

# 科技成长，资本有为

## 第一财经·科创板三周年

### 全景报告

第一财经科创研究中心

资深研究员 黄思瑜

主任研究员 杜卿卿

2022/07

第一财经  
Y I C A I

## 序言

2022年7月22日，科创板迎来开市三周年。

自科创板开市，资本市场迈入注册制时代。注册制改革不仅是发行环节的改革，更是资本市场全要素、全链条的改革，带来的也不仅仅是IPO规则的变化，而是市场生态的嬗变。

短短三年，十大改变。一是盈利门槛打破，上市条件更包容；二是23倍市盈率红线打破，发行定价走向市场化；三是“硬科技”引领主流，“含科量”支撑估值；四是中小创新企业也能上市，资本市场多层次搭建完成；五是“退市难”被逐步打破，强制退市机制发力；六是打新不再稳赚不赔，投资者走向“睁眼打新”；七是交易机制改革，涨停板“敢死队”基本解散；八是打破“60万顶格”，代之以“上不封顶”加“牢底坐穿”；九是A股进入90万亿时代，直接融资比重逐步提升；十是投资者突破2亿，长期资金持续进场。

三年间，注册制改革经验扩至创业板、北京证券交易所，“试验田”效应得到发挥。三年间，大批“硬科技”企业上市，符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业得以做优做强、发展壮大，创新资本加速形成。

截至2022年7月10日，科创板受理的IPO数量累计达到817家次，上市公司共有435家，IPO融资总额累计6293.31亿元，总市值达到5.46万亿元。截至2021年底，科创板公司的专业机构投资者活跃账户数接近5万户，同比增长63%。

伴随上述改变，科创板正在从创设期逐步迈入改革发展新阶段。科技、产业与资本趋向良性循环，市场资源向科创领域有序集聚。科创板“硬科技”底色持续彰显，上市公司高度集中于高新技术产业和战略性新兴产业，在服务国家战略、推动经济高质量发展中的作用日益凸显。在面向科技前沿的多个“硬科技”领域，一批关键技术攻关者，借力资本市场实现创新链、产业链、人才链、政策链、资金链深度融合。

科创板的国际吸引力和影响力也在进一步提升。指数化投资科创板也渐成国际投资者配置科创板的

重要方式。

三年仅是开始，科创板在服务科技自立自强，在助力科技企业发展、提升投资者获得感等方面的改革完善不会停止。

5月31日，上海证券交易所发布《上海证券交易所“十四五”发展规划》，表示将深入实施主板与科创板双轮驱动战略，提升服务科技自立自强能级；推动提高上市公司质量；推动更多中长期资金入市，积极倡导长期投资、价值投资和理性投资文化。

根据发展目标，到2025年，上交所将落实好以信息披露为核心的证券发行注册制改革，推动关键制度创新，努力打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，助力上海国际金融中心和科技创新中心建设。

联系人：黄思瑜 huangsiyu@yicai.com

---

投资特别风险提示：科创板实行注册制，允许未盈利企业上市，对科技创新包容度更高，科创企业经营不确定性大，业绩和估值呈现分化，请投资者合理估值并理性投资。

---

**请务必阅读上述特别声明**

---

## 概要

● “试验田”作用持续发挥，注册制走向全市场。携带一系列创新制度在 A 股市场登场的科创板，经过实践检验后，将优质制度进行复制和推广，带动创业板和北交所的注册制改革。走过三年，创新不止。目前已落地的做市商制度又是一大突破。与此同时，全市场注册制正在攻坚阶段，主板注册制改革已箭在弦上。

● IPO 准入门槛更包容。截至 2022 年 7 月 10 日（统计截止日），科创板受理的 IPO 数量累计达到 817 家次。以第三周年每月 IPO 新增受理情况来看，科创板 IPO 申报主要集中在 2021 年的 12 月份和 2022 年的 6 月份。同时，科创板的上市条件在逐步完善中，企业供给更多元。

● 定价博弈空间放大。在推行市场化定价两年多后，科创板根据实践情况对发行承销规则进行了修订，放大了买卖双方的博弈空间。在机构报价未适应新规、A 股当时市场环境、发行人对新股股指预期过高等多重因素叠加之下，包括科创板在内的 A 股市场出现过阶段性破发潮。

● 435 家公司市值逾 5 万亿，地域及产业分布更集中更集聚。开市三周年来，科创板上市公司主要聚集在苏、粤、沪、京、浙。产业链方面，集成电路领域已形成上下游链条完整、产业功能齐备的发展格局；光伏、动力电池、工业机器人等产业链也已初具规模。

● 整体业绩中枢上移，但出现分化。2019 年度~2021 年度，435 家上市公司中有 179 家公司连续 3 年归母净利润均同比正向增长，其中，又有 24 家公司连续 3 年的归母净利润同比增幅不断递增。

同期，有 79 家公司增幅逐渐递减或者降幅不断扩大，至 2021 年度归母净利润均出现下滑。

● 研发强度上，“硬科技”底色凸显。截至 7 月 10 日，435 家上市公司中有 348 家公司在 2019 年度、2020 年度、2021 年度的研发支出呈递增的态势，占比 80%。这其中，有 41 家公司 2021 年度的研发支出较 2020 年度的研发支出增加逾 1 倍。

● 二级市场股价三七分化，估值水平处于相对低位。截至 7 月 10 日，435 家上市公司中，有 135 只股票上市以来股价呈涨势，占比 31%；300 只股票上市以来股价处于跌势，占比 69%。7 月 10 日，科创板市盈率为 55.94 倍，处于相对低位。

● 头部股权投资机构引领投资格局，挖掘“水下项目”、“隐形冠军”。卡脖子、产业升级以及碳中和结合先进制造业的机会是股权投资机构重点关注的三大方向，而挖掘出隐藏在产业链深处的硬科技项目，也需要股权投资机构实现“产学研资”相结合。同时，过程中也需要资本具有足够的创新性耐心。

● 头部券商承销保荐项目占多，投行业务前移，压实监管要求。资本市场生态已经发生改变，微观层面，投行目前呈现服务前移、人员专精、区域下沉的特点。同时，通过更早介入，将资本市场专业力量对接给创始人、经营者，将资本市场合法合规要求向发行人逐步传导，减少欺诈、造假的空间。

序言 .....	2
概要 .....	4
1. 制度框架：注册制走向全市场 .....	7
1.1 三年规则演变 .....	7
1.2 创新制度持续推出 .....	8
2. IPO 准入：门槛更包容 .....	10
2.1 累计受理 817 家次 .....	10
2.2 企业供给更多元 .....	12
3. 定价：博弈空间放大 .....	13
3.1 降低“高剔”比例，突破“四值孰低” .....	13
3.2 新股破发“潮起潮落” .....	15
4. 地域及产业分布：更集中，更集聚 .....	16
4.1 435 家公司市值逾 5 万亿 .....	16
4.2 地域分布高度集中 .....	17
4.3 产业集聚效应明显 .....	18
5. 成长性分析：业绩中枢上移，出现分化 .....	20
5.1 整体业绩稳步增长 .....	20
5.2 24 家公司业绩增幅连续递增 .....	21
5.3 79 家公司业绩逐年变差 .....	24
6. 研发强度分析：“硬科技”底色凸显 .....	25
7. 风险事件：出现立案调查、*ST .....	27
8. 二级市场：股价分化，优者胜 .....	29
8.1 股价三七分化 .....	29
8.2 估值水平处于相对低位 .....	31
8.3 投资者结构优化，投资工具趋于丰富 .....	32
9. 股权投资分析：挖掘“水下项目”、“隐形冠军” .....	33
9.1 头部机构引领投资 .....	33
9.2 投资硬科技需有足够创新性耐心 .....	34
10. 投行格局分析：强者愈强 .....	35
10.1 头部券商承销保荐项目占多 .....	35
10.2 注册制下竞争新格局 .....	37

# 1. 制度框架：注册制走向全市场

## 1.1 三年规则演变

三年多来，科创板以注册制试点为引擎，在发行上市、保荐承销、市场化定价、交易、并购重组、退市等各环节进行了制度改革的先试先行，并将可复制的经验推广至其他板块，以增量改革带动了存量改革，从而推动系统性改革迈向纵深。

2019年~2020年7月，科创板设立之初以及开市第一个周年，可称之为建制度阶段。

2019年3月，科创板正式出台一系列创新制度，涉及注册制审核、上市、发行承销、交易等主要业务规则及各类配套业务规则，包括上市标准增至5套、上市前5交易日不设涨跌幅、允许同股不同权、允许红筹、允许亏损、试行保荐机构跟投、市场化询价等。

2019年7月22日，科创板正式开市，在实践中改革、在改革中向前。2019年7月~2020年7月，科创板出台了重大资产重组审核规则和再融资规则、推出“3+5”科创属性评价指标体系、明晰红筹企业回归科创板的路径、启用市场化博弈为主的“询价转让”机制等。

2020年7月~2021年7月，是科创板开市第二个周年，可称之为制度完善阶段。

比如，完善审核规则（明确审核+注册不超3个月，财报有效期为9个月）、完善适当性规则、完善并购重组规则（审核和注册总计不超3个月）、沪港通纳入科创板股票等。

在这一年中，科创板的辐射带动效应开始显现。2020年8月24日，创业板实施注册制，总体借鉴科创板试点注册制的核心制度安排，吸收科创板以信息披露为核心、精简优化发行条件、增加制度包容性、强化市场主体责任、加大对违法违规行为的处罚力度等做法，在发行条件、审核注册程序、发行承销、信息披露要求、监管处罚等方面与科创板相关规定基本一致。

2021年7月~2022年7月，是科创板开市第三个周年，可称之为创新发展阶段。

科创板正式落地了发行承销新规、发布医疗器械企业适用第五套上市标准的指引，推出三条科创行

业主题指数，并出台科创板股票做市交易业务实施细则、业务指南等。

值得注意的是，这期间注册制阵营再添新员。2021年11月15日，北京证券交易所（下称“北交所”）正式开市。北交所在借鉴科创板和创业板注册制改革经验的基础上，进行了制度规则的进一步优化。

目前沪深主板改革渐行渐近，注册制正从科创板走向全市场。

## 1.2 创新制度持续推出

科创板用三年时间完成了初创和基础制度搭建。不过，在实现平稳运行的同时，提高市场效率、提升流动性、增强市场韧性，就成了更重要的任务。

为落实《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性，2022年1月，证监会就《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定（征求意见稿）》（下称《做市规定》）公开征求意见。5月13日，《做市规定》正式落地。

《做市规定》共十七条，主要包括做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等方面的内容。规则发布后，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。

其中，准入条件方面，按照“稳妥起步、风险可控”的原则，初期参与试点证券公司除具备完善的业务方案、专业人员、技术系统等条件外，还需满足资本实力、合规风控能力方面的两项条件：一是最近12个月净资产持续不低于100亿元；二是最近三年分类评级在A类A级（含）以上。在风险监测监控要求方面，参照自营持有股票标准计算和填报风控指标，原则上科创板做市持股不超过5%，由上交所在具体业务规则中明确。

证监会表示，在条件成熟时引入做市商机制是推进科创板建设的重要举措之一。通过试点方式在科

科创板引入做市商机制有利于积累经验，稳步推进。

5月13日，实施细则和业务指南征求意见稿也同步出炉。两个月后的7月15日，规则正式落地，上海证券交易所（下称“上交所”）发布并施行《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》（下称《实施细则》）和《上海证券交易所证券交易业务指南第8号——科创板股票做市》（下称《业务指南》），对科创板做市交易业务作出更加具体细化的交易和监管安排。

经征求意见后，修订后的《实施细则》共5章28条，主要内容包括三方面：一是明确做市服务申请与终止；二是明确做市商权利与义务；三是明确做市商监督管理。值得注意的是，《实施细则》中关于做市商提供双边回应报价的业务暂不实施，具体实施时间另行通知。

《业务指南》的主要内容则包括做市商总体要求、业务申请与备案流程、做市商义务、做市商义务豁免、评价、退出、风险管理、合规与内部控制、技术系统、监督管理等方面。

科创板做市商机制的推出是持续完善资本市场基础制度、进一步发挥科创板改革“试验田”作用的重要举措。在竞价交易的基础上引入做市商机制，意在增加市场订单深度，一定程度上降低大单交易对市场的冲击，提升市场稳定性，减小市场买卖价差，降低投资者交易成本。

改革是科创板与生俱来的基因，预计针对性地改革举措会在未来持续落地。

## 2. IPO 准入：门槛更包容

### 2.1 累计受理 817 家次

三年多的时间，科创板 IPO 受理数量累计超过 800 家次，成为“硬科技”企业的上市首选地。

2019 年 3 月 22 日，科创板正式接受申报。同年 7 月 22 日，科创板正式开市。彼时，上交所受理科创板 IPO 总计 149 家次。

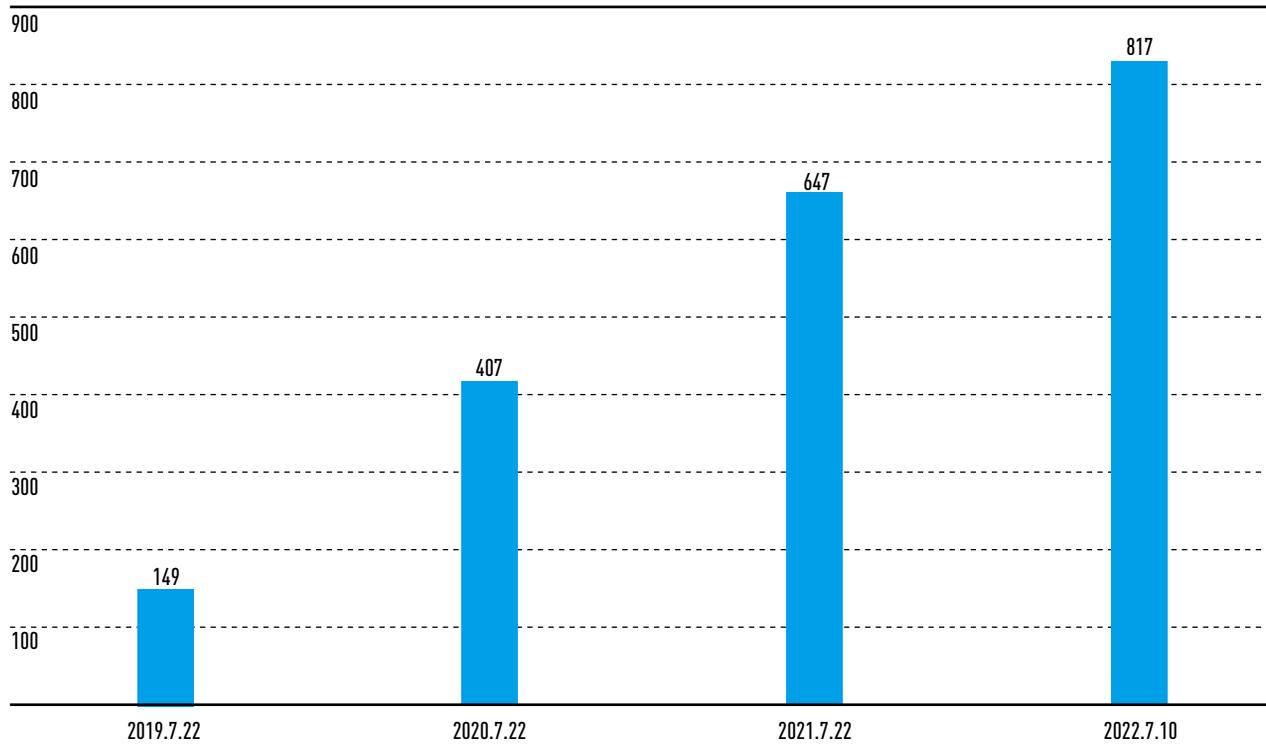
2020 年 7 月 22 日，科创板 IPO 数量累计达到 407 家次。

2021 年 7 月 22 日，这一数据上升至 647 家次。

截至 2021 年 7 月 10 日，科创板受理的 IPO 数量累计达到 817 家次。

#### 申报 IPO 数量

(家)



以第三个周年每月 IPO 新增受理情况来看（2021 年 8 月~2022 年 7 月），科创板 IPO 申报主要集中在 2021 年的 12 月份和 2022 年的 6 月份，其中尤以今年 6 月份新增受理的数量最多，达到 88 家。

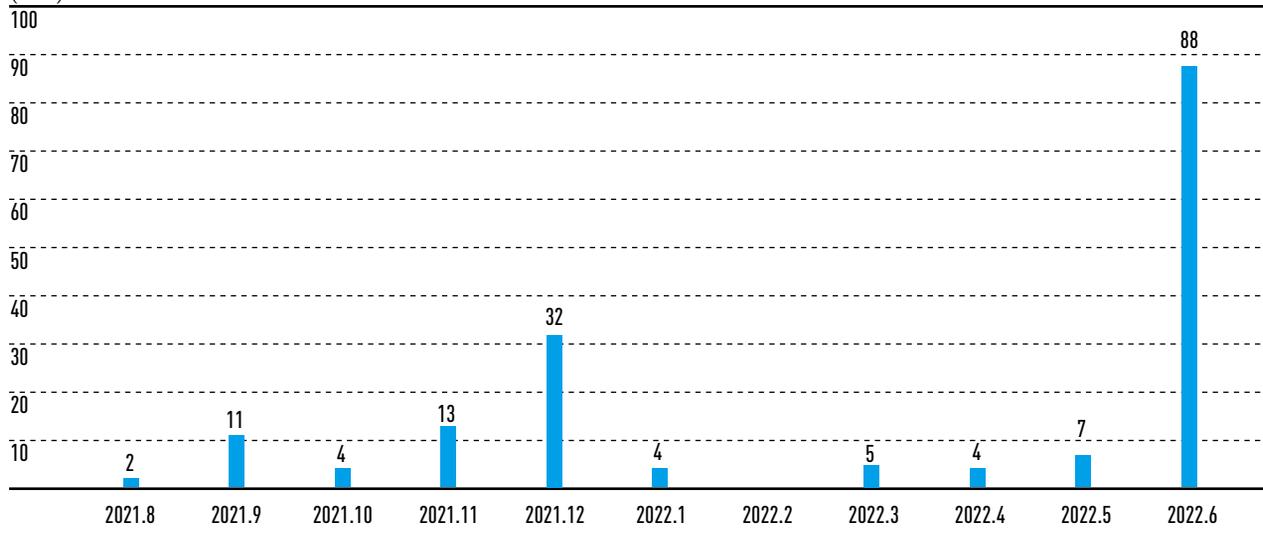
根据业内分析，产生上述现象主要有两个方面的原因：一是今年上半年受疫情影响，部分 IPO 申报出现延缓；二是这可能与投行业务工作特点有一定关系，因为投行很多事情（比如尽调等）需要到基准日之后去做，做完之后需要走内部流程，再报当地证监局进行辅导验收，中间过程需要较长的时间。

对此，监管层也发布相关政策和采取相关举措予以支持。5 月 20 日，证监会发布的《关于进一步发挥资本市场功能 支持受疫情影响严重地区和行业加快恢复发展的通知》提出，对 2022 年业绩受疫情影响严重地区和行业申请首发上市的企业，在符合板块定位及发行上市条件的前提下，经中介机构核查情况属实且不对持续盈利能力或持续经营能力构成重大不利影响的，相关审核或注册工作正常推进。

为保证审核不断档，上交所在疫情期间加大服务供给，在“沪市 30 条”建制下，4~5 月科创板 IPO 审核家数不减反增，审核 IPO 公司家数同比增长近 40%。期间（3 月 28 日~5 月 27 日），沪市实现 IPO 融资 744.51 亿元，同比增长 104.23%。

### 新增受理 IPO 数量

(家)



## 2.2 企业供给更多元

提升 IPO 包容性，是注册制改革的标志性特点之一。科创板在这方面体现明显：一方面，发挥多层次资本市场优势，为企业提供充分自由选择上市地的制度基础；另一方面上市标准不断完善、细化，让更多细分领域硬科技企业拥有上市机会。

### 1) 科创板迎来“转板第一股”

2022 年 3 月 31 日，上交所发布消息称，同意观典防务技术股份有限公司（下称“观典防务”）转板至科创板上市。这是北交所首家转板成功的公司，标志着“转板第一股”正式产生。2022 年 5 月 25 日，观典防务正式在科创板上市交易。

回顾观典防务转板历程：2021 年 10 月 20 日，该公司向上交所报送转板至科创板的申报材料，11 月 10 日申请正式获得受理，当年 12 月 3 日进入问询阶段，2022 年 1 月 27 日过会，3 月 31 日获同意上市。

具体计算用时来看，观典防务从提交科创板转板申请到成功过会，历时仅 99 天。其中，从正式获受理到成功过会，历时 78 天，审核用时仅 36 天。

观典防务作为第一家在实操层面实现转板的企业。这为更多优质中小企业提供了示范案例，也为它们根据自身特点选择更适合的上市板块，提供了更加广阔的空间。

### 2) 第五套上市标准适用行业增加医疗器械

2022 年 6 月 10 日，上交所发布实施《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第 7 号——医疗器械企业适用第五套上市标准》，从核心技术产品范围、阶段性成果、市场空间、技术优势、持续经营能力、信息披露等方面作出了细化规定，进一步明确医疗器械企业适用第五套上市标准的情形和要求。

在这之前，科创板第五套上市标准适用行业领域较为单一，只有药品研发企业适用科创板第五套上市标准上市。

上交所表示，下一步，该所将积极引导符合条件的医疗器械企业采用第五套上市标准申报科创板，持续完善支持“硬科技”企业在科创板上市的机制安排，进一步推动科创板高质量发展。

据了解，2022年有多家医疗器械企业有意向采用第五套标准申报科创板。从业务领域方面看，拟申报企业主营业务涉及的领域范围较广，主要涵盖心血管疾病治疗、微创医疗、糖尿病监测、基因测序、肿瘤检测、神经假体、运动医学等多个细分领域。在研发管线方面，拟申报企业均具备较为丰富的管线类别，面向人民生命健康、医疗健康科技前沿，能够更好满足人民日益增长的医疗卫生健康需求。

### 3. 定价：博弈空间放大

#### 3.1 降低“高剔”比例，突破“四值孰低”

定价直接关系到各方的利益分配是否公平、是否有效，是IPO过程中的关键一环，也成为注册制改革过程中需要持续完善的一环。

在推行市场化定价两年多后，科创板根据实践情况对发行承销规则进行了修订，放大了买卖双方的博弈空间。

科创板试点注册制，率先建立了以机构投资者为主体的市场化发行定价机制，新股发行价格通过市场博弈形成，未出现历史上市场化改革阶段被诟病的“三高”等问题。然而随着新股常态化发行深入推进，实践中也出现了部分网下投资者重策略、轻研究，为追求打新收益“抱团报价”等现象。

对此，监管层重拳出击。一方面监管层建立了面向网下投资者的常态化监督检查机制，另一方面监管层修改科创板、创业板部分发行承销规则。

2021年9月18日，科创板发行承销新规正式落地。主要修订了以下主要内容：一是最高报价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%”；二是明确初步询价结束后如确定的发行价格超过网下投资者报价平均水平的，仅需在申购前发布1次投资风险特别公告，无需采取延迟申购安排；三是对于定价不在投价报告估值区间范围内的，取消发行人和主承销商应当出具说明的要求；四是强化报价行为监管。

另外，上交所第二届科创板股票公开发行自律委员会建议，最高报价剔除比例调整为1%~3%，超出“四个值”孰低值的幅度不超过30%也可以基本满足定价需求与合理申购倍数的要求。上交所对上述建议给予了支持。

这意味着适当降低了高报价剔除比例，促进网下投资者独立研究、自主报价，将导致新股定价中枢上移；同时，新规允许定价突破“四个值”（即网下投资者有效报价的中位数和加权平均数、五类中长线资金有效报价的中位数和加权平均数四个值）孰低值，拓宽发行人与投行的定价决策空间，也加大了买卖双方之间的博弈空间。

目前定价有效性的提升，但“博入围”等现象依然存在，未来仍有进一步完善空间。

### 3.2 新股破发“潮起潮落”

注册制板块 IPO 询价新规落地之后，出现阶段性破发现象，“打新神话”破灭。

2021 年 10 月 22 日登陆科创板的中自科技，最先带头在上市首日破发。此后频现新股破发。

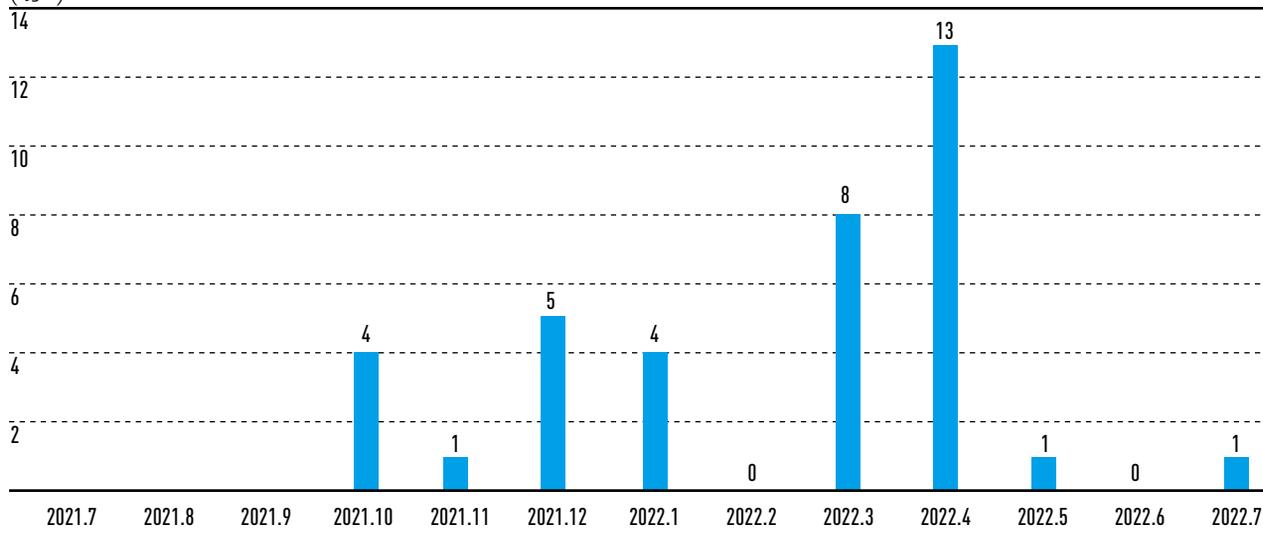
2022 年 4 月份更是掀起破发潮，这一现象引起了监管机构关注。市场机构普遍认为，当时新股频频破发的原因在于：一是与 A 股市场整体行情有关；二是从报价机构看，部分报价机构未适应询价新规，不重视投研工作，对二级市场波动、行业和公司基本面的调整缺乏甄别和预判能力；三是从发行人角度看，部分发行人及其股东对新股估值预期过高，尤其是当前的 PreIPO 市场存在一定的估值泡沫，层层传导，推高 IPO 定价。

在业内看来，破发行为本身其实是市场理性回归的过程。破发不应被理解为一种“现象”，而是市场动态化调整的机制之一。当然，机构也要进一步提升定价能力。

以近一年上市的科创板新股来看，截至 2022 年 7 月 10 日，上市首日收盘价低于发行价的股票有 37 只，其中 2022 年 4 月份上市首日便破发的最多，达到 13 只；其次为 2022 年 3 月份，有 8 只；2021 年 12 月份有 5 只新股上市首日破发。

#### 新股破发数量

(家)



## 4. 地域及产业分布：更集中，更集聚

### 4.1 435 家公司市值逾 5 万亿

2019 年 7 月 22 日，科创板正式开市，当日上市了 25 家公司；

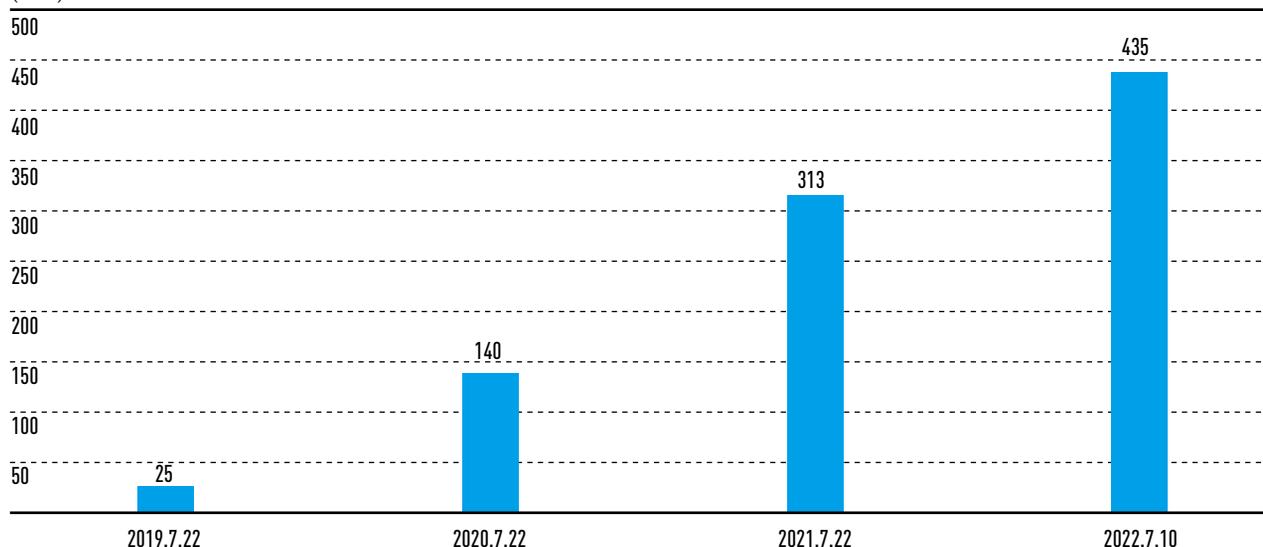
2020 年 7 月 22 日，科创板上市公司增至 140 家；

2021 年 7 月 22 日，科创板上市公司增至 313 家；

2022 年 7 月 10 日，科创板上市公司增至 435 家。IPO 融资总额累计 6293.31 亿元。其中今年上半年，上交所科创板募资金额首次超过主板。

#### 上市公司数量

(家)



截至 7 月 10 日

总股本 / 亿股 (份) 1499.61

流通股本 / 亿股 (份) 548.06

总市值 / 亿元 54586.33

流通市值 / 亿元 21585.10

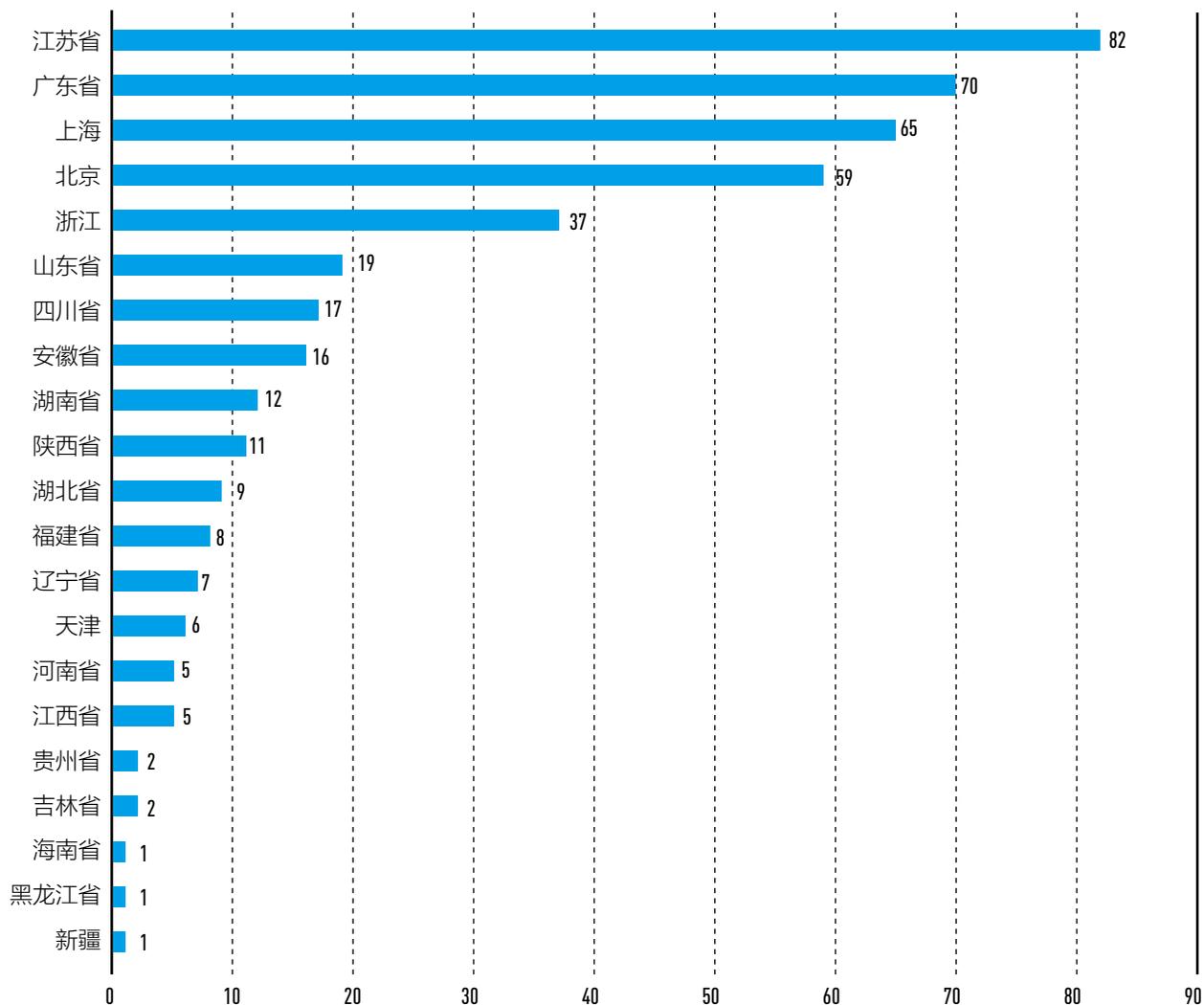
平均市盈率 / 倍 45.72

## 4.2 地域分布高度集中

开市三周年来，科创板上市公司主要聚集在苏、粤、沪、京、浙。

截至2022年7月10日，435家科创板上市公司来自21个省市地区。其中，江苏的上市公司最多，达到82家，占到总上市数的18.85%；广东省以70家次之；再者便是上海、北京，分别有65家、59家；浙江省上市公司数量为37家；山东、四川、安徽、湖南、陕西的上市公司数量分别为19家、17家、16家、12家、11家；剩余的11个省市地区的科创板上市公司数量则均在10家以下。

**上市公司量**  
(家)



### 4.3 产业集聚效应明显

科创板立足科技创新，目前该板块上市公司高度集中于高新技术产业和战略性新兴产业，且这些产业的行业分类在不断增加，目前已由刚开始的 6 大产业已增至 9 大产业。

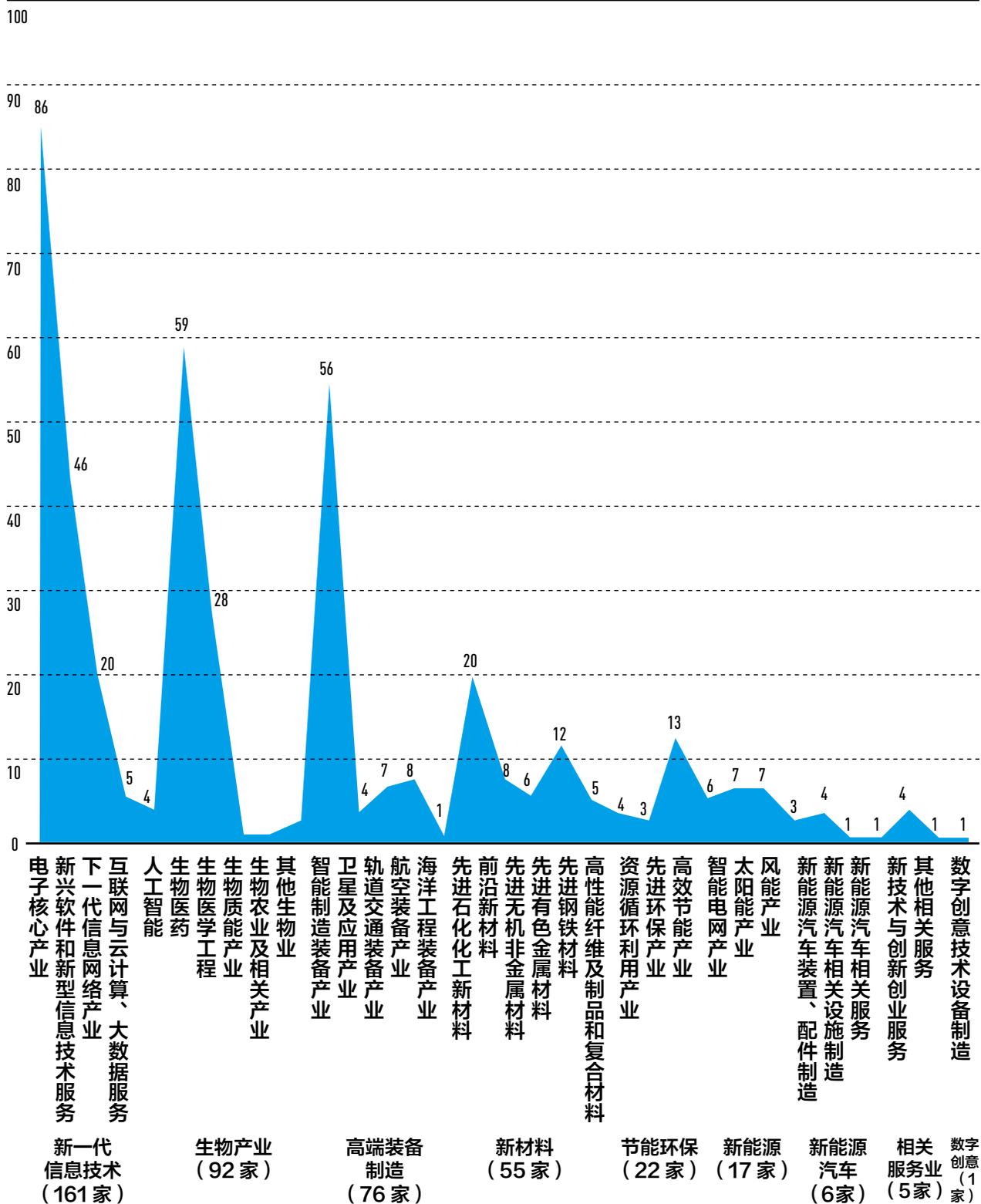
在科创板刚设立之初，6 大产业的“硬实力”科创企业应被重点推荐，分别为新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药产业。此后，科创板陆续增加了新能源产业、新能源汽车产业、数字创意产业。

截至 7 月 10 日，435 家上市公司中，新一代信息技术产业独占鳌头，有 161 家，占比 37%；其次为生物产业，有 92 家；高端装备制造产业有 76 家，新材料产业有 55 家；节能环保、新能源产业、新能源汽车、相关服务、数字创意产业分别有 22 家、17 家、6 家、5 家、1 家。

这其中，截至 7 月 10 日，集成电路领域公司总数达 61 家，形成上下游链条完整、产业功能齐备的发展格局；生物医药领域上市公司成为美国、中国香港之外全球主要上市地；光伏、动力电池、工业机器人等产业链也已初具规模。

### 各细分行业上市公司数量

(家)



## 5. 成长性分析：业绩中枢上移，出现分化

### 5.1 整体业绩稳步增长

开市三年来，科创板整体业绩中枢不断上移，营收和净利润增幅实现三年连续上涨。但细究到具体公司的业绩，则呈现分化的态势。

2019 年度~2021 年度，科创板公司分别实现营业收入 1471.15 亿元、4084.38 亿元、8344.54 亿元，分别同比增长 14%、15.51%、36.86%；归母净利润分别为 178.12 亿元、500.86 亿元、948.41 亿元，分别同比增长 25%、59.13%、75.89%；扣非后的归母净利润分别为 158.98 亿元、385.39 亿元、732.21 亿元，同比增长 11%、42.70%、73.79%。

其中 2021 年度，科创板有近 9 成公司营业收入增长，41 家公司营收翻番；近 7 成公司归母净利润增长，61 家公司增幅在 100% 以上，最高达 18 倍。科创板公司全年营业收入的中位数由 5.28 亿元上升至 7.21 亿元，归母净利润的中位数由 0.87 亿元上升至 1.09 亿元。

当然，也有部分公司业绩出现下滑，主要是受全球疫情反复、原材料价格上涨、股权激励费用增加、研发投入加大等因素影响。2021 年全年，科创板共有 16 家公司归母净利润同比降幅超过 50%，17 家公司出现业绩亏损（不含未盈利企业）。

再看 2022 年一季度，面对新冠疫情带来的严峻考验和复杂多变的国内外环境，科创板公司共计实现营业收入 2162.86 亿元，同比增长 45.60%；实现归母净利润 268.04 亿元，同比增长 62.42%。超 7 成公司收入同比增长，超 5 成公司净利润同比增长。

但部分公司受疫情等外部环境影响较大，经营业绩出现分化。2022 年第一季度，有 31 家公司归母净利润同比降幅超过 50%，79 家公司出现业绩亏损（不含未盈利企业），而 2021 年同期为 56 家。

另据统计，截至 7 月 15 日，已有 13 家科创板公司发布 2022 年半年度业绩预告公告，其中 10 家公司业绩预增，最高增幅为大全能源，达到 344.28%，平均增幅达到 80.04%。

上市公司业绩分化有其必然性，也符合资本市场客观规律。业绩高速增长，是科创板公司最为鲜

明的标签之一。然而，与高增长相伴的经营风险同样不容忽视。一方面，从企业生命周期看，科创板多数公司成立时间不长、总体规模偏小，多处于快速成长阶段，业绩增长符合企业发展规律。另一方面，企业的发展又与外部环境密不可分，复杂多变的宏观环境叠加新冠疫情、贸易摩擦等不确定性因素，中小企业抗风险能力较弱，相较于成熟期企业面对的生存压力和发展难题则更为突出。

## 5.2 24 家公司业绩增幅连续递增

科创板的一大使命是支持符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业做优做强、发展壮大。

“登科”之后，多数公司业绩不断变好。2019 年度~2021 年度，435 家上市公司（截至 7 月 10 日）中有 179 家公司连续 3 年归母净利润均同比正向增长，其中，又有 24 家公司连续 3 年的归母净利润同比增幅不断递增，业绩增长强劲。

这 24 家公司中，中复神鹰、普冉股份、中芯国际连续三个会计年度归母净利润均增长超 1 倍，且逐年递增。

证券代码	证券简称	2019 年度归母 净利润同比增幅 (%)	2020 年度归 母净利润同比 增幅 (%)	2021 年度归 母净利润同 比增幅 (%)	所属战略性 新兴产业分类
688045.SH	必易微	3.00	78.56	521.61	新一代信息技术产业
689009.SH	九号公司-WD	74.79	116.15	458.84	高端装备制造产业
688766.SH	普冉股份	141.67	166.20	238.39	新一代信息技术产业
688295.SH	中复神鹰	206.83	225.92	227.01	新材料产业
688598.SH	金博股份	44.07	117.03	197.25	新材料产业
688711.SH	宏微科技	48.80	137.62	158.39	新一代信息技术产业
688981.SH	中芯国际	140.04	141.52	147.75	新一代信息技术产业
688516.SH	奥特维	45.36	111.57	138.63	高端装备制造产业
688601.SH	力芯微	60.73	64.11	137.85	新一代信息技术产业
688139.SH	海尔生物	59.76	109.24	121.82	生物产业
688200.SH	华峰测控	12.41	95.31	120.28	新一代信息技术产业
688202.SH	美迪西	9.54	94.35	118.12	生物产业
688508.SH	芯朋微	23.65	50.73	101.81	新一代信息技术产业
688700.SH	东威科技	17.43	18.28	83.21	新一代信息技术产业
688151.SH	华强科技	26.03	35.46	81.74	高端装备制造产业
688300.SH	联瑞新材	27.98	48.49	55.85	新材料产业
688066.SH	航天宏图	31.33	54.27	55.19	高端装备制造产业
688668.SH	鼎通科技	17.96	34.84	50.39	新一代信息技术产业
688568.SH	中科星图	15.54	43.31	49.41	新一代信息技术产业
688201.SH	信安世纪	15.69	18.77	43.63	新一代信息技术产业
688687.SH	凯因科技	19.41	41.09	41.98	生物产业
688133.SH	泰坦科技	23.68	38.65	40.09	相关服务业
688682.SH	霍莱沃	15.93	29.67	35.90	新一代信息技术产业
688793.SH	倍轻松	20.78	29.56	29.92	新一代信息技术产业

也有部分公司在 2019 年度归母净利润同比下滑，但是到 2020 年度和 2021 年度业绩逐步改善，归母净利润增幅也递增。

证券代码	证券简称	2019 年度归母净利润同比增幅 (%)	2020 年度归母净利润同比增幅 (%)	2021 年度归母净利润同比增幅 (%)	所属战略性新兴产业分类
688048.SH	长光华芯	-795.34	120.31	340.49	新一代信息技术产业
688578.SH	艾力斯-U	-308.14	21.88	105.89	生物产业
688385.SH	复旦微电	-254.80	181.71	287.20	新一代信息技术产业
688110.SH	东芯股份	-192.80	130.60	1240.27	新一代信息技术产业
688177.SH	百奥泰	-84.89	49.81	115.97	生物产业
688005.SH	容百科技	-58.94	143.73	327.59	新一代信息技术产业
688213.SH	思特威-W	-45.38	150.04	229.23	新一代信息技术产业
688556.SH	高测股份	-40.18	83.83	193.38	新能源产业
688303.SH	大全能源	-39.02	322.34	448.56	新能源产业
688261.SH	东微半导	-29.78	203.88	430.66	新一代信息技术产业
688068.SH	热景生物	-29.63	230.80	1850.41	生物产业
688233.SH	神工股份	-27.80	30.31	117.84	新一代信息技术产业
688055.SH	龙腾光电	-15.10	6.92	247.47	新一代信息技术产业
688383.SH	新益昌	-13.25	22.53	115.78	新一代信息技术产业
688558.SH	国盛智科	-11.77	42.65	66.74	高端装备制造产业
688017.SH	绿的谐波	-10.13	40.31	130.56	高端装备制造产业
688689.SH	银河微电	-5.65	31.89	102.58	新一代信息技术产业

### 5.3 79 家公司业绩逐年变差

除了业绩不断增长的公司之外，也有些公司在上市之后业绩增势趋弱或者降幅扩大。

以 2021 年度归母净利润同比下滑为筛选条件，435 家公司中有 133 家公司在范围之内。这其中又有 79 家公司在 2019 年度~2021 年度期间，增幅逐渐递减或者降幅不断扩大，到 2021 年度归母净利润均出现下滑。受疫情影响是业绩变差的原因之一。

以下表格选择 79 家公司中 2021 年度下滑幅度较大的前 20 家公司：

证券代码	证券简称	2019 年度归母净利润同比增幅 (%)	2020 年度归母净利润同比增幅 (%)	2021 年度归母净利润同比增幅 (%)	所属战略性新兴产业分类
688108.SH	赛诺医疗	0.95	-75.02	-681.36	生物产业
688339.SH	亿华通-U	176.50	-135.24	-618.91	新能源汽车产业
688107.SH	安路科技-U	503.33	-117.24	-398.60	新一代信息技术产业
688086.SH	*ST 紫晶	31.35	-40.63	-379.85	新一代信息技术产业
688418.SH	震有科技	1.39	-29.40	-335.51	新一代信息技术产业
688229.SH	博睿数据	16.62	-48.98	-334.30	新一代信息技术产业
688081.SH	兴图新科	22.92	-36.71	-238.89	新一代信息技术产业
688027.SH	国盾量子	-31.98	-40.19	-225.93	新一代信息技术产业
688189.SH	南新制药	70.90	45.37	-225.50	生物产业
688488.SH	艾迪药业	290.45	18.20	-175.39	生物产业
688051.SH	佳华科技	85.65	48.88	-173.04	新一代信息技术产业
688333.SH	铂力特	29.88	16.74	-161.48	新材料产业
688070.SH	纵横股份	61.81	4.68	-155.96	高端装备制造产业
688309.SH	*ST 恒誉	-18.39	-28.64	-120.63	节能环保产业
688737.SH	中自科技	245.94	152.27	-95.23	新材料产业
688011.SH	新光光电	-16.76	-60.01	-92.45	新一代信息技术产业
688023.SH	安恒信息	19.96	45.43	-89.71	新一代信息技术产业
688585.SH	上纬新材	221.09	51.98	-89.43	新材料产业
688260.SH	昀冢科技	27.60	0.61	-72.39	新一代信息技术产业
688219.SH	会通股份	168.08	67.38	-70.34	新材料产业

## 6. 研发强度分析：“硬科技”底色凸显

通过持续的研发投入加快推进关键核心技术攻关和科研成果转化，这是“硬科技”公司一大重要的体现。

截至7月10日，435家上市公司中有348家公司在2019年度、2020年度、2021年度的研发支出呈递增的态势，占比80%。这其中，有41家公司2021年度的研发支出较2020年度的研发支出增加逾1倍，大全能源（6.9倍）、创耀科技（4.74倍）、东方生物（3.57倍）、晶科能源（2.74倍）、中复神鹰（2.44倍）的这一增幅超过2倍。

以2021年度来看，科创板公司研发强度保持高位，全年研发投入金额合计达到852.40亿元，同比增长29%，研发投入占营业收入的比例平均为13%。

从研发支出占营收比来看，截至7月10日，剔除6家未盈利上市且2021年度营收规模不足1亿元的公司之外，429家公司中，有200家公司研发支出占营收比超过10%，其中34家研发支出占营收比超过30%，寒武纪-U、百济神州-U、赛诺医疗等13家公司的这一比例超过50%。

另外，2021年底，科创板已汇聚了一支超过14万人的科研队伍，平均每家公司超过330人，占公司员工总数的比例接近3成。

在长效激励机制的建立上，截至今年6月底，共有242家科创公司推出310单股权激励计划，占科创板公司总数的比例达56%，主要集中在新一代信息技术（尤其是集成电路）、生物医药和高端装备领域。

证券代码	证券简称	2019年度研发支出总额(万元)	2020年度研发支出总额(万元)	2021年度研发支出总额(万元)	2019年度研发支出总额占营业收入比例	2020年度研发支出总额占营业收入比例	2021年度研发支出总额占营业收入比例
688520.SH	神州细胞-U	51617.57	61030.68	73266.21	19564.58	185975.53	545.16
688266.SH	泽璟制药-U	18384.15	31419.83	50939.43		1135.89	267.59
688256.SH	寒武纪-U	54304.54	76828.03	113574.06	122.32	167.41	157.51
688235.SH	百济神州-U	658827.50	894255.00	953841.80	223.03	421.78	125.69
688108.SH	赛诺医疗	19249.61	15919.53	18536.40	44.16	48.62	95.37
688322.SH	C 奥比-UW	37043.83	28556.41	38751.99	62.06	110.28	81.73
688277.SH	天智航-U	7701.29	7411.35	10979.39	33.55	54.53	70.37
688177.SH	百奥泰	63651.11	56265.46	54341.52	90930.15	304.15	64.96
688321.SH	微芯生物	7823.90	13726.45	23434.74	45.02	50.94	54.44
688229.SH	博睿数据	3106.48	3952.33	6952.30	18.88	28.47	52.23
688180.SH	君实生物-U	94610.00	179783.43	206873.93	122.06	112.72	51.40
688336.SH	三生国健	29217.26	37538.87	47327.71	24.82	57.31	50.96
688027.SH	国盾量子	7593.93	6089.50	9102.21	29.45	45.39	50.81
688331.SH	荣昌生物	35206.59	46582.15	71097.28	7297.05	15301.37	49.85
688327.SH	云从科技-UW	45415.38	57807.33	53416.65	56.25	76.59	49.67
688220.SH	翱捷科技-U	59677.20	211116.88	102842.80	149.96	195.31	48.13
688088.SH	虹软科技	19615.57	25947.43	27028.84	34.75	37.98	47.17
688578.SH	艾力斯-U	16199.89	17796.30	22259.49	25725.39	31728.84	41.99
688207.SH	格灵深瞳-U	9595.43	11428.33	12110.72	134.75	47.09	41.25
688206.SH	概伦电子	3572.56	4963.73	7945.82	54.55	36.10	40.99
688072.SH	拓荆科技-U	7431.87	12278.18	28830.85	29.58	28.19	38.04
688107.SH	安路科技-U	7866.54	12553.66	24362.22	64.31	44.67	35.90
688058.SH	宝兰德	3088.29	4041.07	6791.66	21.55	22.17	33.99
688081.SH	兴图新科	3261.39	3836.16	5195.88	16.28	19.91	33.17
688111.SH	金山办公	59878.57	71088.19	108162.50	37.91	31.44	32.98
688083.SH	中望软件	10801.30	15115.97	20289.57	29.91	33.14	32.79
688051.SH	佳华科技	4695.84	9103.09	15850.59	9.12	13.36	32.59
688788.SH	科思科技	11771.45	18169.33	19858.07	17.46	27.74	32.54
688173.SH	希荻微	3425.56	18142.41	14973.26	29.71	79.44	32.35
688521.SH	芯原股份-U	42506.90	62057.39	69012.72	31.72	41.20	32.26
688316.SH	青云科技-U	6954.25	7564.44	13481.93	18.45	17.65	31.81
688418.SH	震有科技	6748.52	6828.83	14415.21	15.91	13.66	31.05
688305.SH	科德数控	6847.47	10714.40	7757.61	48.25	54.08	30.59
688561.SH	奇安信-U	104710.40	122808.92	174840.33	33.20	29.51	30.10

## 7. 风险事件：出现立案调查、\*ST

科创板在制度规则和法律环境等方面相较以前都有明显改善。但只要有资本市场，违法违规行就不会被消除。科创板在进入第三年之后，上市公司被立案调查或 \*ST 的风险事件也开始暴露。

### 1) 紫晶存储、泽达易盛被立案调查

#### 紫晶存储：

2022 年 2 月 11 日晚间，紫晶存储（688086.SH）公告称，因涉嫌信息披露违法违规，该公司被证监会立案调查。

自 2020 年年报发布后，上交所前后对紫晶存储的三次监管问询，一共涉及了 38 个问题。除了上市后预付技术开发费及预付设备款的大幅增加、业务模式频繁变更这两大疑点，应收账款、上下游变化、货币资金等多个细节也都在持续监管视野之内。

3 月 13 日晚间，紫晶存储自曝，自 2021 年 3 月以来至 2022 年 3 月 10 日，该公司及子公司定期存单违规质押担保余额合计 3.73 亿元。而紫晶存储在前期定期报告回复中称相关银行账户不存在因质押、担保等导致资金受限的情况，保荐机构中信建投对此发表了明确的核查意见，存在信息披露前后不一的情况。4 月份，紫晶存储及有关责任人因违规大额担保被纪律处分。

6 月 24 日，紫晶存储实际控制人郑穆、罗铁威收到证监会下发的《立案告知书》，因涉嫌信息披露违法违规，被立案调查。

紫晶存储也因虚假陈述被投资者告上法庭。该案成为首例涉科创板上市公司的证券欺诈责任纠纷案。

#### 泽达易盛：

上市不满 2 年，科创板企业泽达易盛（688555.SH）就被证监会立案调查，成为 \*ST 紫晶之后第二家被立案调查的科创板公司。

2022年5月11日晚间，泽达易盛公告称，当日收到《立案告知书》，因该公司涉嫌信息披露违法违规被证监会立案。

7月12日晚间，泽达易盛公告，当天收到证监会通知，该公司实际控制人、董事长林应涉嫌信息披露违法违规被立案调查。此前的3月18日，林应与该公司董事、副总经理、董秘兼财务总监应岚，开始协助有关部门调查。

## 2) 恒誉环保、紫晶存储被 \*ST

### 恒誉环保：

恒誉环保（688309.SH）为科创板首家被 \*ST 的公司。

该公司于2020年7月14日登陆科创板。但是上市第二年业绩便出现亏损，2021年度该公司实现营业收入8456.59万元，同比下降51.56%；归母净利润亏损948.18万元，同比下降120.63%。

因2021年度经审计归属于上市公司股东的净利润为负值且营业收入低于1亿元，则触及“营业收入+净利润”的财务类退市组合指标，恒誉环保股票于2022年4月28日起被实施“退市风险警示”特别处理，该公司股票简称变更为“\*ST 恒誉”。

### 紫晶存储：

审计机构对紫晶存储2021年度出具了无法表示意见的财务报表审计报告。

根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》第12.4.2条第一款的规定，上交所对该公司股票交易实行“退市风险警示”。

2022年5月6日起，紫晶存储简称变更为“\*ST 紫晶”。

## 8. 二级市场：股价分化，优者胜

### 8.1 股价三七分化

三年期间，科创板上市公司二级市场股价逐渐出现分化，有些公司上市之后震荡上扬，而有些公司则上市便是高光时刻，此后震荡下行。

截至 7 月 10 日，435 家上市公司中，有 135 只股票上市以来股价呈涨势，占比 31%；300 只股票上市以来股价处于跌势，占比 69%。

就涨幅来看，截至 7 月 10 日，86 家公司上市以来的股价上涨超 30%，64 家涨幅超过 50%，27 家涨幅超过 1 倍。其中美迪西、佰仁医疗、奥特维、天合光能分别上涨 7.05 倍、4.12 倍、3.85 倍、3.02 倍。

下跌的公司中，107 家公司上市以来至 7 月 10 日股价被腰斩，其中 8 家公司股价下跌超 8 成。

证券代码	证券简称	2019-07-22至 2022-07-10区 间涨跌幅(%)	证券代码 2	证券简称 2	2019-07-22至 2022-07-10区 间涨跌幅(%) 2
688202.SH	美迪西	704.62	688086.SH	*ST 紫晶	-90.23
688198.SH	佰仁医疗	412.16	688555.SH	泽达易盛	-83.59
688516.SH	奥特维	385.08	688277.SH	天智航-U	-82.74
688599.SH	天合光能	302.22	688060.SH	云涌科技	-82.59
688639.SH	华恒生物	287.62	688158.SH	优刻得-W	-81.07
688390.SH	固德威	263.90	688004.SH	博汇科技	-80.51
688017.SH	绿的谐波	238.84	688338.SH	赛科希德	-80.29
688091.SH	上海谊众-U	231.90	688500.SH	慧辰股份	-80.29
688116.SH	天奈科技	226.03	688309.SH	*ST 恒誉	-78.61
688598.SH	金博股份	210.57	688418.SH	震有科技	-78.12
688333.SH	铂力特	196.00	688286.SH	敏芯股份	-77.65
688005.SH	容百科技	190.69	688098.SH	申联生物	-77.47
688301.SH	奕瑞科技	186.12	688051.SH	佳华科技	-77.25
688133.SH	泰坦科技	171.94	688365.SH	光云科技	-75.83
688357.SH	建龙微纳	152.81	688219.SH	会通股份	-75.76
688536.SH	思瑞浦	151.18	688321.SH	微芯生物	-73.27
688556.SH	高测股份	148.15	688027.SH	国盾量子	-72.72
688139.SH	海尔生物	147.56	688313.SH	仕佳光子	-72.62
688559.SH	海目星	145.96	688505.SH	复旦张江	-72.60
688399.SH	硕世生物	142.36	688588.SH	凌志软件	-72.47

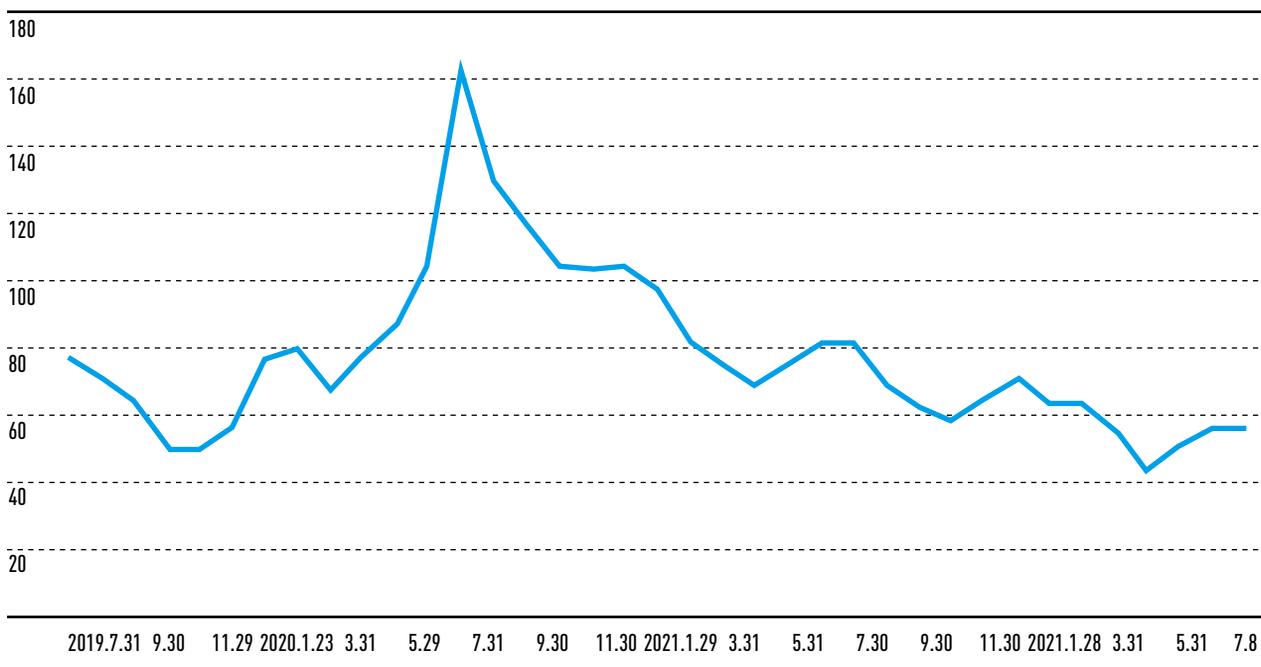
## 8.2 估值水平处于相对低位

根据 Wind 数据，2019 年 7 月 22 日至 2022 年 7 月 10 日期间，以整体法计算每年的科创板市盈率（TTM），2019 年底~2021 年底市盈率分别为 56.83 倍、104.73 倍、70.71 倍，2022 年 7 月 10 日市盈率为 55.94 倍。

再看科创板开市以来每月的市盈率情况，有 6 个月的市盈率超过 100 倍，均来自于 2020 年，其中 2020 年 7 月处于最高峰，达到 164.73 倍，最低的是 2022 年 4 月，为 43.52 倍。

银河证券发布研报称，科创板开板至今，估值大概经历了三轮变迁，目前已处于估值低位：（1）科创板开板后标的的稀缺性带来了板块的独立行情。科创板市首批公司上市后吸引大批投资者关注，标的稀缺性带来的板块估值溢价显著；（2）科创板估值降温期。2019 年 8 月起，新股发行逐渐加快，市场热度逐渐下降，估值出现回落；（3）科创板估值回升期。随着科创板上市公司增加，且该阶段新发行公司估值偏高，进而拉升了科创板整体估值水平；（4）科创板估值调整期。新冠疫情、美联储加息预期、俄乌冲突等外部因素影响，板块估值持续回落，高估值逐渐消化。科创板当前估值水平处于历史低位，与创业板估值差处于历史低值。

### 科创板每月市盈率 (TTM)



### 8.3 投资者结构优化，投资工具趋于丰富

科创板投资者结构持续优化，今年以来，自然人、机构对科创板的交易占比分别为 49.7%，50.3%，机构在科创板上的交易占比首次超过自然人。

其中，公募基金交易占比为 9%，高于主板，较 2020 年、2021 年分别增加 3.7 个、0.9 个百分点，公募基金成为普通投资者参与科创板投资的重要渠道，从科创板 ETF 来看，自然人持有占比 55%、交易占比 48%，远高于其他主要宽基指数 ETF。

同时，科创板的国际吸引力和影响力进一步提升。指数化投资科创板也渐成国际投资者配置科创板的重要方式。

自上证科创 50 指数于 2020 年 7 月份推出以来，美国、英国、日韩及中国香港等多地市场相继推出多支科创板 50 指数产品，目前境外市场的科创板 50 指数相关产品已有 12 只，其中规模最大的海外科创 50ETF 规模近 6000 万美元。

除了科创 50 指数之外，之后陆续发布了三条科创主题指数，为市场观察科创板市场表现提供了工具，也为投资者提供了更多的投资工具。

2021 年 8 月 16 日，科创板首条行业指数——上证科创板新一代信息技术指数发布；2022 年 5 月 9 日，上证科创板生物医药指数发布；2022 年 6 月 13 日，上证科创板芯片指数正式发布。

据了解，随着科创板建设的稳步推进，科创主题指数体系布局将不断完善，包括完善以科创 50 指数为基础的综合类指数和其他规模指数体系，有望推出反映科技创新和高端制造、响应绿色金融发展政策的主题和策略指数等。

## 9. 股权投资分析：挖掘“水下项目”、“隐形冠军”

### 9.1 头部机构引领投资

科创板自成立以来，坚守板块定位，持续推进关键制度创新，加快创新资本的形成和有效循环。一方面，资本赋能，助推科技产业化。另一方面，创新制度，不断加速资本循环。开市后，科创板创新的交易机制安排和非公开询价转让制度，引导 PE、VC 等创投资本有序退出，以公募基金为代表的长期投资者持续加仓。

2022 年上半年，科创板上市企业中 VC/PE 渗透率攀升至 90.6%，领先优势明显，可见股权投资机构高度关注科技创新。在经历了去年的略微下降后，2022 上半年看到科创板融资额明显恢复上升的态势，并超过了科创板开板以来的历史融资总额数据。

据第一财经不完全统计，在科创板企业的成长发展过程中，有至少 2000 家 PE/VC 参与了投资。其中，深创投、元禾控股、达晨财智、同创伟业等头部机构，为科创板企业上市提供了较多“弹药”。

其中，深创投投资的企业中在科创板上市的有 36 家，主要来自于半导体、电子设备和仪器等新一代信息技术产业以及生物医药产业，包括珠海冠宇、天岳先进、怡合达、亚辉龙、安路科技等公司。

达晨财智投资的企业中有 19 家已在科创板上市，还有 2 家处于 IPO 阶段，目前已过会。代表企业有康希诺、中望软件、道通科技、利扬芯片、凌云光、禾川科技、智明达、热景生物、兰剑智能、沃尔德等。

元禾控股及旗下投资平台的参投企业中也有多数已在科创板上市，主要来自于半导体、智能制造装备等行业，包括思瑞浦、天准科技、纳芯微、江苏北人、奇安信等。

PE/VC 有多赛道投资，也有单赛道投资。专注于单赛道的投资机构，其背后往往聚集大量龙头企业，在某个产业中扎根，形成突出优势。正是因为认识到了产业方的独特优势，一些股权投资机构也与位于科技产业链头部的企业建立起深度连接。

## 9.2 投资硬科技需有足够创新性耐心

科创企业逐步壮大、成熟、走向资本市场，离不开股权投资机构的慧眼识珠，也离不开股权投资机构的持续“输血”培育和资源导入。

在科创板三周年之际，第一财经启动了“科创资本论”系列访谈，邀请国内头部机构负责人，共同探索新形势下资本与科技的深度融合之道。

运行了三年的科创板，也给股权投资机构挖掘硬科技企业提供了参考条件。达晨财智执行合伙人、总裁肖冰表示，总结起来大致有三个方向：一是卡脖子的机会。这是一个需要长期来解决的事情，不是短期，要耐得住寂寞与诱惑；二是产业升级的机会。中国众多产业都在进行产业升级，由低端向中高端进军，特别是“数字化”、“智能化”的新技术应用，对传统产业升级提供了新的契机；三是碳中和结合先进制造业的机会。

当然，在“硬科技”投资成为一个热门赛道的过程中，也催生出了一些泡沫。“正确的时间、合理的估值、不追风不抬价。”深创投总裁左丁表示，投资不是投机，而是要寻找确定性更强的优质企业。

“我们不会去博概率。对估值太高的行业，团队会更加谨慎地对待，并寻找技术驱动而非流量驱动的企业。”他如是说。

如何在鱼龙混杂的市场中深挖真成长“硬科技”公司，构建自身的产业深度？“硬科技项目隐藏在产业链深处，所以投硬科技首先要懂硬科技。”左丁表示，科创领域，尤其是信息科技行业的细分领域多，体系复杂，需要实现“产学研资”相结合，才能找到真正有价值的企业。

肖冰也称，达晨要“打造准产业投资模式”，即依托过去投资的产业生态，进行深度挖掘，打造更强的产业链投资竞争力。分两步走：一是梳理好重仓产业生态，画好产业图谱，厘清家底，为二次激活做好准备；二是找到产业链中的核心公司，建立更为主动的关系。再通过投后团队进行管理，系统性地按照细分产业和生态进行资源整合。通过投资生态链中的核心公司进行锚定，通过加强与企业家的联动创造机会，找到、投进优质的“水下项目”。

科创板不再“净利润至上”，提升了资本市场对创新经济的包容度，但是也需要资本具有足够的创新性耐心。

“科创板的初衷是希望暂时还没有盈利的科创企业能够在资本市场上获得长期支持，使投资者和企业都可获利，所以科创板不应该变成短期套利的工具。此外随着投早、投小、投未来成为主旋律，对投资人研究、选择项目的眼光都提出更高的要求。”盈科资本合伙人、科创行业首席投资官陈宇雷称。

国方资本管理合伙人孙忞同时称，期待科创板能够更加发挥资本市场改革的制度优越性，用制度打好地基，进一步提高上市审核的效率，引入更多的“活水”，其余的交给市场，相信科创板的下一个三年会发挥更强大的示范效应，来支持科技创新、支持产业升级。

## 10. 投行格局分析：强者愈强

### 10.1 头部券商承销保荐项目占多

在科创板 IPO 的保荐机构及主承销商中，头部券商服务的数量较多。

根据 Wind 数据，截至 7 月 10 日，在已上市和未上市的公司中，有 22 家券商服务的公司数量超过 10 家，其中，中信证券服务的家数遥遥领先且突破 100 家，达到 113 家；其次则为中金公司，服务数量为 88 家；中信建投、海通证券分别服务 79 家、75 家；国泰君安、华泰联合分别服务 69 家、67 家。

截至 7 月 10 日，已上市的公司中，13 家券商服务数量超过 10 家，其中，中信证券服务的数量同样领先，为 69；中信建投、中金公司、海通证券、华泰联合分别服务了 48 家、47 家、41 家、40 家；国泰君安服务了 36 家。

公司名称	服务家数（已上市 + 未上市）	服务家数（已上市）
中信证券	113	69
中金公司	88	47
中信建投证券	79	48
海通证券	75	41
国泰君安证券	69	36
华泰联合证券	67	40
民生证券	44	25
招商证券	30	16
安信证券	27	12
国信证券	23	13
申万宏源证券承销保荐	21	10
国金证券	20	10
兴业证券	16	9
国元证券	14	8
光大证券	14	11
长江证券承销保荐	13	8
东方证券承销保荐	12	7
东兴证券	11	7
东吴证券	11	9
中泰证券	10	7
西部证券	10	6
东莞证券	10	5

## 10.2 注册制下竞争新格局

科创板的“横空出世”给券商投行业务带来了新增市场，也带来了一系列创新制度。在实践中，投行的资本市场“守门人”责任不断被压实压严，投行的业务能力也受到挑战。勤勉尽责的同时扩大自身的能力圈成为投行的竞争武器。

一方面，各显神通，提升市场竞争力，抢滩后备企业。

长江保荐总裁王承军在访谈中表示，以前关于发行人的很多事情，投行就像一面镜子去被动反映。现在投行要适度的转变一些角色，一方面在选择项目之时，投行的服务阶段要尽可能的往前移，尽早去培育国家鼓励和支持的企业，协助企业做好内控和公司治理结构的搭建；另一方面，要发挥投行的资源整合能力，比如整合投资机构，以在企业成长初期提供必要的资金支持。

中金公司投行执行负责人龙亮也在访谈中表示，注册制下投行服务正在大幅前移、下沉。过去投行主要服务较为成熟的企业，接触半年到1年就进入IPO申报阶段。但目前会提前2~3年，甚至在更早期介入。与之相匹配，优化团队结构，吸纳大量科技背景人才。同时，扩大服务覆盖范围，从北上广深走向全国，特别是西安、成都、武汉等地，以及中科大所在的安徽省，都成为投行重点关注区域。

招商证券总裁助理王治鉴在访谈中表示，为市场中的资金方和资产方进行匹配的资本中介，是投资银行的定位，而做市业务是该商业模式的具体业务表现之一。

另一方面，压实合规，执行“最严标准”，迎接全面注册制。注册制试点以来，伴随新《证券法》实施、刑法修正案（十一）出台以及相关配套法律法规的完善，投行面临的法律责任大大提升。而全面注册制对投行履责提出了更高要求。这些要求也通过投行向发行人逐步传导，减少欺诈、造假的空间。

据龙亮介绍，中金公司对企业都是进行独立核查，特别是财务方面，包括函证核查等都是独立完成。由于服务前移，还有早期的企业存在ERP系统不完善等问题，投行也会帮助企业升级系统，将资本市场的专业力量对接给创始人、经营者。

在王承军看来，投行的风险主要来自两个方面，一是从业人员的道德风险，随着监管和政策趋严，

这方面风险有较大降低；二是来自客户的风险，这是目前投行面临的最主要风险。对于防范客户风险的举措，投行需要审慎选择客户，聚焦科技创新、绿色发展等领域，并“从小从早”抓起，陪伴企业成长的时间足够长，也便能识别客户真正的风险。

据王治鉴介绍，随着注册制的全面实施，上市数量的增加让券商面临更多的保荐承销业务机会，同时也意味着要承担更多的责任。针对这一问题，券商将主要从三个方面进行提升：一是从投研和投行的角度，提高行业研究、估值定价能力，以及“硬科技”企业的筛选、推荐能力，把好“硬科技”质量关，做好科创属性核查工作；二是，从保荐机构的角度，券商提高信息披露质量，便于投资人正确评估企业价值；三是，从综合金融服务的角度，券商在投行、投资、经纪、做市等多方面提升综合服务能力。

## 特别声明

第一财经是中国深具影响力的财经全媒体集团，每天生产与发布文字报道或视频超过 2000 条，涉及财经资讯、视频、数据报告与深度分析报道，以及对重大财经事件进行现场直播等。第一财经还通过版权交易、内容授权、官方合作等方式，向全球主要的媒体平台和金融机构分发文字与视频内容。第一财经亦提供媒体广告策划与传播、论坛会议、投资者教育、市场与行业研究、以及针对企业的高端内容定制和创意设计等服务。

第一财经科创研究中心成立于 2019 年，截至目前已陆续发布《第一财经·科创板 IPO 全景报告》(20190709)、《第一财经·科创板百日运行全景报告》(20191120)、《第一财经·科创板周岁“成长之最”透视报告》(20200613)、《第一财经 & 润灵评级中国科创板上市公司 ESG 报告》(20200722)、《第一财经中国科创板上市公司股权激励报告》(20210128)、《第一财经·科创板两周岁“成长之变”透视报告》等多份聚焦科创领域的研究报告，以及《中国 A 股市场中介机构信披风险警示榜 (2008-2018)》、《中国 A 股市场中介机构信披风险警示榜 (2019-2020)》、《中国 A 股市场中介机构信披风险警示榜 (2020-2021)》等 A 股市场的深度报告。

本报告仅作为第一财经科创研究中心的研究成果，在第一财经下属平台展示。不构成任何投资建议或证券买卖推荐。

本报告的数据来源于调研案例、交易所等相关网站、Wind 等软件数据统计、相关研究报告统计等，但第一财经并不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。第一财经并不对使用本报告所包含材料而产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

使用者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，第一财经及关联人员均不承担任何法律责任。

# 第一财经科创研究中心

