下载日志记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略周报 2026 年 7 月 5 日

【策略周报】

大型 IPO 是否会对股市形成抽血效应

——策略周聚焦

- **历史上牛市一年半后 IPO 与再融资显著放量。**06/10-07/12、09/07-10/07、14/12-15/06、20/07-22/09 均出现牛市约一年半后，IPO 和再融资的明显扩张，牛市中后段融资窗口打开是普遍规律。当前 IPO 审核通过尚未发行&IPO 正在审核的公司预计募资总额约 5000 亿元，关注距离发行较近的重点公司包括长鑫科技/粤芯半导体/燧原科技/宇树科技等，上市节奏在过会日期后 1-6 个月内。
- **A 股大型 IPO 上市会对市场和行业形成短期资金虹吸，但更多体现为上市日附近的流动性再平衡，而非见顶信号。**上证指数表现：上市前 3 日至上市前（不含上市当日），A 股十大 IPO 中有 5 例上证指数下跌；上市当日 9 例上证指数下跌，平均-2%；上市日至上市后 3 日 8 例转为上行，平均+2.1%。行业指数层面，上市前 1 月/前 2 周/ 前 1 周/ 前 3 日至上市前，行业指数分别仅 3/3/4/3 例下行，平均仍上行；上市当日 10 例所属行业指数均下跌，平均-3.9%跌幅显著；上市日至上市后 3 日区间内 6 例转为上行、平均涨跌转正。
- **大型 IPO 对当前 A 股整体流动性的实质冲击有限。**本轮牛市市场容量与成交中枢抬升的背景下，大型 IPO 对二级市场流动性的直接抽离影响较小。如长鑫科技对二级市场的直接筹码供给是当前拟募资 295 亿元、占发行后总股本 10%~15%的新发股份。2020 年后的中芯国际/中国移动/中国电信，IPO 规模分别为 532/520/479 亿元，相当于 IPO 当月日均成交额仅 4%/5%/4%。测算当前市场中预计募资最多的长鑫科技占近半年全 A 成交额比重，仅约 1.1%。
- **牛市后半程 IPO 放量是普遍规律，IPO 前后风格并无明显切换特征，IPO 并非牛市终结根源。**当市场能够消化超级大盘股发行，往往反映当时风险偏好、成交活跃度和一级市场发行窗口相对较高。以沪深 300/中证 1000 作为大小盘风格指标、以国证成长/国证价值作为成长价格风格指标，观察其于大型 IPO 前后走势变化，大小盘及成长价值风格并未在 IPO 前后出现明显的切换。
- **全球十大 IPO 表现来看，大型 IPO 上市对成熟大体量市场冲击相对有限。**上市日前后无一致趋势，上市当日 7 例下跌 3 例上涨平均-0.3%，抽水较 A 股并不显著。体量越小的市场中指数受到的扰动越显著，如意大利富时 MIB/沙特全指。标普 500（VISA、脸书、通用汽车）、纽交所综合指数（阿里巴巴）等上市前后百日区间涨跌幅波动较小，体现成熟大体量市场对大型 IPO 的吸收能力更强。港股大型 IPO 对恒生指数冲击整体有限，金融个股表现相对较优。
- **本轮 K 型类似 21-22 年茅宁指数分化，筹码虹吸背后是业绩分化。**行业 4 月以来股价超额 VS 盈利上下修，未出现泡沫行业(盈利↓股价↑)，AI 处一象限(盈利↑股价↑)资源品二象限(盈利↑股价↓)内需三象限(盈利↓股价↓)。下跌个股关键因子：小市值/低公募持仓/低营收&利润&ROE，小盘股流动性断层缺失明显。
- **K 型底部转涨待政策发力。**消费内需止跌要靠股息率吸引长线资金，这需要分红背后的自由现金流筑底企稳，典型如白酒白电，关注去库和经销商预收款。止跌到反转要靠增长，Q2 社消下行趋势得扭转，背后需政策加码，最快看 7 月政治局会议（如修复居民资负表/城乡增收计划/六张网）。
- **AI 高位回落更多是分母而非分子端业绩问题。**当前金融杠杆像 98 年科网，相对稳健：云厂商开始发债扩资本开支，近半年发债 1300 亿、Capex7000 亿，较国债利差仅 70BP，年内加息预期影响有限。供给释放像 21 年新能源，毛利率未见顶：光模块&PCB 资本开支/折旧摊销 2-2.5 倍，弱于 22 年锂电光伏峰值 3-5 倍。交易拥挤更多是分母端风偏震荡，而非拐点。
- **配置建议：科技 AI+资源品。**指数回落空间有限，A 股 PE 中位数已从年初 30 回落到 26 倍，叠加今年 EPS 增长（我们预计非金融 15-20%），估值压力已在化解，自上而下未看到显著高低切信号，中报季业绩为王，AI 仍是主线，关注光模块光纤/PCB/半导体；资源品业绩确定性高，待降息预期做估值修复，关注铜铝/煤炭/化工。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

联系人：周名未

邮箱：zhoumingwei@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创策略】杠杆资金仍为当前流入主力——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-04-27

《【华创策略】未到成交过热时——策略周聚焦》 2026-04-26

《【华创策略】杠杆资金&股票型 ETF 分化加剧——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-04-20

《【华创策略】枪声渐远：脱敏后 A 股反攻主线——策略周聚焦》 2026-04-19

《【华创证券人工智能研究中心】AI 新需求，中国新供给——多行业联合人工智能 4 月报》 2026-04-16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 A 股牛市中后期 IPO/再融资放量 3
图表 2 IPO 审核通过尚未发行公司列表 4
图表 3 IPO 正在审核公司列表 4
图表 4 A 股 05 年以来十大 IPO 公司及指数表现 5
图表 5 A 股 05 年以来十大 IPO 上市前后上证指数走势 6
图表 6 A 股 05 年以来十大 IPO 上市前后对应行业指数走势 6
图表 7 大型 IPO 上市前后大小盘风格并无明显切换 6
图表 8 大型 IPO 上市前后成长价值风格并无明显切换 6
图表 9 A 股 05 年以来十大 IPO 上市后走势 6
图表 10 全球十大 IPO 公司表现 7
图表 11 全球十大 IPO 上市前后指数走势 7
图表 12 全球十大 IPO 上市后走势 7
图表 13 港股 05 年以来十大 IPO 公司表现 8
图表 14 港股十大 IPO 上市前后恒生指数走势 8
图表 15 港股十大 IPO 上市后走势 8
图表 16 从超额收益和业绩预测变化看各行业位置 9
图表 17 白酒持续累库、对下游收入转为占用现金 9
图表 18 白电对下游收入占用现金 9
图表 19 光模块行业自 22Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升 10
图表 20 光模块龙头中际旭创 22 年以来资本开支扩张伴随毛利率持续抬升 10
图表 21 20 年锂电行业开启产能扩张，22Q2 行业毛利率见顶回落 10
图表 22 20 年光伏行业开启产能扩张，23Q1 行业毛利率见顶回落 10
图表 23 今年以来全 A 市盈率中位数下降 11

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论:

1、大型 IPO 上市会对市场和所属行业形成资金虹吸，但更多体现为短期的流动性再平衡。大型 IPO 对当前 A 股整体流动性的实质冲击有限。

2、牛市后半程 IPO 放量是普遍规律，IPO 前后风格并无明显切换特征，IPO 并非牛市终结根源。

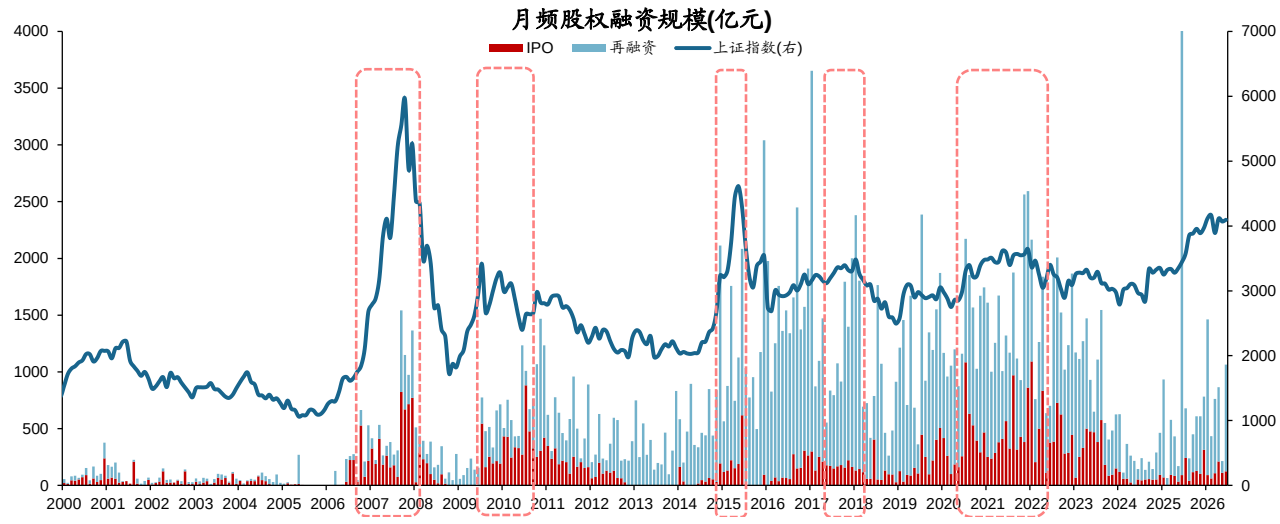
3、本轮 K 型类似 21-22 年茅宁指数分化，筹码虹吸背后是业绩分化。

4、K 型底部转涨待政策发力，AI 高位回落更多是分母而非分子端业绩问题。配置建议：科技 AI+资源品。

一、大型 IPO 是否会对股市形成抽血效应？

历史上牛市一年半后 IPO 与再融资显著放量。A 股历轮牛市中，如 2006/10-2007/12、2009/07-2010/07、2014/12-2015/06、2020/07-2022/09 均出现牛市约一年半后，IPO 和再融资的明显扩张，牛市中后段融资窗口打开是普遍规律。对应至本轮，我们统计当前 IPO 审核通过尚未发行&IPO 正在审核的公司截至 7/5 已披露的预计募资总额约 5000 亿元(此处并未考虑处于辅导备案阶段的公司，由于从辅导备案阶段到正式发行整体周期较长，且辅导阶段通过率低、绝大多数公司不公布预计募集规模)。其中审核通过尚未发行项目预计募资合计约 1000 亿元，关注距离发行较近的重点公司包括长鑫科技（预计募资总额 295 亿元，下同）、粤芯半导体（75 亿）、燧原科技（60 亿）、宇树科技（42 亿）等，后续通常需注册、询价、配售等流程，上市节奏大致在过会日期后 1-6 个月内。正在审核项目预计募资合计约 4008 亿元，较大项目包括中电建新能源（90 亿）、超聚变数字技术（80 亿）、蓝箭航天（75 亿）、朗迅科技（65 亿）、海康机器人（60 亿）等。

图表 1　A 股牛市中后期 IPO/再融资放量



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 IPO 审核通过尚未发行公司列表

IPO审核通过尚未发行公司（预计募集资金>10亿元）							
代码	公司名称	省份	城市	审核通过会议日期	上市板	预计募集资金(亿元)	所属Wind二级行业
A25101.SH	长鑫科技集团股份有限公司	安徽省	合肥市	2026-05-27	科创板	295	半导体
A25078.SZ	粤芯半导体技术股份有限公司	广东省	广州市	2026-06-15	创业板	75	半导体
A26001.SH	上海燧原科技股份有限公司	上海	上海市	2026-06-15	科创板	60	半导体
A26003.SH	宇树科技股份有限公司	浙江省	杭州市	2026-06-01	科创板	42	机械
A23260.SZ	深圳嘉立创科技集团股份有限公司	广东省	深圳市	2026-05-12	主板	42	硬件设备
A25079.SH	苏州信诺维医药科技股份有限公司	江苏省	苏州市	2026-06-26	科创板	29	医药生物
A14205.SH	沈鼓集团股份有限公司	辽宁省	沈阳市	2026-07-03	主板	21	机械
A25099.SH	天博智能科技(山东)股份有限公司	山东省	济宁市	2026-06-12	主板	21	汽车与零配件
A22625.SH	哈尔滨思哲睿智能医疗设备股份有限公司	黑龙江省	哈尔滨市	2023-06-01	科创板	20	医疗设备与服务
A25071.SZ	洛阳轴承集团股份有限公司	河南省	洛阳市	2026-05-19	创业板	18	机械
A22705.SZ	苏州绿控传动科技股份有限公司	江苏省	苏州市	2026-05-13	创业板	16	汽车与零配件
A22689.SZ	中电科思仪科技股份有限公司	山东省	青岛市	2026-04-28	创业板	15	硬件设备
A25075.SH	上海频准激光科技股份有限公司	上海	上海市	2026-05-21	科创板	14	硬件设备
A25056.SZ	广州通则康威科技股份有限公司	广东省	广州市	2026-06-30	创业板	14	硬件设备
A21129.SH	江苏高凯精密流体技术股份有限公司	江苏省	常州市	2026-06-22	科创板	13	机械
A25088.SZ	深圳市鸿富诚新材料股份有限公司	广东省	深圳市	2026-06-09	创业板	12	硬件设备
A25076.SH	国仪量子技术(合肥)股份有限公司	安徽省	合肥市	2026-05-11	科创板	12	硬件设备
874543.BJ	广东百利食品股份有限公司	广东省	东莞市	2026-07-03	北交所	12	食品饮料
A25098.SZ	成都超纯应用材料股份有限公司	四川省	成都市	2026-04-30	创业板	11	半导体
A22568.SZ	通力科技股份有限公司	广东省	惠州市	2023-07-28	主板	10	硬件设备
A25073.SH	福建马坑矿业股份有限公司	福建省	龙岩市	2026-05-27	主板	10	有色金属
截至7/5所有IPO审核通过尚未发行公司（包含预计募集资金10亿元以下的）预计募集资金总和（亿元）						1000	

资料来源：Wind，华创证券

图表 3 IPO 正在审核公司列表

IPO正在审核公司（预计募集资金>30亿元）							
代码	企业名称	省份	城市	拟上市板	审核状态	拟募集资金(亿元)	所属Wind二级行业
A25062.SH	中电建新能源集团股份有限公司	北京	北京市	上证主板	已问询	90	公用事业Ⅱ
A26019.SZ	超聚变数字技术股份有限公司	河南省	郑州市	创业板	已问询	80	硬件设备
A25105.SH	蓝箭航天空间科技股份有限公司	北京	北京市	科创板	已问询	75	国防军工
A26059.SZ	杭州朗迅科技股份有限公司	浙江省	杭州市	深证主板	已受理	65	半导体
A23042.SZ	杭州海康机器人股份有限公司	浙江省	杭州市	创业板	已回复(第二次)	60	硬件设备
A25013.SH	上海超硅半导体股份有限公司	上海	上海市	科创板	已回复	50	半导体
A26005.SH	中科宇航技术股份有限公司	广东省	广州市	科创板	已问询	42	国防军工
A25017.SH	上海兆芯集成电路股份有限公司	上海	上海市	科创板	已回复(第二次)	42	半导体
A26038.SH	映恩生物			科创板	已问询	41	医药生物
A25106.SZ	宁波力勤资源科技股份有限公司	浙江省	宁波市	深证主板	待上会	40	有色金属
A22004.SH	山西阳光焦化集团股份有限公司	山西省	运城市	上证主板	已问询	40	煤炭Ⅱ
A22238.SH	人本股份有限公司	浙江省	温州市	上证主板	已问询	38	机械
A26082.SZ	甘肃金川瑞翔新材料股份有限公司	甘肃省	兰州市	创业板	已受理	38	电气设备
A26083.SZ	上海西井科技股份有限公司	上海	上海市	创业板	已受理	37	软件服务
A22551.SZ	河南光远新材料股份有限公司	河南省	安阳市	创业板	已受理	36	建材Ⅱ
A26111.SH	北京华卓精科科技股份有限公司	北京	北京市	科创板	已受理	35	半导体
A26091.SH	英韧科技股份有限公司	上海	上海市	科创板	已受理	32	半导体
A26099.SZ	深圳云豹智能股份有限公司	广东省	深圳市	创业板	已受理	30	半导体
A26040.SZ	四川腾盾科创股份有限公司	四川省	成都市	创业板	已问询	30	国防军工
A26112.SH	集益威半导体(上海)股份有限公司	上海	上海市	科创板	已受理	30	半导体
截至7/5所有IPO正在审核公司（包含预计募集资金30亿元以下的）预计募集资金总和（亿元）						4008	

资料来源：Wind，华创证券

A 股大型 IPO 上市会对市场和行业形成短期资金虹吸，但更多体现为上市日附近的流动性再平衡，而非见顶信号。复盘 A 股 2005 年以来的十大 IPO 情况，大型 IPO 发行上市前期会对同行业存量筹码形成分流压力，但后续快速恢复上行趋势：①以上证指数表现看，上市前 3 日至上市前区间内（不含上市当日涨跌，下同），十大 IPO 中已有 5 例上证指数下跌；上市当日 9 例上证指数下跌，平均下跌 2.0%；上市日至上市后 3 日区间内（不含上市当日涨跌，下同）已有 8 例转为上行，平均+2.1%已基本抹平上市日市场跌幅；上市日至上市后 1 周已 9 例上涨。②对应行业指数层面，上市前 1 月/前 2 周/ 前 1 周/ 前 3 日至上市前区间内，行业指数分别仅 3/3/4/3 例下行，平均仍维持上行；而上市当日 10 例所属行业指数均下跌，且平均-3.9%跌幅较为显著；上市日至上市后 3 日区间内已有 6 例转为上行、平均涨跌幅开始转正；上市日至上市后 1 周 7 例上涨，平均+2.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

大型 IPO 对当前 A 股整体流动性的实质冲击有限。本轮牛市市场容量与成交中枢抬升的背景下，大型 IPO 对二级市场流动性的直接抽离影响较小。①从发行比例约束看，大型 IPO 对应的新增可流通筹码通常不会过高。以长鑫科技招股书披露为例，本次拟公开发行不超过 106.22 亿股、发行后总股本不超过 708.15 亿股，按上限测算发行比例约 15%，同时科创板公司股本总额超过 4 亿元的，公开发行股份比例为 10%以上；因此长鑫科技对二级市场的直接筹码供给也主要是当前拟募资 295 亿元、占发行后总股本 10%~15%的新发股份，且存量老股多存在限售安排。另外我们观察 A 股 05 年以来十大 IPO 募资规模约 400-700 亿元，但相较上市当日公司总市值，多数占比在 10%左右以内，十大样本中位数约 7%，并未构成明显的新增供给冲击。②观察 IPO 规模相对成交额口径：早期大型 IPO 对市场成交的占用较高，但 2020 年后的中芯国际、中国移动、中国电信三例，IPO 规模分别为 532 亿元、520 亿元、479 亿元，相当于 IPO 当月日均成交额仅 4%、5%、4%，相当于上市当日全 A 成交额均仅 4%。同时我们测算当前市场中预计募资最多的长鑫科技（295 亿元）占近半年全 A 成交额比重，仅约 1.1%；假设存在 1000 亿元级别的 IPO，该占比也仅 3.6%约为 2020 年中芯国际上市时的水平，因此以当前的市场承接体量来看，超大型 IPO 对市场流动性的冲击较为有限。

牛市后半程 IPO 放量是普遍规律，IPO 前后风格并无明显切换特征，IPO 并非牛市终结根源。以牛市起点至上市日区间交易日数/牛市区间交易日数衡量 IPO 所处牛市区间来看，A 股十大 IPO 上市时多处牛市进程 50%之后的中后期，说明超大型 IPO 顺利推进通常需要较好的市场承接环境：当市场能够消化超级大盘股发行，往往反映当时风险偏好、成交活跃度和一级市场发行窗口相对较高。且从我们前述复盘的上市后的指数表现看，发行时点偏后并不意味着上市即见顶。大型 IPO 可以作为观察市场热度的辅助指标，但不能单独作为判断市场拐点或风格切换的依据。分别以沪深 300/中证 1000 作为大小盘风格指标、以国证成长/国证价值作为成长价格风格指标，观察其于大型 IPO 前后走势变化，大小盘及成长价值风格并未在 IPO 前后出现明显的切换。

图表 4　A 股 05 年以来十大 IPO 公司及指数表现

A股2005年以来十大IPO表现

代码	简称	上市时间	IPO规模(亿元)	申万一级行业	股价涨跌幅(%) 上市日T	T+1D~T+1W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M	最高	至今	市盈率PE_TTM 首发	最高	当前	IPO规模/T日市值(%)	T日总市值(亿元)	IPO规模/T日全A成交额(%)	IPO规模/当月日均成交额(%)	长鑫科技预计募资(亿元)
601288.SH	农业银行	2010-07-15	685	银行	0.7	1.1	-0.4	0.4	602	400	13	14	7	9	7890	58	46	295
601857.SH	中国石油	2007-11-05	668	石油石化	163.2	-17.1	-28.5	-44.4	0	-62	54	237	10	1	80456	54	60	
601088.SH	中国神华	2007-10-09	666	煤炭	87.3	32.9	1.8	-2.0	97	58	83	101	17	5	13784	33	34	全A近半年日均成交额(亿元)
601939.SH	建设银行	2007-09-25	581	银行	32.2	9.6	14.1	16.6	213	177	35	46	7	3	19934	31	25	
688981.SH	中芯国际	2020-07-16	532	电子	202.0	5.2	-3.9	-32.5	92	69	284	313	238	9	6149	4	4	27554
600941.SH	中国移动	2022-01-05	520	通信	0.5	1.6	-0.5	18.1	138	87	11	19	14	4	12341	4	5	长鑫科技IPO规模/日均成交额(%)
601668.SH	中国建筑	2009-07-29	502	建筑装饰	56.2	2.1	-22.5	-19.8	127	63	64	64	5	26	1959	12	16	
601728.SH	中国电信	2021-08-20	479	通信	34.9	-20.9	-25.9	-31.6	65	9	23	25	16	9	5580	4	4	
601398.SH	工商银行	2006-10-27	466	银行	5.1	0.6	13.5	61.0	521	448	29	55	7	4	10753	121	123	1.1
601318.SH	中国平安	2007-03-01	389	非银金融	38.4	3.3	0.6	26.0	398	240	102	477	7	11	3437	26	27	

代码	简称	上市时间	IPO规模(亿元)	申万一级行业	所属行业指数涨跌幅(%) T-3M~T-1D	T-1M~T-1D	T-2W~T-1D	T-1W~T-1D	T-3D~T-1D	上市日T	T+1D~T+3D	T+1D~T+1W	T+1D~T+2W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M	上市时所处牛市区间分位 分位(%)	牛市起点	牛市终点
601288.SH	农业银行	2010-07-15	685	银行	-13.6	3.2	5.5	3.5	1.1	-2.1	2.4	3.3	5.7	0.5	2.6	85	2008/10/28	2010/11/11
601857.SH	中国石油	2007-11-05	668	石油石化	47.1	18.9	7.2	11.7	6.1	-7.1	-10.7	-13.2	-9.4	-16.0	-31.1	102	2005/6/6	2007/10/16
601088.SH	中国神华	2007-10-09	666	煤炭	95.9	24.6	0.4	0.6	10.9	-4.4	-1.1	2.6	-12.4	-18.7	-11.3	99	2005/6/6	2007/10/16
601939.SH	建设银行	2007-09-25	581	银行	36.6	-4.7	-3.5	-0.3	1.7	-2.0	3.9	3.9	9.6	9.4	4.7	98	2005/6/6	2007/10/16
688981.SH	中芯国际	2020-07-16	532	电子	36.6	24.7	10.5	-1.1	-3.3	-6.2	3.9	4.2	3.4	5.4	2.9	52	2019/1/4	2021/12/13
600941.SH	中国移动	2022-01-05	520	通信	13.5	3.2	1.6	2.0	2.3	-1.6	-0.3	-1.3	0.6	-7.4	-10.7	102	2019/1/4	2021/12/13
601668.SH	中国建筑	2009-07-29	502	建筑装饰	31.8	18.8	8.3	7.1	4.7	-6.5	3.9	4.5	-3.3	-11.9	-9.5	37	2008/10/28	2010/11/11
601728.SH	中国电信	2021-08-20	479	通信	12.5	-0.1	-2.7	-2.2	-0.5	-1.7	-0.8	-2.3	-2.4	-2.9	4.1	90	2019/1/4	2021/12/13
601398.SH	工商银行	2006-10-27	466	银行	37.7	19.7	6.9	6.1	6.0	-2.2	0.6	0.5	10.8	21.8	74.9	59	2005/6/6	2007/10/16
601318.SH	中国平安	2007-03-01	389	非银金融	100.4	-3.3	-7.8	-9.4	-9.4	-5.8	5.7	20.1	19.6	23.1	69.9	73	2005/6/6	2007/10/16
平均					39.9	10.5	2.6	1.8	2.0	-3.9	0.8	2.2	2.2	0.3	9.7	80		

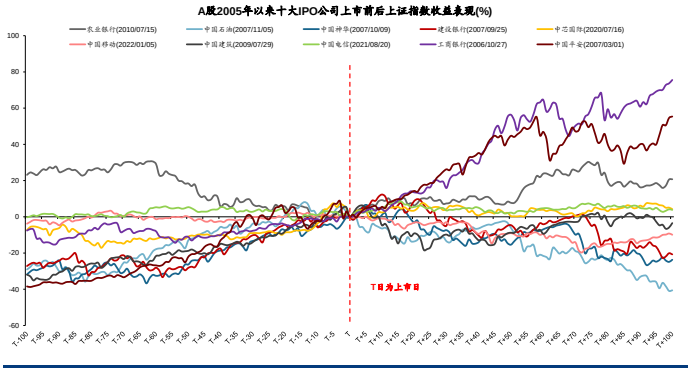
代码	简称	上市时间	IPO规模(亿元)	申万一级行业	上证指数涨跌幅(%) T-3M~T-1D	T-1M~T-1D	T-2W~T-1D	T-1W~T-1D	T-3D~T-1D	上市日T	T+1D~T+3D	T+1D~T+1W	T+1D~T+2W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M
601288.SH	农业银行	2010-07-15	685	银行	-21.9	-3.9	3.0	2.0	0.0	-1.9	4.3	5.7	9.2	7.5	18.0
601857.SH	中国石油	2007-11-05	668	石油石化	24.8	4.1	-0.7	3.4	-2.0	-2.5	-5.4	-7.9	-6.5	-10.5	-23.3
601088.SH	中国神华	2007-10-09	666	煤炭	47.7	7.9	3.8	2.5	6.6	0.4	3.3	6.6	1.0	-6.8	-5.6
601939.SH	建设银行	2007-09-25	581	银行	38.0	7.4	2.4	1.2	1.7	-1.1	2.3	2.3	5.3	2.5	-3.5
688981.SH	中芯国际	2020-07-16	532	电子	19.2	16.3	11.1	-1.2	-0.7	-4.5	3.5	3.6	2.4	4.7	4.1
600941.SH	中国移动	2022-01-05	520	通信	1.8	0.7	0.2	0.1	1.0	-1.0	0.0	0.1	-1.0	-6.5	-8.7
601668.SH	中国建筑	2009-07-29	502	建筑装饰	39.3	17.4	9.3	7.0	3.3	-5.0	6.0	5.0	-4.7	-12.4	-7.5
601728.SH	中国电信	2021-08-20	479	通信	-0.6	-2.0	0.0	-1.7	-1.5	-1.1	3.3	2.8	4.5	5.4	2.7
601398.SH	工商银行	2006-10-27	466	银行	8.9	5.7	1.8	1.0	2.9	-0.2	2.7	3.3	4.2	13.5	58.1
601318.SH	中国平安	2007-03-01	389	非银金融	37.2	-2.2	-0.8	-3.9	-3.9	-2.9	1.5	4.7	5.5	13.8	44.9
平均					19.5	5.1	3.0	1.0	0.7	-2.0	2.1	2.6	2.0	1.1	7.9

注：本表中涨跌幅均为区间涨跌幅（除上市日T外），区间两头交易日涨跌均计算在内；所处牛市区间分位=牛市起点至上市日区间交易日数/牛市区间交易日数*100%，结果>100%说明该公司在牛顶后上市；

资料来源：Wind，华创证券

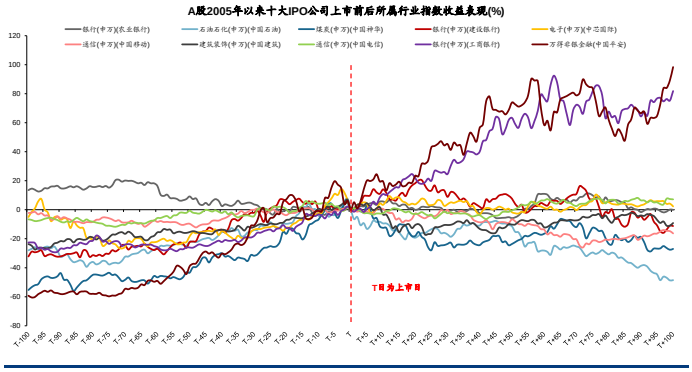
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 A 股 05 年以来十大 IPO 上市前后上证指数走势



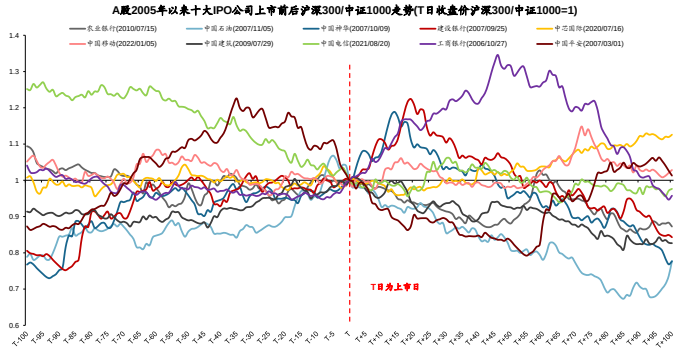
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 A 股 05 年以来十大 IPO 上市前后对应行业指数走势



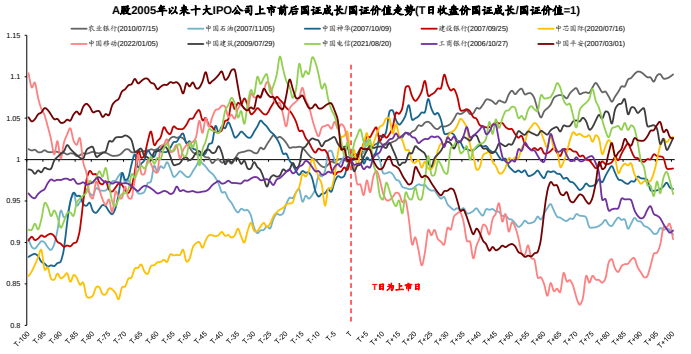
资料来源：Wind，华创证券

图表 7 大型 IPO 上市前后大小盘风格并无明显切换



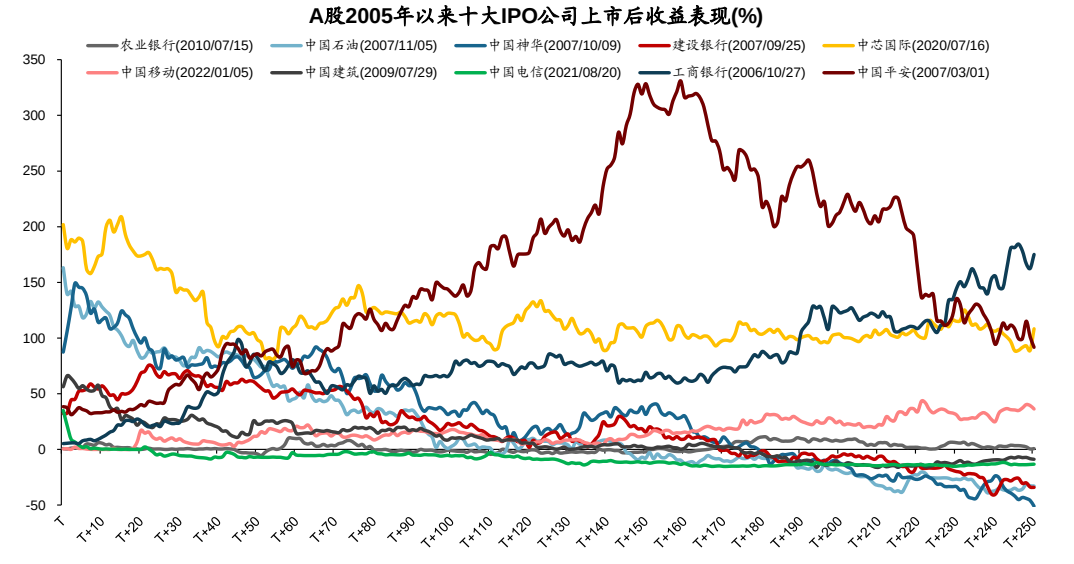
资料来源：Wind，华创证券

图表 8 大型 IPO 上市前后成长价值风格并无明显切换



资料来源：Wind，华创证券

图表 9 A 股 05 年以来十大 IPO 上市后走势



资料来源：Wind，华创证券 注：本图包含上市首日涨跌

下载日志已记录，仅供内部参考

全球十大 IPO 表现来看，大型 IPO 上市对成熟大体量市场冲击相对有限。全球前十大 IPO 公司上市日前后，对所在市场主要指数的影响整体有限，未形成一致性方向，说明大型 IPO 本身并不必然带动市场系统性上涨或下跌。具体来看，上市日前后 10 例并无一致涨跌趋势，仅上市日涨跌来看，10 例中 7 例下跌 3 例上涨，平均-0.3%，抽水效应较 A 股并不显著。而从市场差异来看，体量越小的市场中指数受到的扰动越显著，如意大利富时 MIB 在意大利国家电力上市后明显走强，反映国有能源巨头上市对本土中小体量市场具有强烈提振；而沙特全指数在上市后 40 日明显回落，或与市场对高估值定价的修正及石油价格预期走弱有关。标普 500（VISA、脸书、通用汽车）、纽交所综合指数（阿里巴巴）等上市前后百日区间涨跌幅均处±20%以内，体现成熟大体量市场对大型 IPO 的吸收能力更强。从上市时间分布来看，同 A 股表现一样，全球大型 IPO 也多处牛市中后期甚至牛顶之后。

图表 10　全球十大 IPO 公司表现

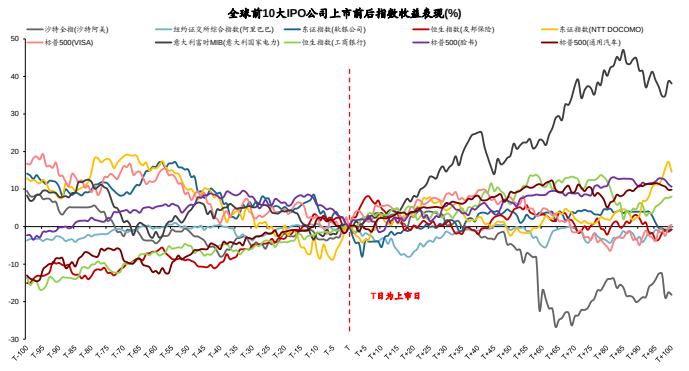
全球十大IPO表现

代码	简称	上市时间	交易所	IPO规模(亿美元)	行业(GICS)	股价涨跌幅(%) 上市日T	T+1D~T+1W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M	最高	至今	市盈率PE_TTM 首发(摊薄)	最高	当前	上市时所处牛市区间分位 分位(%)	牛市起点	牛市终点
2222.TD	沙特阿美	2019/12/11	沙特证券交易所	256	能源	-9.1	4.8	-0.5	-11.5	71	49	15	32	18	123	2016/10/3	2019/5/2
BABA.N	阿里巴巴	2014/9/19	纽约证券交易所	218	可选消费	38.1	-5.7	8.4	16.4	238	8	44	166	15	82	2011/10/4	2015/5/21
9434.T	软银公司	2018/12/19	东京证券交易所	214	电信服务	-14.5	1.7	11.5	5.8	174	141	17	23	18	110	2016/6/24	2018/10/2
1299.HK	友邦保险	2010/10/29	香港交易所	205	金融	17.1	0.0	-2.2	-5.0	439	311	17	455	16	99	2009/3/9	2010/11/8
9437.T	NTT DOCOMO(已退市)	1998/10/22	东京证券交易所	181	电信服务	-	0.5	-0.5	14.1	234	232	-	28	-	-	熊市区间上市	
V.N	VISA	2008/3/19	纽约证券交易所	179	金融	28.4	13.2	22.1	49.9	2912	2845	-39	85	29	109	2003/3/12	2007/10/11
ENEL.BSI	意大利国家电力	1999/11/2	意大利证券交易所	164	公用事业	0.0	-0.5	0.8	-3.0	115	115	-	80	25	76	1998/10/9	2000/3/6
1398.HK	工商银行	2006/10/27	香港交易所	161	金融	14.7	2.0	16.2	32.7	501	435	28	47	6	78	2003/4/25	2007/10/30
META.O	脸书	2012/5/18	纳斯达克交易所	160	信息技术	0.6	-16.5	-24.5	-48.0	1978	1438	81	2213	21	17	2011/10/4	2015/5/21
GM.N	通用汽车	2010/11/18	纽约证券交易所	158	可选消费	3.6	-2.1	-0.6	7.5	239	199	-2	74	28	79	2009/3/6	2011/5/2

代码	简称	上市时间	市场指数	IPO规模(亿美元)	行业(GICS)	市场指数涨跌幅(%) T-3M~T-1D	T-1M~T-1D	T-2W~T-1D	T-1W~T-1D	T-3D~T-1D	上市日T	T+1D~T+3D	T+1D~T+1W	T+1D~T+2W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M
2222.TD	沙特阿美	2019/12/11	沙特全指	256	能源	2.7	2.4	2.4	2.3	2.0	0.8	0.1	1.5	2.6	2.6	16.9
BABA.N	阿里巴巴	2014/9/19	纽约证交所综合指数	218	可选消费	0.1	0.9	-0.1	0.4	1.1	-0.3	0.9	1.7	3.2	6.7	1.4
9434.T	软银公司	2018/12/19	东证指数	214	电信服务	-2.5	-4.1	-5.3	-0.8	-3.3	-0.4	-3.0	-3.0	-4.0	0.1	3.5
1299.HK	友邦保险	2010/10/29	恒生指数	205	金融	10.4	5.0	2.7	1.9	4.8	-0.5	4.5	7.7	4.9	0.9	3.0
9437.T	NTT DOCOMO(已退市)	1998/10/22	东证指数	181	电信服务	-4.2	2.3	2.4	3.9	6.5	0.2	2.9	3.5	2.8	5.3	1.5
V.N	VISA	2008/3/19	标普500	179	金融	8.4	4.4	0.3	0.8	1.2	2.4	4.2	5.3	5.3	7.1	4.0
ENEL.BSI	意大利国家电力	1999/11/2	意大利富时MIB	164	公用事业	-0.1	2.9	4.1	2.7	2.4	-0.5	0.0	1.7	3.7	8.0	21.7
1398.HK	工商银行	2006/10/27	恒生指数	161	金融	8.2	6.0	2.7	2.0	1.5	-0.3	2.3	2.5	3.2	5.3	13.0
META.O	脸书	2012/5/18	标普500	160	信息技术	4.1	5.2	5.2	3.9	2.5	0.7	1.8	1.7	1.3	3.7	9.3
GM.N	通用汽车	2010/11/18	标普500	158	可选消费	9.6	-0.5	1.6	3.3	1.7	1.5	4.3	0.1	2.1	3.9	11.7
			平均			-0.8	0.1	-0.4	0.7	0.5	-0.3	-0.1	0.5	1.6	2.8	6.9

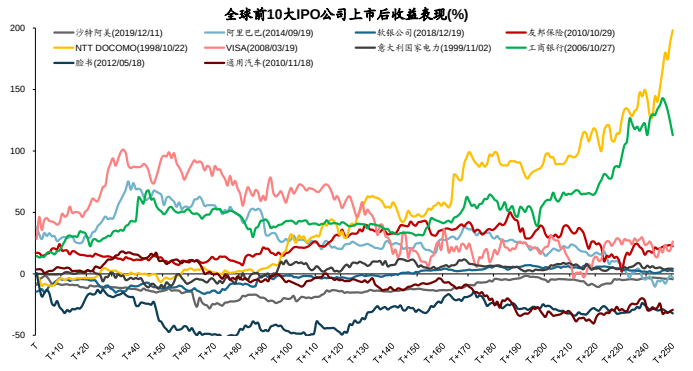
资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

图表 11　全球十大 IPO 上市前后指数走势



资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

图表 12　全球十大 IPO 上市后走势



资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券 注：本图除 NTT DOCOMO 外，均包含上市首日涨跌

港股大型 IPO 对恒生指数冲击整体有限，金融个股表现相对较优。恒生指数在十大 IPO 上市日前后并未呈现一致方向，上市首日及上市后月内整体多处于窄幅波动区间，涨跌幅多处-5%~5%，港股对大型 IPO 的吸收能力相对较强。个股层面分化相对明显，金融类大型 IPO 如友邦保险、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等上市后长期表现相对稳健；而互联网和消费类公司后续变化较大，典型如快手首日涨幅高达 161%，但随后明显回落，阿里巴巴-W、百威亚太等上市至今也出现较大幅度调整。

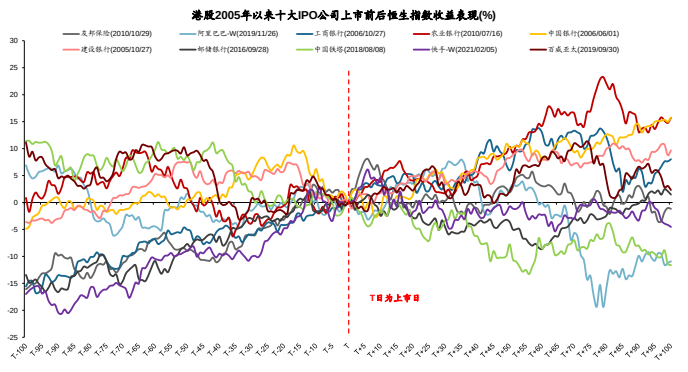
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13 港股 05 年以来十大 IPO 公司表现

港股2005年以来十大IPO表现													
代码	简称	上市时间	IPO规模(亿港元)	恒生二级行业	股价涨跌幅(%)						市盈率PE_TTM		
					上市日T	T+1D~T+1W	T+1D~T+1M	T+1D~T+3M	最高	至今	首发(摊薄)	最高	当前
1299.HK	友邦保险	2010-10-29	1383	保险	17.1	0.0	-2.2	-5.0	439	311	19	455	16
9988.HK	阿里巴巴-W	2019-11-26	1012	专业零售	6.6	2.7	12.2	9.4	64	-47	24	165	15
1398.HK	工商银行	2006-10-27	1000	银行	14.7	2.0	16.2	32.7	501	435	31	47	6
1288.HK	农业银行	2010-07-16	935	银行	2.2	6.4	3.7	24.2	391	326	14	16	6
3988.HK	中国银行	2006-06-01	867	银行	15.3	-0.7	3.7	-0.6	418	363	34	37	6
0939.HK	建设银行	2005-10-27	716	银行	0.0	0.0	9.6	27.7	1064	937	10	31	5
1658.HK	邮储银行	2016-09-28	592	银行	0.2	0.2	-12.8	-13.0	89	54	9	9	6
0788.HK	中国铁塔	2018-08-08	588	电讯	0.0	-2.4	-8.7	-7.9	81	-9	96	142	12
1024.HK	快手-W	2021-02-05	483	媒体及娱乐	160.9	32.7	-5.0	-13.8	38	-85	-9	195	9
1876.HK	百威亚太	2019-09-30	451	食物饮品	4.4	8.2	1.6	-2.5	15	-74	48	104	21

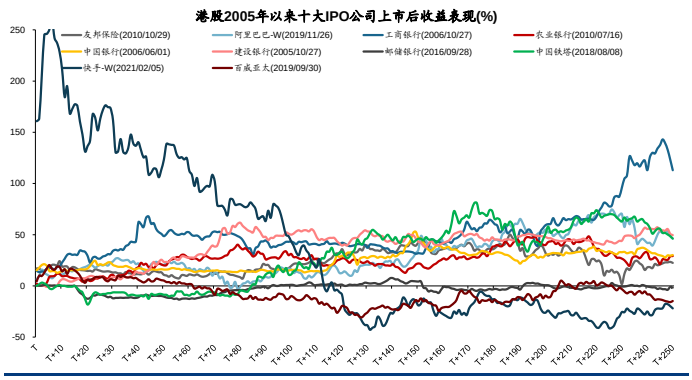
资料来源：Wind，华创证券

图表 14 港股十大 IPO 上市前后恒生指数走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 港股十大 IPO 上市后走势



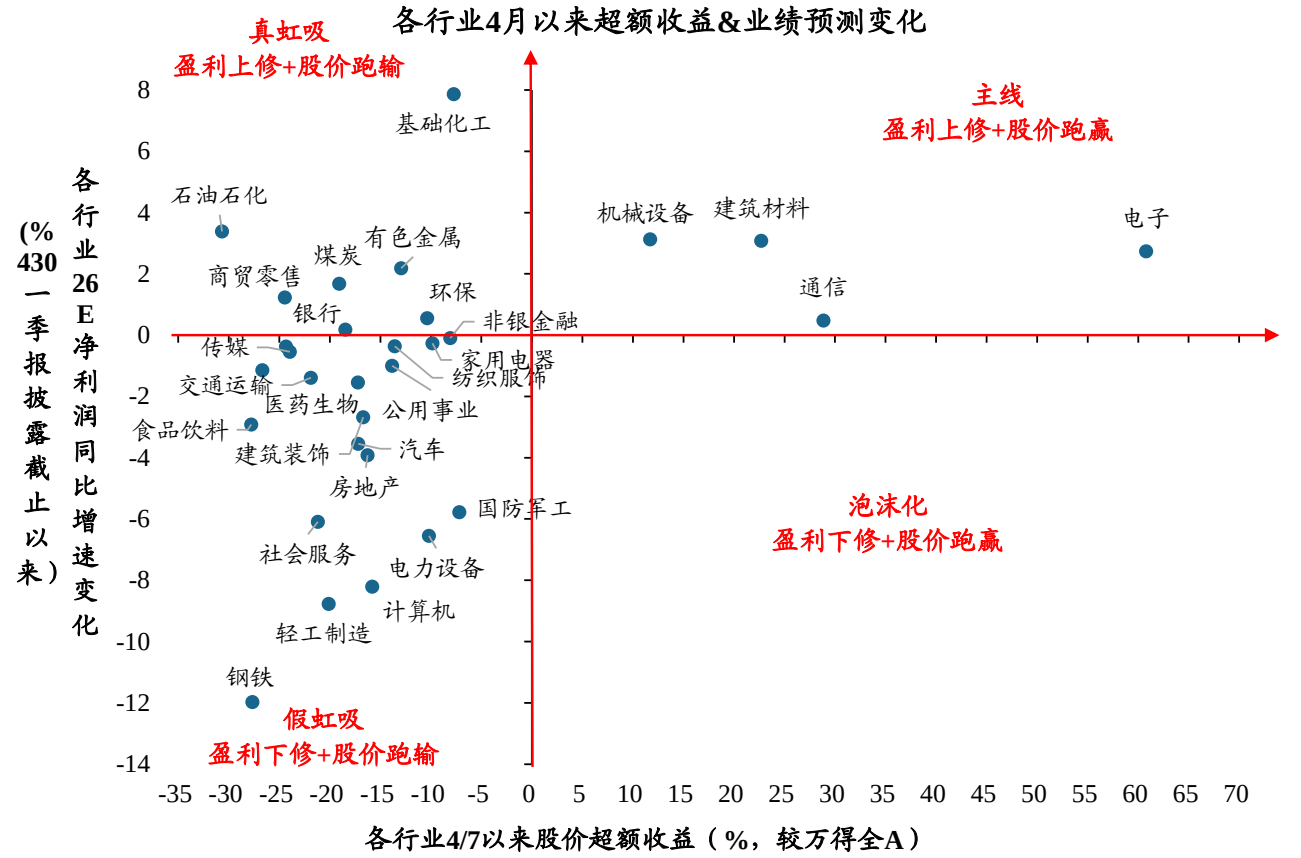
资料来源：Wind，华创证券 注：本图包含上市首日涨跌

二、K 型分化延续，高低切未到

本轮 K 型类似 21-22 年茅宁指数分化，筹码虹吸背后是业绩分化。从行业分化特征来看，4/7 指数反弹以来的行业分化呈现出明显的业绩定价特征，当前并未出现盈利下修但股价跑赢的泡沫行业（第四象限）。当前市场主线 AI 科技相关行业一季报披露以来呈现盈利上修、股价跑赢的特征（第一象限），如电子、通信、建筑材料、机械设备。周期资源品在通胀回归、供给紧张背景下的业绩上修，但股价却在外围流动性、贵金属下跌等外部因素影响下持续跑输，形成盈利上修、股价跑输的真虹吸特点（第二象限），如有色、化工、煤炭等。而内需消费、地产链等行业由于二季度基本面承压，呈现盈利下修、股价跑输的假虹吸特点（第三象限），相关行业并非简单因为 AI 的“资金虹吸”效应而下跌，类似于我们在《虹吸是昂贵的假设：从 2021 年茅&宁指数分野看当下——策略周聚焦》中提到的 21 年宁组合和茅指数的 K 型分化背后同样为基本面的分歧。观察个股，全 A YTD 中位数-12%，67%个股下跌，下跌个股关键因子：小市值/低公募持仓/低营收&利润&ROE，小盘股流动性断层缺失明显（详见《K 型下沿：弱势个股因何承压——策略周聚焦》）。

下载日志已记录，仅供内部参考

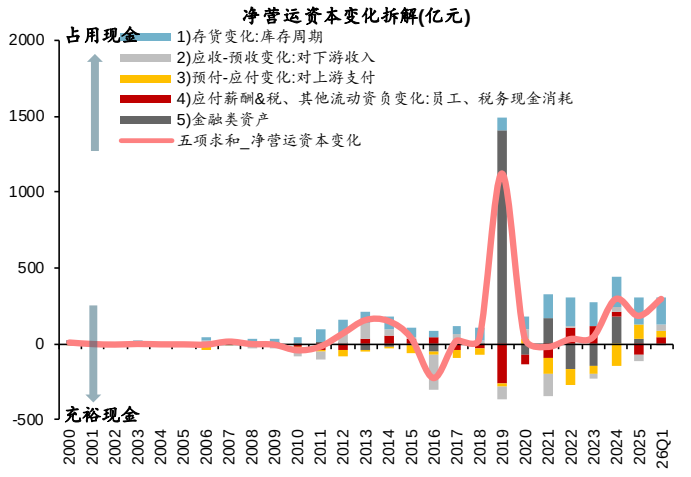
图表 16 从超额收益和业绩预测变化看各行业位置



资料来源：Wind，华创证券，数据截至 26/7/3

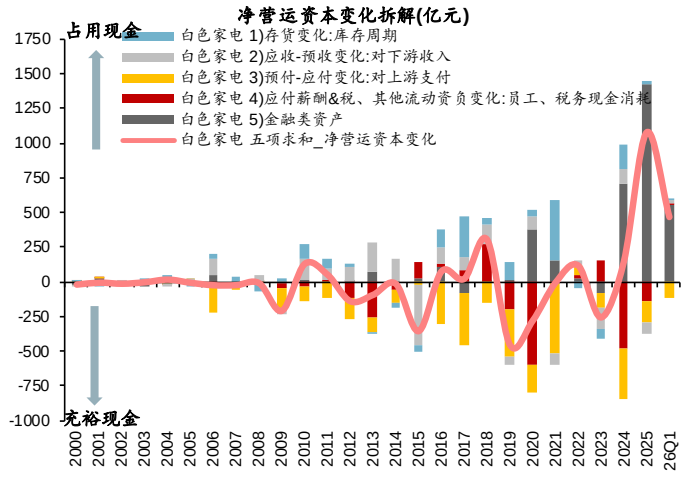
K 型底部转涨待政策发力。消费内需止跌要靠股息率吸引长线资金，这需要分红背后的自由现金流筑底企稳，典型如白酒白电，关注去库和经销商预收款。止跌到反转要靠增长，Q2 社消下行趋势得扭转，背后需政策加码，最快看 7 月政治局会议（如修复居民资负表/城乡增收计划/六张网）。

图表 17 白酒持续累库、对下游收入转为占用现金



资料来源：Wind，华创证券

图表 18 白电对下游收入占用现金

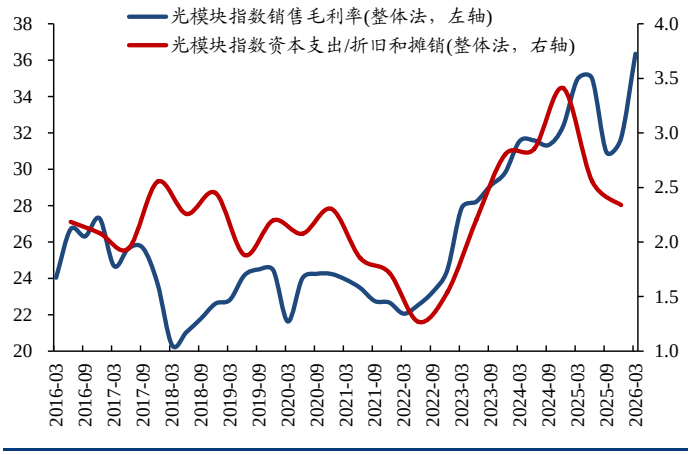


资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

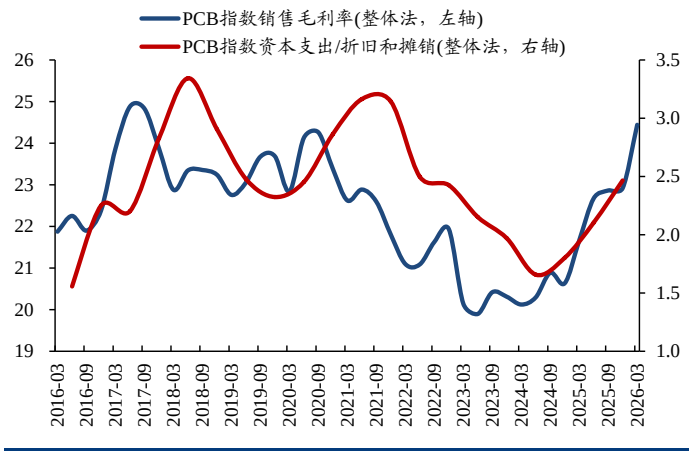
AI 高位回落更多是分母而非分子端业绩问题。如我们在《AI 与科网：相似的繁荣，不同的底牌》中所述，当前金融杠杆像 98 年科网 ，相对稳健：云厂商开始发债扩资本开支，近半年发债 1300 亿、Capex7000 亿，较国债利差仅 70BP，年内加息预期影响有限。供给释放像 21 年新能源，毛利率未见顶：光模块&PCB 资本开支/折旧摊销 2-2.5 倍，弱于 22 年锂电光伏峰值 3-5 倍。交易拥挤更多是分母端风偏震荡，而非拐点。

图表 19 光模块行业自 22Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升



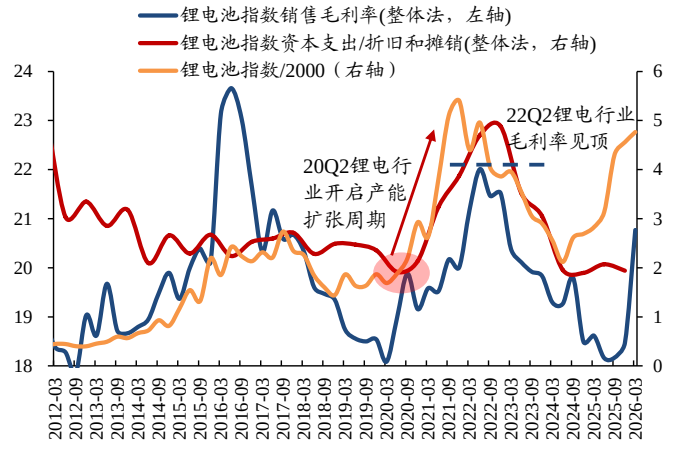
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 光模块龙头中际旭创 22 年以来资本开支扩张伴随毛利率持续抬升



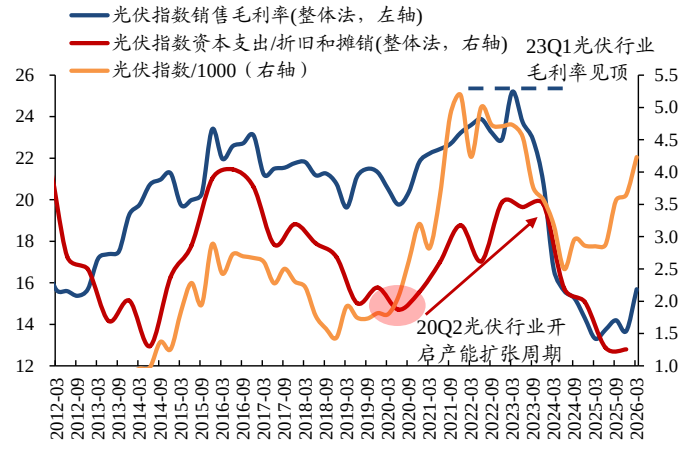
资料来源：Wind，华创证券

图表 21 20 年锂电行业开启产能扩张，22Q2 行业毛利率见顶回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 22 20 年光伏行业开启产能扩张，23Q1 行业毛利率见顶回落

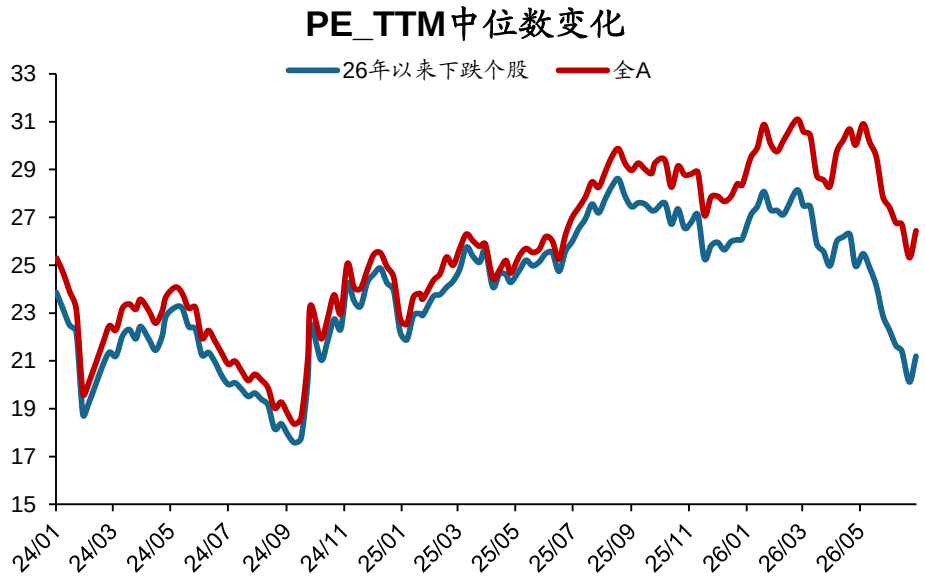


资料来源：Wind，华创证券

配置建议：科技 AI+资源品。指数回落空间有限，A 股 PE 中位数已从年初 30 回落到 26 倍（接近 25 年 7 月 3500 点位置），叠加今年 EPS 增长（我们预计非金融 15-20%），估值压力已在化解，自上而下未看到显著高低切信号，中报季业绩为王，AI 仍是主线，关注光模块光纤/PCB/半导体；资源品业绩确定性高，待降息预期做估值修复，关注铜铝/煤炭/化工。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23 今年以来全 A 市盈率中位数下降



资料来源：Wind，华创证券

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

研究员：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023 年 4 月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522