

2026 年 04 月 21 日

以中科仪为例，看北证网下生态变化和博弈推演

——北交所制度研究系列报告之三

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

吕靖华 A0230124070002
lvjh@swsresearch.com

联系人

吕靖华 A0230124070002
lvjh@swsresearch.com

- **北证时隔三年重启网下询价，机构参与率大幅提升。**剔除无效报价(含关联方和其他原因)后，中科仪配售对象数量达 1,987 户、拟申报金额达 1,066 亿元，对应户均拟申报金额 5,366 万元。从配售对象申报情况看，①**公募基金是北证网下的参与主力，年金基金、养老金等暂未入市。**A 类投资者配售对象数量 1,034 户、拟申报金额 642 亿元，占比分别达 52.0%、60.3%，其中，公募基金系北证网下参与主力。②**个人投资者占比高，私募基金仍有较大参与空间。**B 类投资者配售对象数量 953 户、其中包含 457 户个人投资者，且个人的户均拟申报金额达 4,036 万元、高于私募基金的 3,167 万元。
- **个人投资者的参与导致了北证的网下生态与沪深市场略有不同，机构报价集中决定“四孰低”，个人报价离散决定“高剔价”，导致中科仪整体入围区间较宽。**①**“四孰低数”之间的差异较大。**本次中科仪询价方案中，北证的发行定价参考依据首次采用“四孰低数”、而非此前的“二孰低数”，对发行价进行约束。所以，公募基金掌握实际定价权，从询价结果来看，中科仪“四孰低数”之间差异较大，区间为 16.6335-16.7013 元/股，对比沪深深来看显著更宽。②**有效报价区间更宽，网下入围率同样很高。**一方面，个人投资者倾向更高报价，而从询价方案看，高价剔除部分仅占全部网下投资者拟申购总量的 1-3%，即高剔价较高；另一方面，新股定价往往不超过“四孰低数”、否则需发布投资风险特别公告，这就导致中科仪的有效报价区间较宽，为 16.21-17.68 元/股，区间宽度达 9.07%。这使得中科仪的网下入围率较高，A 类投资者、B 类投资者、全部配售对象的入围率分别达 94.9%、91.3%、93.5%，其中，个人投资者成为高剔的主要对象，机构入围率更高。
- **推演未来，①预计机构占比持续提升，申购倍数快速增长。**开通率不足、资料准备时间短、中签率预估无数据可参与导致风控限额是制约机构参与的主要因素，预计下一个案例到来时，机构参与账户将快速增长，个人申报量占比将被动下降。②**机构与个人报价相向而行，报价区间收敛。**一方面，个人本轮报价锚定“战配价”，高剔率达 15.6%、入围率仅 83.2%，后续有下修冲动。另一方面，机构的低剔风险更大，机构的低剔率 4.2%、远高于 0.3%的高剔率。而个人占比远超 3%，是高剔主要对象，就会导致机构报价中枢上移。但我们需要提醒机构的是，下一个案例到来时，随着开通率上升、风控限制的放开，个人申报量的占比或迅速下降，机构的高剔风险也将显现。③**长期看，中签率均衡状态取决于预期收益率。**由于中科仪的网下中签率较高，机构参与积极性快速上升，但市场稳态条件永远是“新股申购预期收益~机会成本”。以北证网上申购为例，部分新股网上顶格申购收益率水平降至 0.03-0.04%，随着单票收益下降，近期网上冻结资金量高位钝化、且参与户数明显下滑；假设北证网下询价新股涨幅水平为 100%，均衡状态下，北证网下中签率水平预计维持在 0.03-0.04%。
- **风险提示：**1) 询价发行数量不及预期；2) 新股申购参与账户增长过快；3) 新股涨幅不及预期等。



申万宏源研究微信服务号

目录

1.北证时隔三年重启网下询价，机构参与率大幅提升	4
2.报价生态：个人报价高，但“四孰低”机制下，仍为机构定价	6
3. 未来推演：申购倍数快速增长，报价区间收敛.....	9
3.1 预计机构占比将快速跃升，申购倍数明显增长	9
3.2 机构与个人报价将相向而行，报价区间将收敛	11
3.3 中签率均衡状态取决于预期收益率，或与网上拉平	12
4.风险提示	13

图表目录

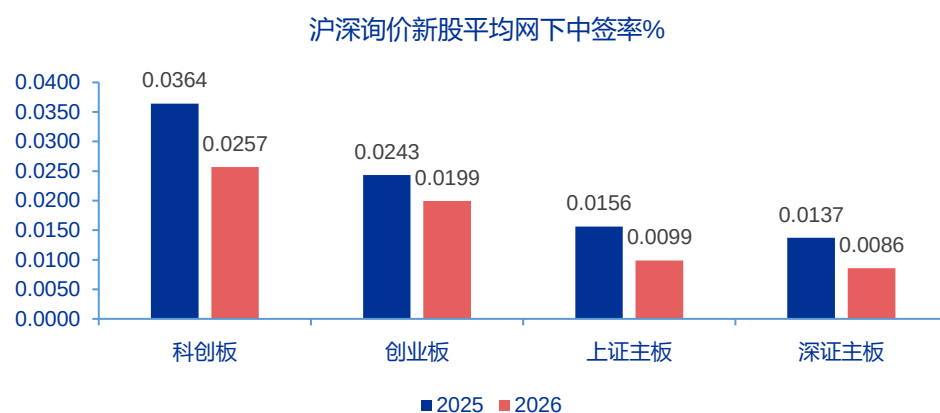
图 1：沪深询价新股网下中签率仅万分位水平.....	4
图 2：北证历史询价配售对象数量	4
图 3：北证历史询价配售对象户均冻结资金	4
图 4：中科仪报价分布示意图（单位：元/股）	6
图 5：理奇智能报价分布示意图（单位：元/股）	6
图 6：中科仪“四孰低数”差异较大（单位：元/股）	7
图 7：沪深询价新股“四孰低数”差异很小	7
图 8：北证历史各批次询价新股的有效报价宽度	7
图 9：沪深询价新股的有效报价区间显著更窄.....	7
图 10：2026 年以来，沪深询价新股平均入围率 93.27%	8
图 11：中科仪分机构类型的网下入围率	8
图 12：中科仪网下入围率高达 93.5%	8
图 13：中科仪报价数量分布	11
图 14：中科仪拟申报金额分布	11
图 15：以中科仪为例，个人投资者被高剔，而机构投资者的低剔率更高	12
图 16：从沪深市场来看，发行价向“四孰低值”靠拢	12
图 17：2026 年以来，沪深询价新股首日涨跌幅中枢值为 122%（单位：%） ...	12
图 18：今年以来，北证网上冻结资金量高位钝化、参与户数出现下滑	13
图 19：北证部分新股网上顶格申购单票收益降至 0.03-0.04%水平.....	13
表 1：中科仪网下询价各类机构参与情况.....	5
表 2：理奇智能网下询价各类机构参与情况	5
表 3：参与中科仪的部分公募和保险机构的风控中签率预估	10

1.北证时隔三年重启网下询价，机构参与率大幅提升

中科仪于 2026 年 4 月 15 日完成网下询价，4 月 16 日晚公告了询价结果，这是继一诺威于 2023 年 3 月 15 日网下询价之后，北交所首次重启网下询价。

预计中科仪回拨后网下中签率高达 0.39%。根据中科仪发行结果公告，考虑 10% 的回拨后，其网下发行股数为 2,340 万股，而网下有效申购股数为 594,429 万股，排除 A/B 类投资者差异化配售，以及少数售配对象弃购的现象，网下询价对应的中签率水平达 0.39%，远高于沪深询价新股。

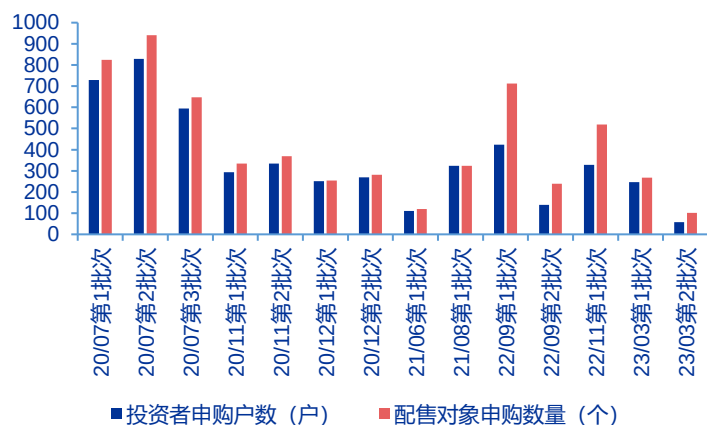
图 1：沪深询价新股网下中签率仅万分位水平



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

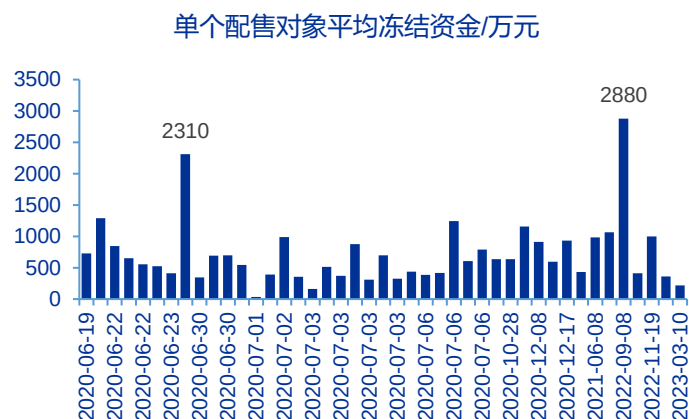
参与的配售对象数量大幅提升，且预计未来仍将快速增长。剔除无效报价(含关联方和其他原因)后，中科仪配售对象数量达 1,987 户、拟申报金额达 1,066 亿元，对应户均拟申报金额 5,366 万元。对比一诺威的 102 个参与的配售对象数量有大幅增长。

图 2：北证历史询价配售对象数量



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：北证历史询价配售对象户均冻结资金



从结构来看，A 类机构的参与率也大幅上升。我们对中科仪网下配售对象申报情况进行统计，并选取同一时间询价的创业板新股理奇智能作对比：

【1】A 类：公募基金是北证网下的参与主力，年金基金、养老金等暂未入市。

分类来看，A 类投资者配售对象数量 1,034 户、拟申报金额 642 亿元，占比分别达 52.0%、60.3%；其中，公募基金系北证网下参与主力，但由于现金申购和风控限制等原因，参与空间受限，户均申报金额仅 5,909 万元，显著低于保险和社保产品的户均资金量。以理奇智能为例，对比沪深网下市场的 A 类投资者结构，年金基金、养老金等产品暂未入市。

【2】B 类：个人投资者占比高，私募基金仍有较大参与空间。

北证网下生态的核心差异在于个人投资者占比高，其中，B 类投资者配售对象数量 953 户、包含 457 户个人投资者，且个人的户均拟申报金额达 4,036 万元、高于私募基金的 3,167 万元。而本次私募基金参与度较低、且户均申报金额也较少，主因资格审查趋严、且时间较紧迫；且对比沪深来看，理奇智能的配售对象中，私募基金申报量占比达 25.8%、仅次于公募基金和年金基金，后续北证网下私募基金的增长空间较大。

表 1：中科仪网下询价各类机构参与情况

机构类型	配售对象数量	数量占比	拟申报金额/亿元	金额占比	户均申报金额（万元）
公募	877	44.1%	518	48.6%	5909
保险	143	7.2%	103	9.7%	7219
社保	14	0.7%	21	2.0%	15021
个人投资者	457	23.0%	184	17.3%	4036
私募	364	18.3%	115	10.8%	3167
公募专户	78	3.9%	42	3.9%	5350
券商资管	31	1.6%	36	3.4%	11617
证券自营	11	0.6%	41	3.8%	37006
其他	12	0.6%	6	0.5%	4639
A 类投资者	1034	52.0%	642	60.3%	6213
B 类投资者	953	48.0%	424	39.7%	4446
全部配售对象	1987	100%	1066	100.0%	5366

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：表格统计剔除无效报价情形（含关联方和其他原因）

表 2：理奇智能网下询价各类机构参与情况

机构类型	配售对象数量	数量占比	拟申报金额/亿元	金额占比	户均申报金额（万元）
公募	2728	27.6%	7726	27.5%	28321
年金	3085	31.2%	9551	34.0%	30960
养老金	315	3.2%	948	3.4%	30083
社保	79	0.8%	245	0.9%	30966
保险	438	4.4%	1283	4.6%	29283
银行理财	12	0.1%	37	0.1%	30668
QFII	7	0.1%	21	0.1%	29490
私募	2839	28.8%	7240	25.8%	25502
公募专户		.%		.%	
证券自营	22	0.2%	68	0.2%	30974

券商资管	95	1.0%	205	0.7%	21558
其他	17	0.2%	45	0.2%	26220
A 类投资者	6664	67.5%	19809	70.6%	29726
B 类投资者	3209	32.5%	8245	29.4%	25694
全部配售对象	9873	100.0%	28055	100.0%	28416

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：沪深采用市值配售制度，拟申报金额无实际意义，列示仅用于与北证对比

2. 报价生态：个人报价高，但“四孰低”机制下，仍为机构定价

机构报价集中决定“四孰低”，个人报价离散决定“高剔价”，导致中科仪整体入围区间较宽。以沪深询价新股理奇智能为例，各类机构投资者的报价中枢相近、集中度较高，中科仪的机构报价也呈现类似特征。但个人投资者报价相当离散，且向上偏离，导致被高剔的主要为个人投资者。

图 4：中科仪报价分布示意图（单位：元/股）

机构类型	最低报价	报价中位数	报价加权平均数	最高报价
公募	16.20	16.66	16.63	17.85
保险	16.66	16.68	16.67	16.68
社保	16.20	16.66	16.64	16.70
个人投资者	11.00	17.37	17.32	43.13
私募	15.00	16.67	16.71	17.68
公募专户	16.20	16.63	16.61	17.09
券商资管	16.64	16.68	16.68	16.89
证券自营	16.40	16.60	16.65	17.31
其他	16.39	16.84	16.83	17.90
A类投资者	16.20	16.66	16.64	17.85
B类投资者	11.00	16.87	16.95	43.13
全部配售对象	11.00	16.67	16.76	43.13

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：理奇智能报价分布示意图（单位：元/股）

机构类型	最低报价	报价中位数	报价加权平均数	最高报价
公募	12.00	14.07	14.05	14.60
年金	13.90	14.08	14.07	14.20
养老金	13.90	14.08	14.07	14.20
社保	14.04	14.07	14.08	14.13
保险	12.66	14.09	14.10	15.76
银行理财	14.05	14.11	14.09	14.11
QFII	14.04	14.08	14.08	14.15
私募	13.47	14.07	14.05	15.60
公募专户	12.00	14.06	14.05	14.40
证券自营	13.96	14.07	14.08	14.22
券商资管	13.26	14.08	14.07	14.18
其他	14.00	14.09	14.08	14.14
A类投资者	12.00	14.07	14.06	15.76
B类投资者	12.00	14.07	14.05	15.60
全部配售对象	.	.	.	.

资料来源：Wind，申万宏源研究

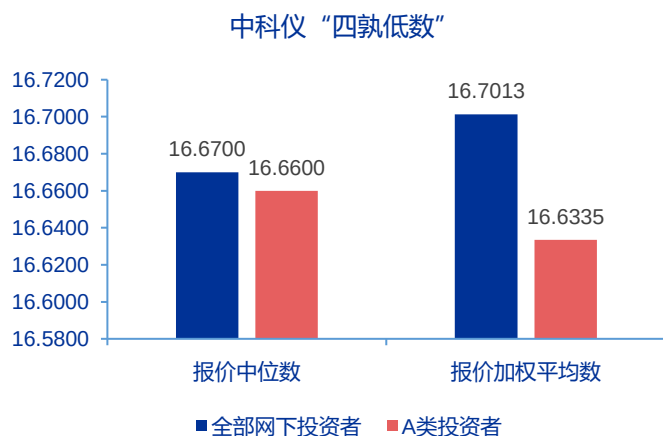
个人投资者的参与导致了北证的网下生态与沪深市场略有不同，一是，“四孰低数”之间的差异可能较大；二是，有效报价区间更宽。

【1】北证首次启用“四孰低数”、而非“二孰低数”，公募基金掌握实际定价权。

我们认为，本次中科仪询价方案中，最大的边际变化在于，北证的发行定价参考依据首次采用“四孰低数”，即在计算报价中位数和加权平均数时，将“公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金和合格境外投资者”的报价再单独进行计算，形成“四数”、并取孰低值，对发行价进行约束。所以，结合各类配售对象参与情况，公募基金掌握实际定价权。

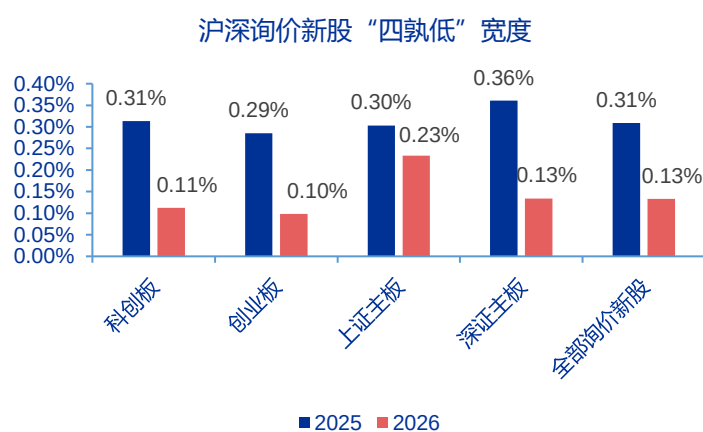
从询价结果来看，中科仪“四孰低数”之间差异较大。我们计算“四孰低数”中的最大值相比最小值的上浮比例，称为“四孰低”宽度，中科仪的“四孰低数”区间为 16.6335-16.7013 元/股，对应的“四孰低”宽度高达 0.41%；但是，对比沪深市场，2026 年以来沪深询价新股平均“四孰低”宽度仅有 0.13%。

图 6：中科仪“四孰低数”差异较大（单位：元/股）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：沪深询价新股“四孰低数”差异很小



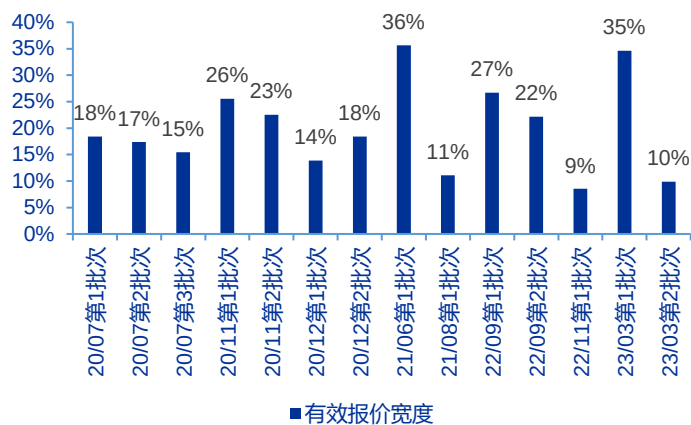
资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

【2】北证的有效报价区间更宽，网下入围率同样很高。结合上述讨论，一方面，个人投资者倾向更高报价，而从询价方案看，高价剔除部分仅占全部网下投资者拟申购总量的 1-3%，即高剔价格会较高；另一方面，新股定价往往不超过“四孰低数”、否则需发布投资风险特别公告，这就导致中科仪的有效报价区间较宽，为 16.21-17.68 元/股，区间宽度达 9.07%。

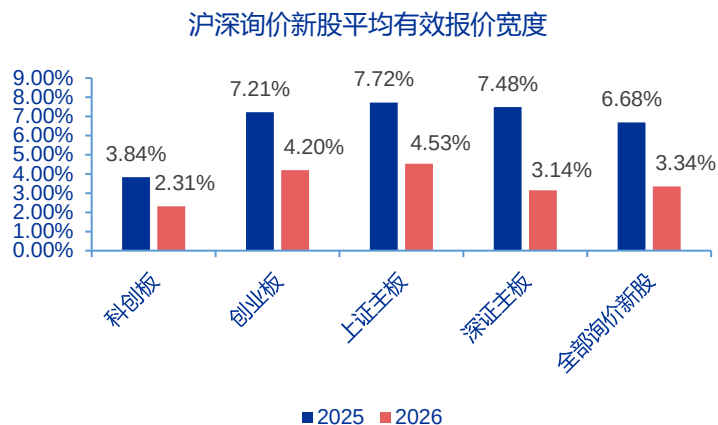
对比来看，1) 北证历史询价案例看，由于机构参与度提升、个人投资者比重下降，中科仪的有效报价区间宽度处于北证历史较低水平；2) 沪深询价新股来看，报价集中度较高、有效报价区间显著更窄，2026 年以来，平均有效报价宽度仅 3.34%。

图 8：北证历史各批次询价新股的有效报价宽度

图 9：沪深询价新股的有效报价区间显著更窄



■有效报价宽度



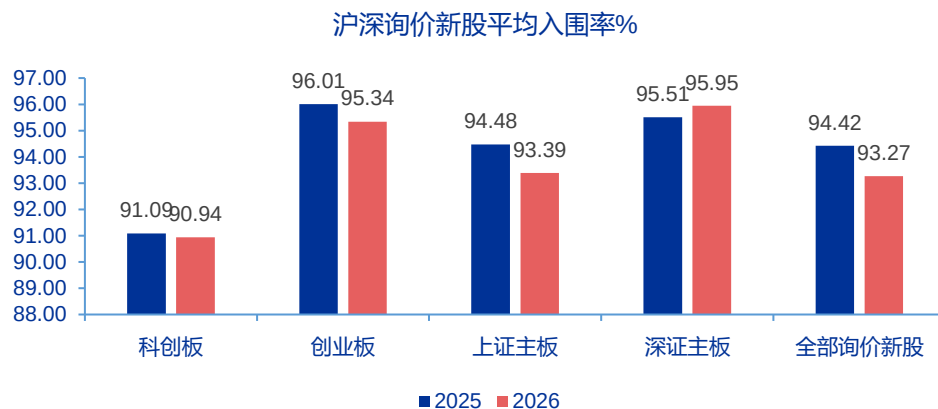
■ 2025 ■ 2026

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

由于有效报价区间较宽，中科仪的网下入围率较高，其中，A类投资者、B类投资者、全部配售对象的入围率分别达 94.9%、91.3%、93.5%。一是，对比沪深来看，中科仪的整体入围率水平同样较高，参考 2025-2026 年的沪深询价新股、平均入围率水平为 94.42%和 93.27%。二是，分机构类型看，个人投资者被高剔、机构入围率更高，由于个人投资者报价倾向较高，成为高剔的主要对象，其中，个人投资者的高剔率、入围率、低剔率分别为 15.6%、83.2%、1.2%，使得机构投资者的入围率更高。

图 10：2026 年以来，沪深询价新股平均入围率 93.27%

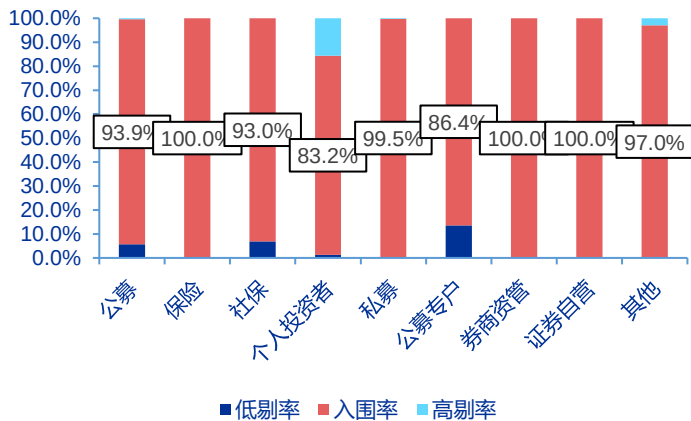


■ 2025 ■ 2026

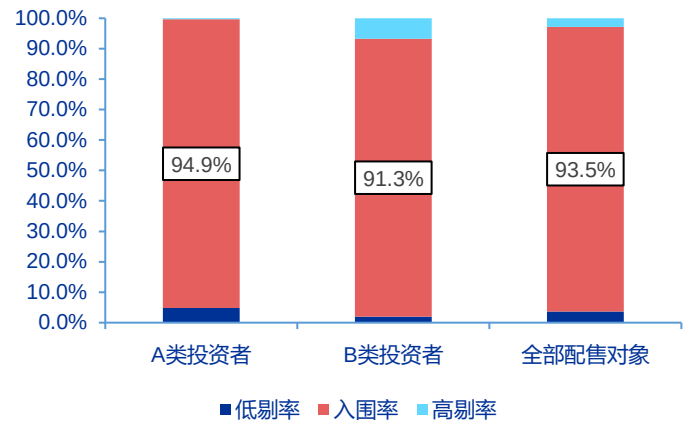
资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

图 11：中科仪分机构类型的网下入围率

图 12：中科仪网下入围率高达 93.5%



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 未来推演：申购倍数快速增长，报价区间收敛

3.1 预计机构占比将快速跃升，申购倍数明显增长

北交所网下询价的参与度仍有很大提升空间，主要因为中科仪的询价对于网下投资者来说，存在以下几个方面的约束：

一是，权限开通率不足，资料准备时间短。网下询价突然重启，许多产品未申请好北交所网下询价资格。此外，北交所网下的资料提交时间比沪深短 1 天，也导致一些机构来不及申请；

二是，资产规模限制申报金额。由于拟申报量不得高于最近一个月月末的总资产金额（即 2026/3/31），也使得很多网下投资者的参与资金受限；

三是公募的风控无历史数据可参考，导致不少公募参与额度保守，本轮询价更类似“试点”。公募参与北交所网下询价存在一个风控痛点——中签率下限的预估。由于公募基金受制于“双十限制”，即同一家基金管理人（基金公司）旗下管理的全部基金合计持有单家公司发行的证券，不得超过该证券（总股本）的 10%。

举例来说，假设 A 股票发行新股占发行后总股本的 25%，网下初始配售比例为 60%，即总股本的 15%，则网下机构最高可以按此数量来顶格申报。若有 10 只产品顶格申报，则其申报量相当于发行后总股本的 150%，此时，只要中签率高于 6.667%（ $150\% \times 6.667\% = 10\%$ ），则该机构旗下这 10 只产品总共中签的量，将超过其发行后总股本的 10%。

由于北证历史上存在 81.3% 的高获配率案例（一诺威），而本次中科仪询价是 3 年后的首次重启，不少机构风控存在无法确定中签率的情况，也导致不少机构按 100% 中签率来预估，极大地限制了整体申报数量。

我们将所有参与询价的公募拟申报的数量进行了汇总，发现有部分机构已经采用预估中签率来参与，其中易方达基金的总申报量，在中签率超 2% 时，就会突破“双十限制”，而其他机构均以 % 以上作为预估中签率的下限。实际中科仪的预估网下中签

率最终不至 1%。因此，我们预计下一次申报的时候，其他机构将有锚可寻，将大幅提高参与申报的量。

表 3：参与中科仪的部分公募和保险机构的风控中签率预估

网下投资者名称	参与产品数量	拟申报股数/万股	参与产品数量 (剔除专户)	拟申报股数/万股 (剔除专户)	基于不超过 10%假设下的预期中签率不高于
易方达基金管理有限公司	195	116686	188	114655	2.0%
泰康资产管理有限责任公司	86	45207	86	45207	5.0%
广发基金管理有限公司	31	25736	31	25736	8.7%
南方基金管理股份有限公司	59	24916	59	24916	9.0%
汇添富基金管理股份有限公司	56	20798	35	17372	12.9%
国华兴益保险资产管理有限公司	57	16702	57	16702	13.4%
泰康基金管理有限公司	27	14274	27	14274	15.7%
华夏基金管理有限公司	58	13340	58	13340	16.8%
博时基金管理有限公司	58	10794	58	10794	20.7%
中欧基金管理有限公司	37	9670	37	9670	23.1%
国泰基金管理有限公司	47	7635	47	7635	29.3%
中银基金管理有限公司	30	7551	30	7551	29.6%
天弘基金管理有限公司	41	3651	41	3651	61.3%
招商基金管理有限公司	22	3038	22	3038	73.7%
嘉实基金管理有限公司	43	5071	32	2932	76.3%
鹏扬基金管理有限公司	28	2422	26	2346	95.4%
融通基金管理有限公司	14	6006	11	756	100.0%
万家基金管理有限公司	16	1919	7	1273	100.0%
圆信永丰基金管理有限公司	11	1889	9	129	100.0%
富国基金管理有限公司	6	1091	6	1091	100.0%
国海富兰克林基金管理有限公司	5	940	5	940	100.0%
长盛基金管理有限公司	5	770	5	770	100.0%
银华基金管理股份有限公司	6	546	6	546	100.0%
景顺长城基金管理有限公司	5	445	5	445	100.0%
大成基金管理有限公司	4	412	4	412	100.0%
创金合信基金管理有限公司	2	270	1	30	100.0%
同泰基金管理有限公司	1	261	1	261	100.0%
弘毅远方基金管理有限公司	2	192	2	192	100.0%
建信基金管理有限责任公司	1	156	1	156	100.0%
明亚基金管理有限责任公司	2	140	2	140	100.0%
中金基金管理有限公司	2	119	2	119	100.0%
中邮创业基金管理股份有限公司	2	101	2	101	100.0%
鹏扬基金管理有限	1	43	1	43	100.0%
尚正基金管理有限公司	1	20	1	20	100.0%
鹏安基金管理有限公司	1	6	1	6	100.0%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：风控中签率预估剔除专户产品

因此，我们可以合理预计，未来机构的话语权将进一步提升，下一个北交所询价的案例中，机构申报量的占比将出现明显跃升，导致拟申购倍数快速增长。

3.2 机构与个人报价将相向而行，报价区间将收敛

我们对个人投资者的报价情况单独分析，呈现如下两大特征，

一是，个人报价更离散、且倾向更高报价。我们对不同区间的报价情况进行统计，从拟申报金额分布来看，个人投资者的报价显著更离散，而机构投资者报价集中度更高；从报价数量分布来看，较多的个人投资者倾向更高报价。

二是，从报价中枢看，个人投资者的报价锚定“战略投资者拟认购金额”。剔除无效报价(含关联方和其他原因)后，个人投资者的报价中位数和加权平均数分别为 17.37 和 17.32 元/股；而根据中科仪的询价公告，在询价开始前公告“战略投资者拟认购金额”和“战略配售发行数量”，其对应的价格即为 9,004 万元/520 万股=17.32 元/股，即个人投资者的报价或存在锚标。

图 13：中科仪报价数量分布

中科仪报价数量分布

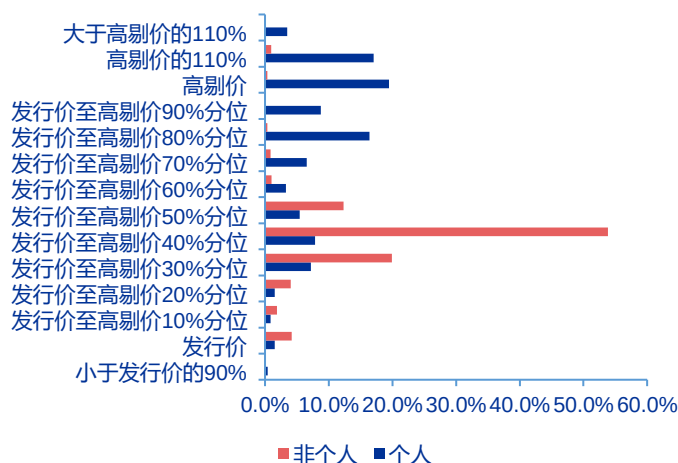
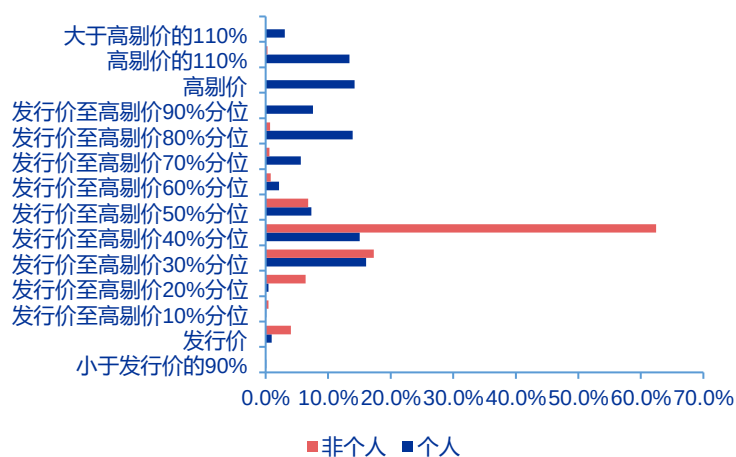


图 14：中科仪拟申报金额分布

中科仪拟申报金额分布



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

基于上述讨论，展望后续，中科仪询价结束后，市场经过首次博弈，个人和机构的报价或将相向而行，报价区间收敛：

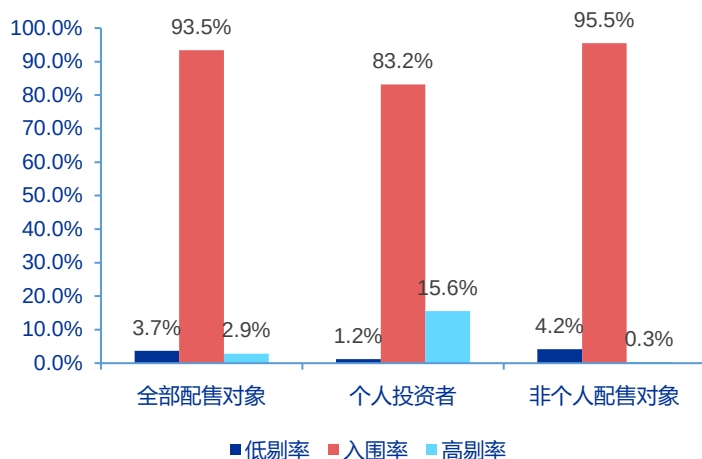
1) 个人本次基于锚定“战配价”导致“高剔较多”，有向下修正的冲动。从入围情况看，个人基于“战配价”申报的策略使得个人投资者的高剔率达 15.6%、入围率仅 83.2%，后续报价中枢或下移。

2) 机构实际低剔率高，后续报价中枢或上移。由于本次发行价没有顶着“四孰低数”发行，而是向下拉了一点（“四孰低”值为 16.63 元，实际发行价为 16.21 元），导致机构入围率较高，尽管如此，中科仪机构的低剔率达 4.2%、远高于 0.3%的高剔率，对于机构来说，低剔风险要远高于高剔风险。

尤其本次参与的个人申报数量占比高达 23%，高剔率又只有 1%-3%，个人报价高，是高剔的主要对象。因此当机构预期高剔风险低的情况下，存在报价中枢上移冲动。

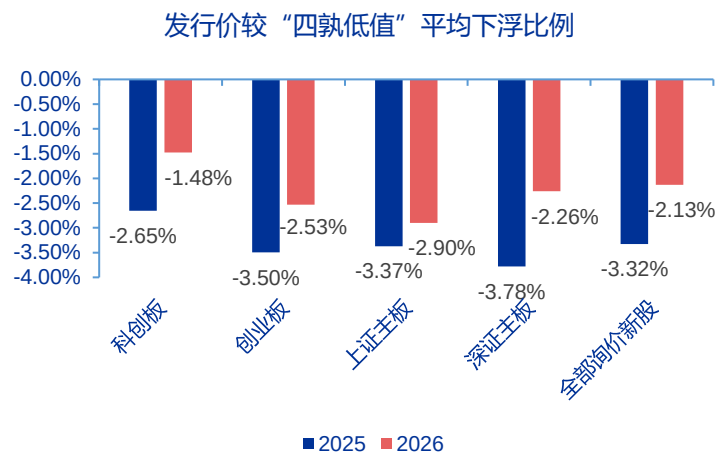
但需要提醒所有机构的是，当机构开通率上升，风控指标限制解除后，机构的申报量占比或出现快速跃升，而个人对报价的学习速度也较快，高剔风险可能快速显露出来。

图 15：以中科仪为例，个人投资者被高剔，而机构投资者的低剔率更高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：从沪深市场来看，发行价向“四孰低值”靠拢



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

3.3 中签率均衡状态取决于预期收益率，或与网上拉平

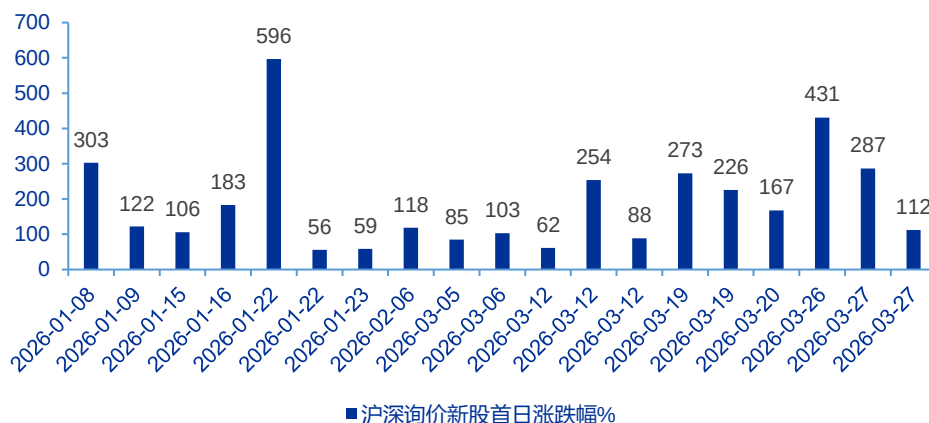
本次中科仪的中签率较高，机构的关注度迅速上升，未来的均衡状态在哪里，是我们需要考虑的。

由于北证网下申购需要全额现金认购，因此不管如何演变，只要不改成市值配售，均会影响机构的参与度。从长周期视角下看，中签率均衡状态取决于预期收益率和机会成本/无风险收益率的对比：

一方面，我们认为，市场稳态条件是“新股申购预期收益 $\approx$ 机会成本”。由于北证网下询价采用现金申购，存在现金占用成本，当新股申购预期收益明显高于机会成本时，才会出现网下申报量的快速增长；

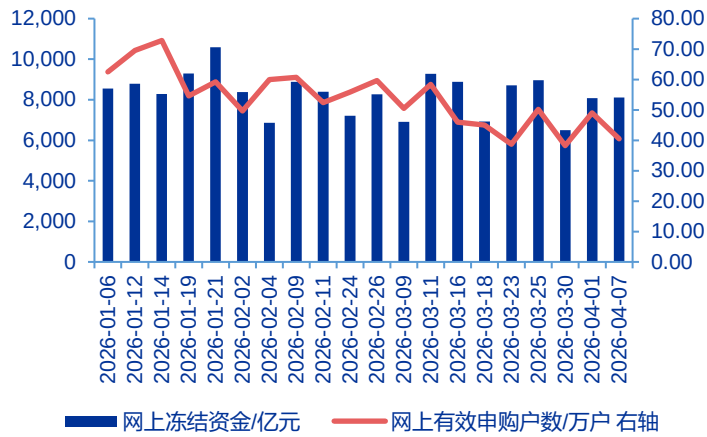
另一方面，以北证网上市场为例，部分新股网上顶格申购收益率水平降至 0.03-0.04%。以北证网上市场为例，随着单票收益下降，近期网上冻结资金量高位钝化、且参与户数明显下滑；今年以来，沪深询价新股涨幅中枢 122%，假设北证询价新股涨幅水平为 100%，均衡状态下，北证网下中签率水平或也在 0.03-0.04%的水平。

图 17：2026 年以来，沪深询价新股首日涨跌幅中枢值为 122%（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17，横轴为招股日

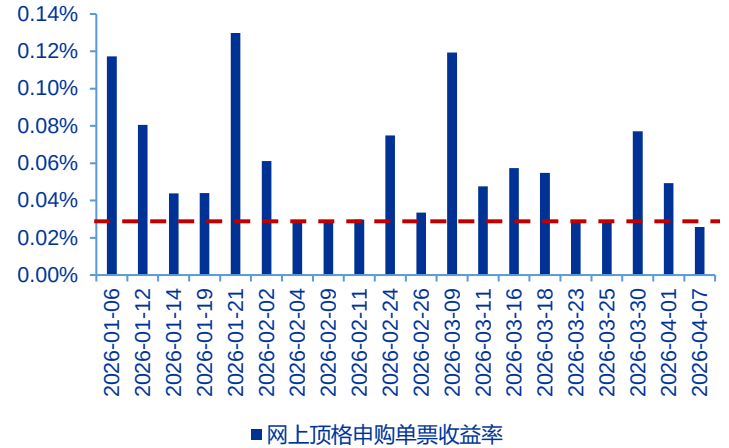
图 18：今年以来，北证网上冻结资金量高位钝化、参与户数出现下滑



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

注：横轴为网上发行日

图 19：北证部分新股网上顶格申购单票收益降至 0.03-0.04% 水平



资料来源：Wind，申万宏源研究；截至 2026/4/17

注：横轴为网上发行日

4.风险提示

- 1) **询价发行数量不及预期。**新股是否采用询价发行方案有不确定性，存在询价发行数量不及预期的可能；
- 2) **新股申购参与账户增长过快。**若新股申购账户增长过快，将导致中签率下降；
- 3) **新股涨幅不及预期等。**新股首日涨幅受新股基本面、首发估值、所在板块二级行情，二级情绪等因素影响，存在新股涨幅不及预期的可能。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。