板 4 家审核未通过企业问题来看，实控人及财务等反映出的内控问题为主要原因。此外，华夏万卷曾疑似涉及违规使用“教育部推荐练字用书”字样，问题较为严重，也是需要提升企业质量的重要表现。

图表11 2021 年上半年创业板被否案例梳理

企业名称	被否原因
江苏鸿基节能新技术股份有限公司	1.行业为土木工程，是否符合创业板定位；2.董事长在“高性能隔震建筑系列关键技术与工程应用”项目中的角色及该项目收益；3.财务问题。
四川华夏万卷文化传媒股份有限公司	1.违规使用“教育部门推荐练字用书”字样，是否违反法律法规，内控是否完整；2.因前述问题被举报，是否形成风险；3.因著作权与作者形成法律纠纷。
上海灿星文化传媒股份有限公司	1.实控人风险；2.多层级持股；3.业务疑似规避外商投资规定；4.财务问题；5.涉及诉讼风险。
郑州速达工业机械服务股份有限公司	1.郑煤机疑似实控人风险；2.与郑煤机关联交易较多风险；3.同业竞争风险。

资料来源：WIND，平安证券研究所

科创板方面，自开板以来，上市企业平均研发支出及研发人员占比呈现震荡下行趋势，“硬科技”属性有所弱化。逐月计，科创板新上市企业平均研发支出占比及研发人员占比分别自 2019 年 8 月 28.81%及 52.29%的峰值逐渐震荡下行至 2021 年 6 月的 8.14%和 24.57%，体现出板块上市企业“硬科技”属性有所弱化。2021 年 4 月 16 日，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，新增研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%这一要求，或为对于科创属性弱化的反应。而科创板审核周期的震荡上行及撤单率提升或同样受此影响。

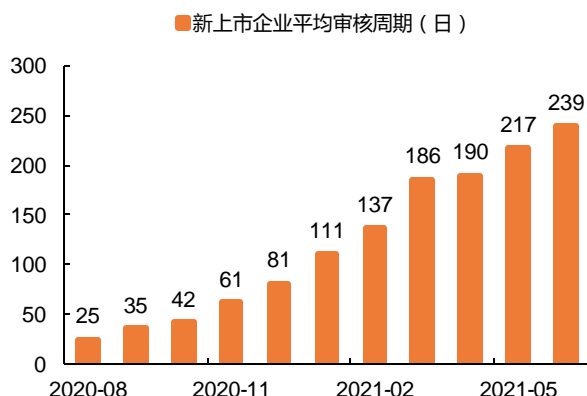
以 2021 年 4 家审核未通过企业问题来看，被否原因中，2 家存在可能与科创板定位不符这一重要因素。

图表12 2021 年上半年科创板被否案例梳理

企业名称	被否原因
赛赫智能设备（上海）股份有限公司	1.控制权及经营业绩；2.授信及财政补贴确定性存疑，可能面临偿债风险影响持续经营能力；3.境外子公司控制权丧失风险；4.招股书格式不满足相关规定；5.研发费用归集核查需说明，研发投入占比可能不符合科创板要求。
武汉珈创生物技术股份有限公司	1.技术壁垒不清晰，且研发投入、人员占比波动大，专利外部受让过多，存在自研能力不足风险。2.资质认定作用及即将到期是否影响持续经营。3.研发费用计入是否规范。
上海康鹏科技股份有限公司	1.实控人环保犯罪风险及重组后新环保风险；2.过往违法事项反映出的内控措施不完善风险；3.转让不动产追缴税款风险。
福建汇川物联网技术科技股份有限公司	暂无

资料来源：WIND，平安证券研究所

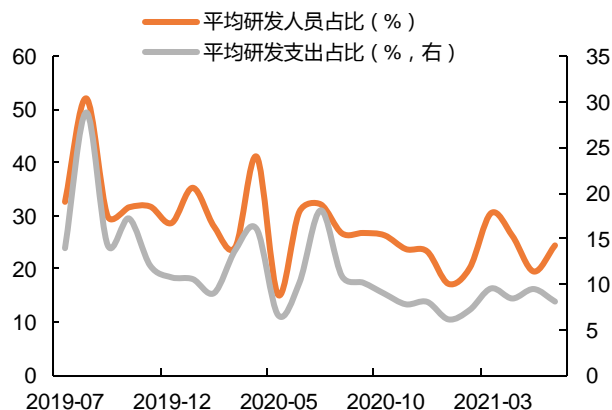
图表13 创业板逐月新上市企业平均审核周期提升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 含终止审查企业数量

图表14 科创板新上市企业平均研发投入 (2020)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 剔除部分研发人员数量占比超过100%的异常值

2.2.2 监管重视中介机构执业质量的提升

为保障上市公司质量,注册制下中介机构执业要求更高,但中介机构仍需适应时间。

第一, 强化部分核查事项, 中介机构执业质量要求更高。2021年以来,针对发行市场出现的新问题,监管层对部分核查事项进行了强化,中介机构执业质量要求更高。2月5日,证监会发布《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》,强化拟上市公司股东信息披露监管,防止“突击造富”行为;4月16日,证监会修订《科创属性评价指引(试行)》,丰富科创属性评价指标,强化科创板“硬科技”属性;4月30日,证监会就《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》公开征求意见,进一步规范辅导相关工作。

图表15 2021年以来监管提升中介机构执业质量文件梳理

日期	文件	主要内容
2021.02.05	《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》	强化拟上市公司股东信息披露监管
2021.04.16	《科创属性评价指引(试行)》	丰富科创属性评价指标
2021.04.30	《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	规范辅导相关工作
2021.07.09	《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》	查处“带病申报”,激发证券公司内生动力

资料来源: 证监会, 平安证券研究所

第二, IPO项目大幅增加, 中介机构大幅提升保荐代表人数量, 但执业经验和专业能力仍有待提高。注册制实施以来, IPO项目数量大幅增加, 中介机构为此不断增加保荐代表人数量, 但新增保代仍需不断积累项目经验, 执业质量提升速度仍待加快。2019年末, 证券行业注册保荐代表人数量为3810人, 因注册制下IPO项目数量大增, 2020年末, 保代数量增至6335人, 增幅达66.27%; 截至2021年4月30日, 我国保代数量进一步增至7052人。

第三, 进一步规范现场检查, 倒逼中介机构执业质量提升。2021年1月29日, 证监会发布实施《首发企业现场检查规定》, 进一步压实发行人和中介机构责任。截至2021年8月5日, 中证协共开展4批现场检查工作, 其中, 1月4日第一批2家, 1月31日第二批20家, 4月25日第三批2

家，7月4日第4批19家。然而，截至2021年8月5日，43家企业中共计22家曾在现场检查后撤回、终止或中止审核；其中，前三批24家企业中共计19家曾在现场检查后撤回、终止或中止IPO，第三批的2家企业已近5个月未更新审核状态；第四批19家企业1个月内已有3家企业撤回IPO申请。现场检查引发的撤单潮体现出中介机构执业质量仍有待提升。

图表16 2021年四批现场检查企业最新审核状态(2021.08.05)

公司名	审核状态	公告日	公司名	审核状态	公告日
第一批(2撤1)			第三批(2撤0)		
永安期货股份有限公司	已预披露更新	2021/7/9	深圳市唯特偶新材料股份有限公司	已问询	2021/3/25
上海建工建材科技集团股份有限公司	终止审查	2021/3/2	西安炬光科技股份有限公司	已问询	2021/3/5
第二批(20撤18)			第四批(19撤3)		
上海蓝科石化环保科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/24	来邦科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/7/28
江苏镇江建筑科学研究院集团股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/10	常熟通润汽车零部件股份有限公司	已受理	2021/6/28
恒伦医疗科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/24	常州丰盛光电科技股份有限公司	已受理	2021/6/16
杭州百子尖科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/22	山东泰鹏环保材料股份有限公司	已反馈	2021/7/30
苏州华之杰电讯股份有限公司	已审核通过	2021/7/15	福建南王环保科技股份有限公司	已受理	2021/6/10
博创智能装备股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/22	深圳市核达中远通电源技术股份有限公司	已受理	2021/6/30
江苏扬瑞新型材料股份有限公司	已问询	2021/6/25	上海唯都市场营销策划股份有限公司	已受理	2021/6/30
深圳市柔宇科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/10	苏州莱恩精工合金股份有限公司	已受理	2021/6/29
格林生物科技股份有限公司	辅导备案登记受理	2021/6/9	北京浩瀚深度信息技术股份有限公司	已受理	2021/6/21
苏州湘园新材料股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/10	浙江开创电气股份有限公司	已受理	2021/6/29
江苏国光信息产业股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/24	深圳市路维光电股份有限公司	已受理	2021/6/21
北京市九州风神科技股份有限公司	中止审查	2021/7/1	上海醉清风健康科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/7/22
江苏凤凰画材科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/18	陕西华秦科技实业股份有限公司	已回复(第二次)	2021/6/25
江苏恒兴新材料科技股份有限公司	辅导备案登记受理	2021/5/10	上海卡恩文化传播股份有限公司	终止(撤回)	2021/7/22

紫泉能源技术股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/22	江苏冠联新材料科技股份有限公司	已受理	2021/7/1
北京木瓜移动科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/22	北京荣大科技股份有限公司	已受理	2021/6/28
浙江国祥股份有限公司	辅导备案登记受理	2021/7/22	昱能科技股份有限公司	已受理	2021/6/29
北京时代凌宇科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/22	深圳市中科蓝讯科技股份有限公司	已回复	2021/7/28
德威华泰科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/24	重庆望变电气(集团)股份有限公司	已受理	2021/7/1
江苏华鹏智能仪表科技股份有限公司	终止(撤回)	2021/2/24			

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 第二批中, 格林生物科技股份有限公司、江苏恒兴新材料科技股份有限公司均为撤回后更换保荐人重启 IPO; 7月21日上交所公告浙江国祥股份有限公司终止科创板 IPO, 因 WIND 显示保荐机构未变更, 推测为未更换保荐人重启 IPO

综上, 我们认为真实通过率的下滑主要是由于企业及上市公司执业质量尚待提升所致。

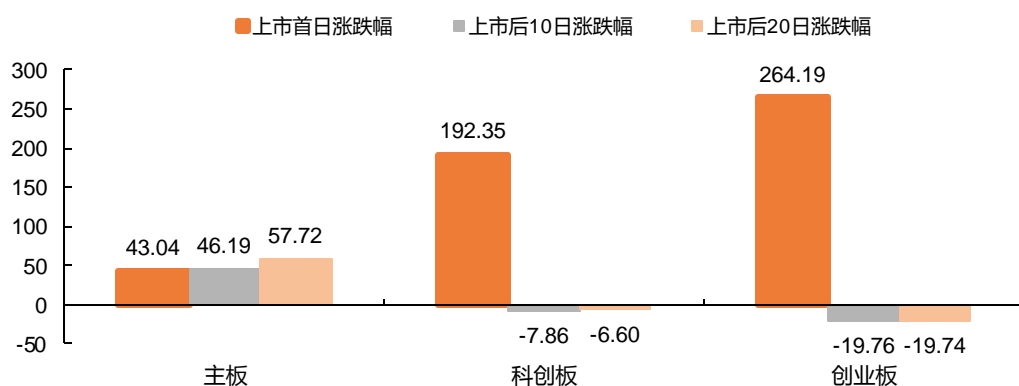
三、IPO 发行节奏会加快吗?

易会满主席在 2021 年 6 月 10 日的演讲提到: “在发行节奏上, 需要综合考虑市场承受力、流动性环境以及二级市场的协调发展, 积极创造符合市场预期的新股发行生态”。这一表态可自融资及投资端两方面理解。融资端: 在我国资本市场服务实体经济转型升级定位下, 第一需要防止发行节奏过快对整体流动性造成压力, 导致上市公司难以获得充分融资; 第二需要防范炒新热情较高背景下, 出现过多的非理性非价值判断投机行为、新上市企业对已上市企业流动性造成大量分流的情况。投资端: 因我国个人投资者占比较高, 需要防止发行节奏过快造成流动性压力, 避免因市场 IPO 供给大于需求导致的资本市场异动

3.1 融资端: 发行节奏考虑流动性, 保障资本市场稳定繁荣

我国资本市场定位为服务实体经济转型升级, 需持续提升直接融资比重。因此, 发行节奏方面须考虑流动性环境, 防止因发行节奏过快自宏观及结构层面影响上市公司再融资。2021 年上半年来看, 科创板及创业板炒新风气相对严重, 科创板新上市企业上市首日涨幅平均达 192.35%, 而 10 日及 20 日则转为下跌 7.86%及 6.60%; 创业板新上市企业上市首日涨幅平均达 164.19%, 而 10 日及 20 日则转为下跌 19.76%及 19.74%。因此, 若发行节奏过快, 则可能对市场流动性形成“抽血效应”不利于上市企业再融资及市值稳定。

图表17 2021年上半年A股新上市公司首日、10日、20日涨跌幅(%)

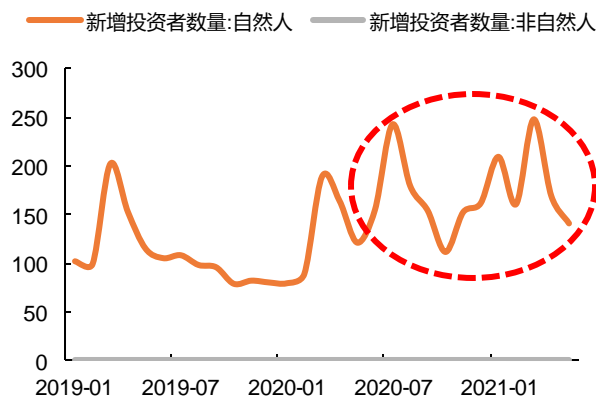


资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 投资端：防止发行节奏过快带来流动性压力和市场异动

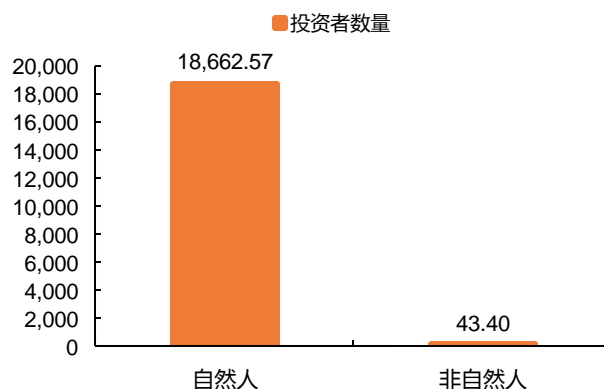
我国个人投资者占比高，且自 2020 年 7 月以来新增个人投资者数量大幅增加。由于个人投资者专业水平相对有限且风险承受能力相对较弱，监管出于维护市场信心考虑，仍需要考虑一、二级市场协调发展。核准制后，我国曾 5 次暂停 IPO 以防止市场过度下跌。当前 IPO 发行常态化，监管层不会再因二级市场暂停 IPO 发行，但仍需防止 IPO 发行节奏过快对股指形成较大冲击，以维护个人投资者信心及确保充分分享发展红利。

图表18 2020年下半年以来个人投资者激增(万户)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表19 我国个人投资者占比高(万户, 2021.05)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.3 短期 IPO 发行节奏仍有波动，长期来看 IPO 融资规模将稳定增长

我国货币政策短期大概率保持稳中略松，流动性虽暂不支持大幅加快发行节奏，但暂无因流动性收紧 IPO 发行节奏之虞。在当前注册制推行初期，中介机构、上市公司、监管层都仍有待进一步磨合，对注册制的理解和执行仍在不断调整中，短期 IPO 融资规模或仍有波动。

长期来看全面推行注册制、中长期资金入市、退市制度完善、金融对外开放等政策不断完善，有助于市场扩容和制度完善，推动市场效率提升并增加 IPO 热情，市场的融资能力将稳步增强。展望未来，IPO 发行节奏有以下几点影响因素：

第一，中长期资金入市节奏和规模，以及金融市场对外开放进度，对 A 股流动性增量有较大影响，市场流动性的变化对 IPO 供给的消化能力有直接影响。

第二，退市制度进一步完善，一方面可以提升市场的有效性、提升上市公司质量，另一方面也可以释放一批市场流动性，有助于提升 IPO 发行节奏。

第三，全面注册制落地的推进过程中或引起新的上市潮，导致发行节奏波动。目前当前投行、上市公司及监管仍在适应注册制过程中，在流动性环境不出现大幅调整背景下，为保障上市公司质量、服务国家产业战略保障对特定行业的融资支持，短期内落地全面注册制动力有限。

四、 投资建议

提升直接融资比重是我国深化金融供给侧改革、服务经济发展的关键举措，随着中介机构对注册制理解逐渐深入、执业水平提升，投行的专业水平和市场影响力或加速分化，头部投行在执业经验、专业人才建设和市场话语权等方面优势进一步扩大，并且以 IPO 为支点业务撬动更长的 ToB 业务链条，强者恒强。

五、 风险提示

1. 资本市场改革进度过快或过慢，对企业上市热情的影响。
2. 二级市场波动加剧，市场稳定性对企业上市热情的带来影响。
3. 地缘政治因素对企业选择海外市场上市的影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033