

2020 年 08 月 02 日

战略布局转板机会——精选层开板后投资策略

■133 家新三板公司已在沪深上市, 28 家香港上市, 6 家美股上市。2015 年至今已有 133 家新三板公司成功在沪深市场“转板”上市, 尤其是 2017 年以来“转板”速度明显加快, 截至 2020 年 7 月底今年已有 45 家公司成功转板, 已超过 2019 年全年水平。创业板目前仍是新三板公司上市数量最多市场占转板公司数量比 46%, 其次是科创板。此外港股也是新三板公司转板的热门选择, 2019 年以来累计有 28 家公司在港股上市。另还有 6 家公司在美股纳斯达克成功上市。

- ✓ **行业分布:** 转板 A 股的三板公司创新、高科技属性更加明显, 计算机等电子设备、高端制造、新材料、软件信息累计占比超过 50%。港股上市未对行业明显限制, 上市公司更加“新产业特征”, 占比前三分别为物业服务、医药生物和文化传媒。
- ✓ **盈利规模:** 转板至 A 股主板的新三板公司平均营收、净利润规模领先, 平均 2019 年营收规模 29 亿元、净利润规模 1.92 亿元。转板至港股和科创板的新三板公司表现出了强成长能力, 2017-2019 年营收复合增速分别为 32.5%、36.4%, 净利润复合增速 39.28%、48.4%。
- ✓ **募集资金:** 转板至科创板的原三板公司平均募集资金规模最大, 平均达到 8.98 亿元。资金向头部公司集中, 这一特征在港股尤为明显, 其中思摩尔国际募集 64 亿元、保利物业募集 48 亿元。

■新三板转板收益率各板块表现如何?

- ✓ **A 股转板收益率:** 根据 Wind 数据, 转板至科创板上市的首日转板收益率平均为 785%, 中位数为 483%, 在各个板块中稳居首位; 其次是创业板, 首日转板收益率均值为 460%, 中位值为 217%。上市一年后整体平均转板收益率平均为 387%。
- ✓ **港股转板收益率:** 三板公司转板港股上市首日平均收益率 190%, 上市 1 月平均转板收益率为 252%, 上市至今平均转板收益率为 249%。在 28 家新三板转板港股的公司, 首日破发率为 39%, 但这一水平低于同期港股水平。思摩尔国际转板收益率高达 2648%, 此外如新东方在线、心动公司、蓝光嘉宝服务市值规模较大且都创造了超过 200%以上转板收益率。

■转板收益率背后不仅仅是估值还有盈利的双升, 有赖于新三板市场的融资贡献。除了市场普遍预期的流动性导致的估值折价因素随着转板之后估值提升是实现高转板投资收益的主要原因之一。而这批企业在新三板市场挂牌融资后突破产能瓶颈或者研发瓶颈, 使得公司盈利增长往往被忽略。统计显示新三板转板后的公司盈利持续提升, 2017-2019 年 EPS 均值从 0.68 元/股提升至 0.93 元/股。其中在此期间 EPS 上升的公司占比 68.7%, 超过三分之二。

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

生物谷: 灯盏花产业链学术

成果发布, 或助力产品学术推广
2020-07-29

华兰海: 深耕称重传感器用

电测产品, 华南应变电测产
品供应商龙头
2020-07-29高灯照远, 佳境可期--精选
层开板两日观
2020-07-28

2020 年 IPO 过会新三板公司

已 65 家, 关注创业板注册制
实施后机会
2020-07-28全市场科技产业策略报告第
七十三期
2020-07-28

■精选层在“转板”新规下，投资逻辑需长远并多维布局。《指导意见》明确，符合条件的新三板精选层挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。对于转板预期明确且成长性好的公司而言，其在精选层估值或随着时间临近和确定性增加逐步和沪深市场可比公司接轨。当企业转板预期明确后，公司在精选层和 A 股市场上的估值差会迅速收窄。所以，原则上投资人可以选择在精选层转板预期明确之后退出，也可以选择持有到 A 股市场上再择机退出。精选层公司将涉及不同行业、不同规模的新三板优质公司，需要在充分了解公司的前提下，用时间去观察和选择，战略提前布局投资。

■风险提示：IPO 进度放缓、转板推进不达预期

内容目录

1. 新三板批量向境内外市场输送了优质标的.....	5
1.1. 已有 133 家原新三板公司成功转板 A 股，28 家转板港股.....	5
1.1.1. 行业分布：转板 A 股的三板公司“创新”、“高科技”属性更加明显.....	6
1.1.2. 盈利规模：转板至主板的三板企业规模领先，转板至港股上市的成长能力领衔.....	7
1.1.3. 募集资金：转板至科创板的平均募资规模最大，港股募资分化严重.....	9
1.2. 新三板 A 股 IPO 排队企业共 49 家，港股排队 18 家.....	10
2. 新三板转板收益率表现？.....	13
2.1. 转板 A 股收益率：科创板均值最高，一年后转板收益率仍高达 387%.....	13
2.2. 港股转板收益率：首日破发率 39%，上市一月平均转板收益率超 250%.....	14
2.3. EPS 与估值双升-转板收益率居高不下的主要动力.....	15
3. 精选层转板投资逻辑.....	18

图表目录

图 1：2015 年以来新三板成功转板 A 股的公司.....	5
图 2：2015 年以来新三板公司转板分布.....	5
图 3：新三板成功转板 A 股的行业分布.....	6
图 4：新三板成功转板 A 股的行业分布.....	7
图 5：新三板转板 A 股与港股平均营收对比（百万元）.....	7
图 6：新三板转板 A 股与港股平均归母净利对比（百万元）.....	7
图 7：新三板转板公司在不同板块的成长能力情况.....	8
图 8：新三板转板至各个板块的平均募集资金.....	9
图 9：港股市场募集资金不同金额企业数量（个）.....	10
图 10：A 股市场募集资金不同金额企业数量（个）.....	10
图 11：不同板块上市首日转板收益率对比.....	13
图 12：不同板块上市一月后转板收益率对比.....	13
图 13：首日 VS 首月 VS 一年后转板收益率的情况.....	13
图 14：2019-2020 年港股上市的破发比例（%）.....	14
图 15：三板做市成分股/创业板指成分股市盈率折价情况（整体法、ttm、剔除负值）.....	15
图 16：2017-2019 年转板公司 EPS 均值（元/股）.....	16
图 17：具备转板收益率公司 17-19 年 EPS 变动情况.....	16
图 18：心动公司 EPS.....	16
图 19：心动公司 PE 变动.....	16
图 20：思摩尔国际 EPS.....	17
图 21：思摩尔国际 PE 情况.....	17
图 22：精选层长期估值中枢判断框架.....	19
表 1：成功在港股上市的原新三板公司.....	5
表 2：由新三板转板而来且营收规模靠前并保持两位数增长的公司.....	8
表 3：新三板转板募集资金前十位公司.....	10
表 4：新三板最新 IPO 排队情况:上交所主板共 28 家.....	10
表 5：新三板最新 IPO 排队情况:深交所中小板共 21 家.....	11
表 6：目前在港股排队的原新三板公司（不完全统计）.....	12
表 7：新三板转板港股公司上市后实现正收益.....	14

表 8：新三板转板港股上市的公司转板收益率为正的情况.....	15
表 9：转板收益率再创新高或有公司 EPS 提升驱动（元/股）	17
表 10：符合转板财务条件的精选层公司.....	错误!未定义书签。

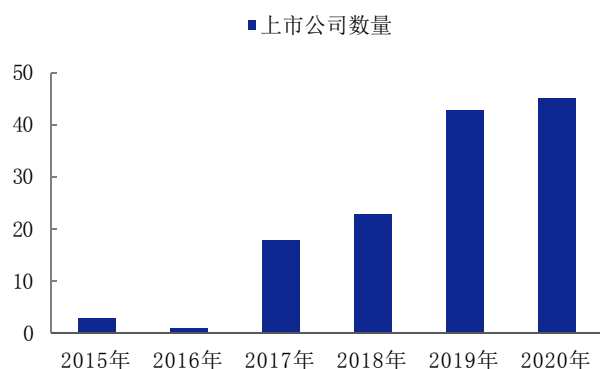
1. 新三板批量向多个资本市场输送了优质标的

1.1. 已有 133 家原新三板公司成功转板 A 股，28 家转向港股上市

2017 年以来，新三板转板速度持续加快。根据 wind 数据统计，2015 年至今，已有 113 家新三板公司成功在 A 股转板上市。从时间跨度来看，速度自 2017 年以来持续加快，尤其是 2019 年 7 月科创板开板，对于优质公司来说有了更广阔的天地，2019 年全年新三板公司累计转板公司达到 43 家，2020 年 1 月-7 月已有 45 家公司成功转板，已超过 2019 年全年水平。

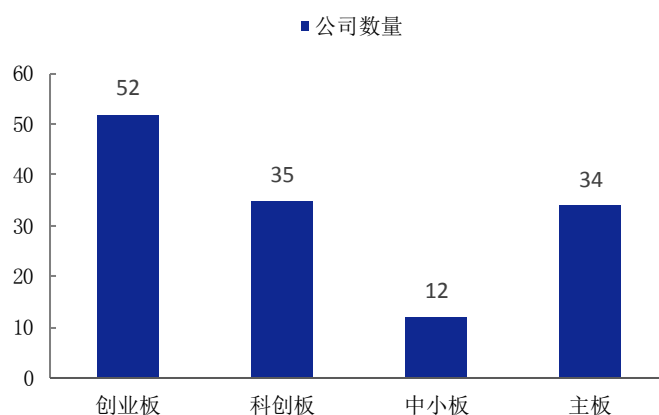
数量上看，创业板目前仍是新三板公司转板的主要目标。根据 wind 统计，在以上 113 家公司，成功转道创业板的公司共计 52 家，占比 46%，转道科创板数量（35 家）已成功超越主板（34 家），另有 12 家公司转道中小板上市。

图 1：2015 年以来新三板成功转板 A 股的公司



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2015 年以来新三板公司转板分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

除了境内市场之外，以港股为代表的海外市场也是新三板公司转板的热门选择。根据不完全统计，2019 年以来，累计有 28 家公司在港股上市，其中 2019 年全年上市了 13 家，2020 年截至 7 月，已有 15 家原三板公司在港上市，超过 2019 年全年水平。

表 1：成功在港股上市的原新三板公司

港股证券代码	港股证券简称	新三板证券代码	新三板证券简称	港股上市时间	主营业务	所属 Wind 行业
9986.HK	大山教育	870106.OC	大山教育	2020-07-15	为中小學生提供輔導	消費者服務 II
6969.HK	思摩爾國際	834742.OC	麥克韋爾	2020-07-10	全球大型電子霧化設備製造商	食品、飲料與煙草
8623.HK	中國蜀塔	833940.OC	蜀塔實業	2020-07-10	電纜電纜區域製造商及供應商	資本貨物
9939.HK	開拓藥業-B	839419.OC	開拓藥業	2020-05-22	臨床階段新葯開發商（癌症葯物等）	制葯、生物科技與生命科學
1147.HK	伊登軟件	836441.OC	伊登軟件	2020-05-13	綜合 IT 解決方案及雲服務提供商	軟件與服務
6918.HK	奇士達	839706.OC	奇士達	2020-03-18	智能互動式娛樂產品供應商	耐用消費品與服裝
0589.HK	建中建設	870054.OC	建中科技	2020-03-18	領先建築服務提供商	資本貨物
1941.HK	輝星集團	872889.OC	鴻坤物業	2020-03-13	物業管理服務供應商	房地產 II
1950.HK	深藍科技控股	837223.OC	深藍科技	2020-03-12	知名人工革化學品製造商	材料 II
9916.HK	興業物聯	872196.OC	興業物聯	2020-03-09	物業管理服務供應商	房地產 II
1740.HK	新石文化	839337.OC	原石文化	2020-01-16	電視劇投資製作及發行	媒體 II
9919.HK	艾德韋宣集團	837732.OC	艾德韋宣	2020-01-16	整合營銷解決方案供應商	零售業
1925.HK	曠世控股	834964.OC	曠世智源	2020-01-16	海外市場家居裝飾品的卓越原設計生產商及供應商	家庭與個人用品

1802.HK	文业集团	837016.OC	文业装饰	2020-01-14	建筑装饰服务	资本货物
8500.HK	天泓文创	871220.OC	天泓传媒	2020-01-14	综合多媒体广告及营销解决方案服务供应商	媒体 II
6049.HK	保利物业	871893.OC	保利物业	2019-12-19	物业管理服务	房地产 II
3680.HK	索信达控股	838136.OC	索信达	2019-12-13	大数据及人工智能解决方案、销售软硬件及相关服务为一体	软件与服务
2400.HK	心动公司	833897.OC	心动网络	2019-12-12	中国及海外开发及运营优质游戏	软件与服务
1640.HK	瑞诚中国传媒	838285.OC	瑞诚股份	2019-11-12	电视广告服务的知名广告营销商	媒体 II
1922.HK	银城生活服务	836726.OC	银城物业	2019-11-06	物业管理服务供应商	房地产 II
2163.HK	远大住工	837715.OC	远大住工	2019-11-06	制造装配式混凝土构件及装配式混凝土生产设备	资本货物
1967.HK	信恩智能	836821.OC	信恩智能	2019-10-18	全面 PCBA 装配及生产服务	技术硬件与设备
2606.HK	蓝光嘉宝服务	834962.OC	嘉宝股份	2019-10-18	领先物业管理服务供应商	房地产 II
1895.HK	鑫苑服务	870929.OC	鑫苑股份	2019-10-11	物业管理服务	房地产 II
1901.HK	飞扬集团	834651.OC	飞扬旅游	2019-06-28	旅游配套产品及服务	消费者服务 II
1797.HK	新东方在线	839896.OC	新东方网	2019-03-28	在线教育服务供应商	消费者服务 II
1917.HK	豆盟科技	871156.OC	豆盟科技	2019-03-14	提供作为技术服务及中介服务的广告服务	媒体 II
8607.HK	纳尼亚集团	837131.OC	纳尼亚	2019-02-26	纺织制造商及印染公司	耐用消费品与服装

资料来源: choice, 安信证券研究中心整理

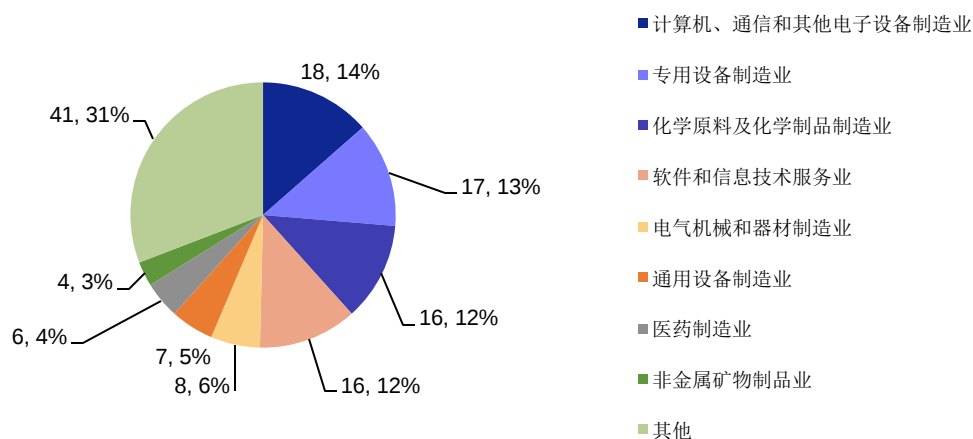
1.1.1. 行业分布：转板 A 股的新三板公司“创新”、“高科技”属性更加明显

将转板港股与 A 股的新三板公司的行业分布情况进行对比可以发现，转板港股的公司行业分布范围广泛，占比前三的行业分别为房地产、资本货物和媒体。

相比之下，转板 A 股的新三板公司行业分布更加集中，“创新”、“高科技”属性更加明显。根据统计，新三板成功转板 A 股的公司中，有 18 家公司属于计算机、通信和其他电子设备制造业（占比 14%），有 17 家公司属于专用设备制造业（占比 13%），分别有 16 家公司属于化学原料及化学制品制造业、软件和信息技术服务业（各自占比 12%），以上四大行业累计占比超过 50%。

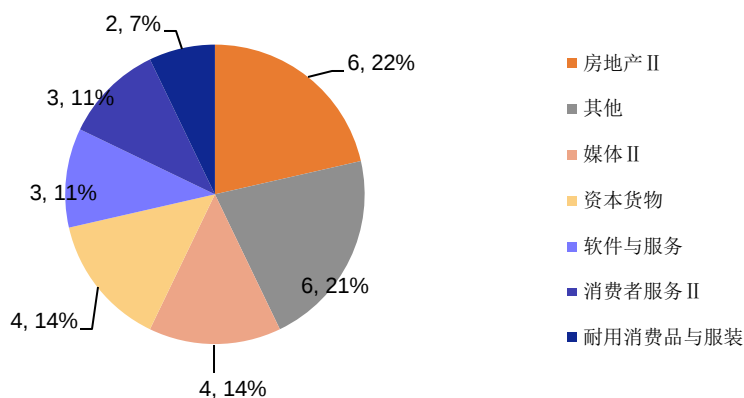
上文我们提到创业板、科创板仍是新三板公司转板的主要目标场所，由于科创板强调“科创属性”，且应当属于六大行业领域的高新技术产业和战略性新兴产业，而创业板实行行业“负面清单”管理，对于转板公司来说较港股限制更多，相比之下港股的上市要求未对行业提供明显限制，上市公司更加“包罗万象”。

图 3：新三板成功转板 A 股的行业分布



资料来源: choice, 安信证券研究中心

图 4：新三板成功转板 A 股的行业分布

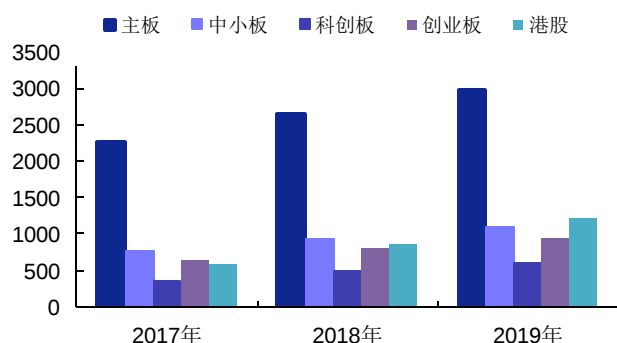


资料来源：choice，安信证券研究中心

1.1.2. 盈利规模：转板至主板的三板企业规模领先，转板至港股上市的成长能力领衔

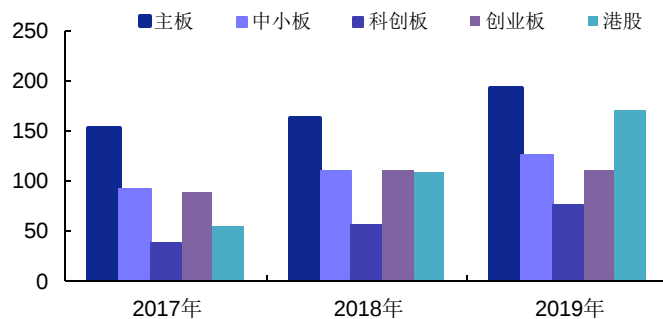
转板至 A 股主板的新三板公司平均营收、净利润规模领先。新三板累计有 34 家公司转板至 A 股主板上市，2017-2019 年其平均营收规模分别为 22.73 亿元、26.49 亿元、29.66 亿元，净利润平均规模分别为 1.52 亿元、1.62 亿元、1.92 亿元，远高于其他板块。相比之下，转板至科创板上市的原新三板公司的平均营收、净利润规模目前是最小的。

图 5：新三板转板 A 股与港股平均营收对比（百万元）



资料来源：choice，安信证券研究中心

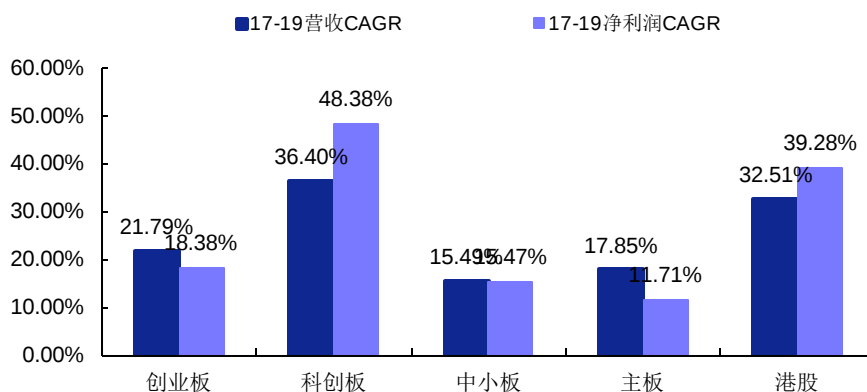
图 6：新三板转板 A 股与港股平均归母净利对比（百万元）



资料来源：choice，安信证券研究中心

转板至港股和科创板的新三板公司表现出了强成长能力。2017-2019 年，转板至港股的营收复合增速为 32.5%、净利润复合增速为 39.28%，转板至科创板上市的营收复合增速为 36.4%、净利润复合增速为 48.4%，较转板至其他板块上市的原新三板公司，成长能力突出。尤其是转板至港股的原三板公司，其平均营收规模在 2018 年超过创业板，并在 2019 年超过了中小板，仅次于主板。

图 7：新三板转板公司在不同板块的成长能力情况



资料来源：choice，安信证券研究中心

表 2：由新三板转板而来且营收规模靠前并保持两位数增长的公司

证券代码	名称	转板	2019 营收 (百万元)	2019 净利润 (百万元)	营收复合增 速	净利润复合 增速
06969.HK	思摩尔国际	港股	7610.60	2173.79	121%	239%
06049.HK	保利物业	港股	5966.84	490.51	36%	50%
02163.HK	远大住工	港股	3369.42	676.92	32%	100%
02400.HK	心动公司	港股	2838.10	346.56	45%	72%
02606.HK	蓝光嘉宝服务	港股	2100.22	429.52	51%	52%
00589.HK	建中建设	港股	1578.22	179.24	78%	63%
01922.HK	银城生活服务	港股	695.77	33.12	51%	27%
08623.HK	中国蜀塔	港股	685.53	26.61	62%	249%
09919.HK	艾德韦宣集团	港股	661.77	29.97	16%	20%
09986.HK	大山教育	港股	383.65	48.97	33%	32%
均值			2589.01	443.52	52%	90%
603613.SH	国联股份	主板	7197.68	158.94	90%	64%
603927.SH	中科软	主板	5499.21	385.73	13%	28%
603236.SH	移远通信	主板	4129.75	148.00	58%	35%
603279.SH	景津环保	主板	3310.86	413.08	22%	42%
605166.SH	聚合顺	主板	2426.48	100.22	37%	28%
601990.SH	南京证券	主板	2201.78	709.81	26%	31%
603681.SH	永冠新材	主板	2144.26	148.28	23%	35%
603277.SH	银都股份	主板	1725.53	297.35	13%	23%
605168.SH	三人行	主板	1631.43	193.62	47%	41%
603187.SH	海容冷链	主板	1535.63	218.84	26%	36%
均值			3180.26	277.39	35%	36%
300856.SZ	科思股份	创业板	1100.36	153.70	24%	90%
300848.SZ	美瑞新材	创业板	648.52	83.36	11%	37%
300851.SZ	交大思诺	创业板	344.18	118.71	19%	18%
300845.SZ	捷安高科	创业板	315.13	80.42	20%	27%
300846.SZ	首都在线	创业板	739.06	66.52	24%	28%
300838.SZ	浙江力诺	创业板	452.45	67.78	23%	47%
300836.SZ	佰奥智能	创业板	421.88	64.27	30%	34%
300832.SZ	新产业	创业板	1681.59	772.61	21%	20%
300830.SZ	金现代	创业板	460.61	89.74	15%	10%
300829.SZ	金丹科技	创业板	878.11	115.21	16%	55%
均值			704.19	161.23	20%	36%

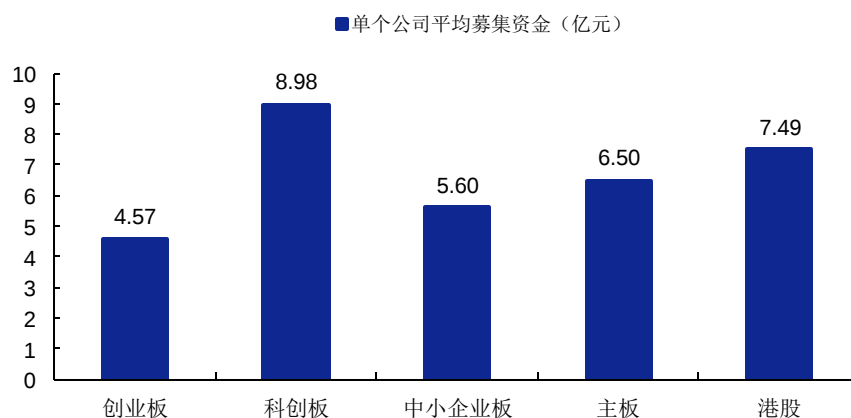
688508.SH	芯朋微	科创板	335.10	66.17	10%	18%
688580.SH	伟思医疗	科创板	318.87	99.72	49%	57%
688579.SH	山大地纬	科创板	488.57	78.18	24%	13%
688500.SH	慧辰资讯	科创板	383.94	60.79	10%	47%
688180.SH	君实生物	科创板	775.09	(747.42)	277%	53%
688309.SH	恒誉环保	科创板	234.82	64.43	111%	131%
688555.SH	泽达易盛	科创板	221.30	83.58	34%	59%
688106.SH	金宏气体	科创板	1160.58	177.08	14%	49%
688004.SH	博汇科技	科创板	274.60	50.91	18%	29%
688360.SH	德马科技	科创板	789.17	64.01	14%	25%
均值			498.20	(0.25)	56%	48%
002982.SZ	湘佳股份	中小板	1877.86	227.10	28%	95%
002972.SZ	科安达	中小板	320.82	123.90	17%	26%
002968.SZ	新大正	中小板	1054.60	104.46	17%	22%
002967.SZ	广电计量	中小板	1588.16	169.42	38%	26%
002949.SZ	华阳国际	中小板	1194.65	136.18	42%	16%
002942.SZ	新农股份	中小板	1086.08	154.53	16%	43%
002930.SZ	宏川智慧	中小板	485.95	145.80	15%	25%
均值			1086.87	151.63	25%	36%

资料来源：choice，安信证券研究中心

1.1.3. 募集资金：转板至科创板的平均募资规模最大，港股募资分化严重

转板至科创板的原三板公司平均募集资金规模最大，达到 8.98 亿元。根据 wind 统计，对于新三板公司转板至各个板块的募集资金进行分别统计，发现转板至科创板的平均募集资金规模最大，达到 8.98 亿元，其次目标板块是港股（平均为 7.49 亿元），再者是主板（平均为 6.50 亿元），相比之下转板至创业板的平均募集资金是最少的（平均为 4.57 亿元）。

图 8：新三板转板至各个板块的平均募集资金

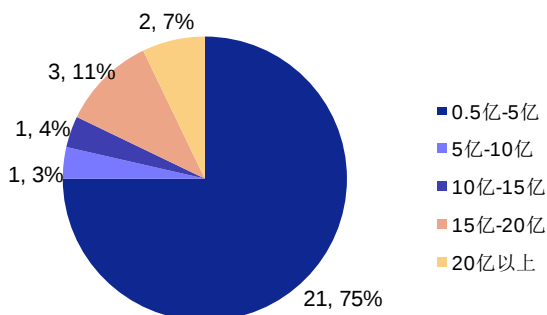


资料来源：Wind，安信证券研究中心

个股之间分化严重，资金向头部公司集中，这一特征在港股尤为明显。根据 wind 数据统计，在新三板转板至 A 股的公司中，募集资金排名前 5% 的公司，募集资金总额占比达到了 18%，募集资金排名前 20% 的公司，募集资金总额占比达到了 43%。分段来看，转板选择在港股上市的原新三板公司募集资金在 5 亿元以下的占比达到 75%，而同样处于这一募资规模区间的在 A 股的比例为 50%，明显低于港股。相比之下，龙头公司在港股拥有更大的想象空间：在转板至港股上市的 28 家公司中，累计募资金额在 20 亿元以上的有 2 家公司，占比 7%（思

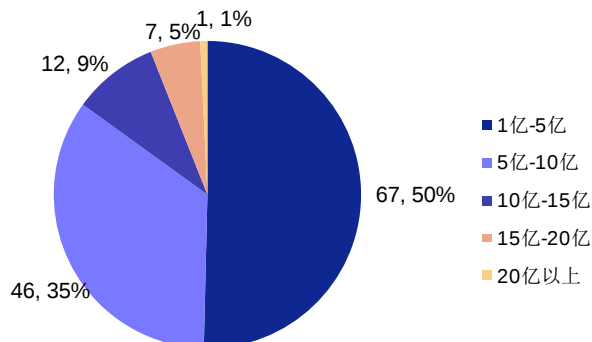
摩尔国际募集 64 亿元、保利物业募集 48 亿元), 募集资金在 15-20 亿元的有 3 家, 占比 11%。而在转板至 A 股的新三板公司, 仅君实生物一家募集资金在 20 亿元以上(累计募集 48 亿元, 在科创板上市), 募集资金在 15-20 亿元的有 7 家, 占比 5%。

图 9: 港股市场募集资金不同金额企业数量 (个)



资料来源: Wind

图 10: A 股市场募集资金不同金额企业数量 (个)



资料来源: Wind

表 3: 新三板转板募集资金前十位公司

证券代码	名称	募集资金 (亿元)	上市板块
06969.HK	思摩尔国际	64.27	港股
06049.HK	保利物业	48.39	港股
688180.SH	君实生物	48.36	科创板
688106.SH	金宏气体	18.74	科创板
688199.SH	久日新材	18.54	科创板
688029.SH	南微医学	17.49	科创板
09939.HK	开拓药业-B	17.02	港股
02606.HK	蓝光嘉宝服务	16.46	港股
01797.HK	新东方在线	16.33	港股

资料来源: choice、wind

1.2. 新三板目前在 A 股 IPO 排队企业共 49 家, 港股排队 18 家

目前, 新三板在 A 股 IPO 排队企业共 49 家。7 家公司处于已过会待上市状态, 分别为: 新亚强、长江材料、瑞鹄模具、中岩大地、天元集团、顺博合金、若羽臣。新洁能、华丰动力、冠盛集团拟正式登陆 A 股。近期新增排队新三板公司为: 恒盛能源、润光股份、金鑫矿业、日兴生物、盛航海运、青岛食品。

表 4: 新三板最新 IPO 排队情况: 上交所主板共 28 家

计数	申报公司	审核状态	证监会序号
1	确成硅化	预先披露更新	9
2	津同仁堂	已受理	16
3	蓝天燃气	预先披露更新	20
4	罗曼股份	预先披露更新	23
5	祥云股份	已反馈	29
6	全美在线	预先披露更新	30
7	中谷股份	预先披露更新	32
8	齐鲁银行	预先披露更新	52
9	舒华体育	预先披露更新	53
10	华旺股份	预先披露更新	57

11	行动教育	预先披露更新	63
12	新亚强	已通过发审会	78
13	协和电子	预先披露更新	80
14	博迁新材	预先披露更新	83
15	华通线缆	预先披露更新	89
16	必得科技	预先披露更新	90
17	垦丰种业	已反馈	93
18	正和生态	预先披露更新	100
19	中际联合	预先披露更新	108
20	林华医疗	预先披露更新	116
21	圣泉集团	已反馈	122
22	华塑股份	已反馈	127
23	富春染织	已反馈	129
24	鼎维固	已受理	151
25	恒盛能源	已受理	159
26	润光股份	已受理	162
27	金鑫矿业	已受理	163
28	日兴生物	已受理	171

资料来源：证监会

表 5：新三板最新 IPO 排队情况:深交所中小板共 21 家

计数	申报公司	审核状态	证监会序号
29	长江材料	已通过发审会	2
30	招金励福	预先披露更新	4
31	传智播客	预先披露更新	20
32	瑞鹄模具	已通过发审会	25
33	中岩大地	已通过发审会	27
34	天元集团	已通过发审会	28
35	顺博合金	已通过发审会	38
36	若羽臣	已通过发审会	41
37	中晶股份	预先披露更新	44
38	大洋生物	预先披露更新	48
39	日久光电	预先披露更新	51
40	祖名股份	预先披露更新	54
41	顺控发展	预先披露更新	59
42	美能燃气	已反馈	60
43	依依股份	已反馈	68
44	中农联合	已反馈	71
45	炬申物流	已受理	76
46	瑞华股份	已受理	79
47	欧晶科技	已受理	81
48	盛航海运	已受理	84
49	青岛食品	已受理	96

资料来源：证监会

表 6：目前在港股排队的原新三板公司（不完全统计）

港股证券代码	港股证券简称	新三板证券代码	新三板证券简称	最新招股书递交日	主营业务	所属证监会行业
H2697.HK	喜相逢控股	834499.OC	喜相逢	2020/7/21	汽车融资性租赁及汽车经营性租赁	租赁和商务服务业
H2706.HK	星盛商业	839819.OC	星河商置	2020/7/20	为商业项目提供经营管理服务	租赁和商务服务业
H2707.HK	乐享	839460.OC	乐享互动	2020/7/17	互联网广告业务及游戏研发业务	信息传输、软件和信息技术服务业
H2832.HK	泰丰文化控股	871121.OC	泰丰股份	2020/7/2	艺术经纪代理、艺术咨询策划	文化、体育和娱乐业
H2479.HK	Netjoy	837037.OC	嗨皮网络	2020/6/25	提供运营及互联网广告的综合效果营销解决方案服务	信息传输、软件和信息技术服务业
H2478.HK	明源云集团	832498.OC	明源软件	2020/6/16	为房地产开发企业提供核心业务管理软件及整体解决方案	信息传输、软件和信息技术服务业
H2811.HK	泡泡玛特国际	870578.OC	泡泡玛特	2020/6/1	时尚潮品零售公司	批发和零售业
H2746.HK	东方中原	839126.OC	东方久瑞	2020/5/29	以多媒体设备为核心的系统集成业务	制造业
H2809.HK	中天建设(开曼)	871407.OC	中天集团	2020/5/25	建筑工程施工	建筑业
H2677.HK	麦迪卫康健康医疗	839176.OC	麦迪卫康	2020/5/8	品牌管理服务运营商	租赁和商务服务业
H2675.HK	中邦园林环境	833026.OC	中邦园林	2020/4/24	园林绿化工程、风景园林设计	建筑业
H2742.HK	中税网国际控股	833406.OC	中税网	2020/4/23	基于互联网的财税培训服务	居民服务、修理和其他服务业
H2664.HK	泓胜交通科技	870964.OC	泓胜科技	2020/3/31	开发销售机动车检测和监管联网系统中、高档女性内衣、外衣等服饰花边的研发、生产和销售	制造业
H2728.HK	德运控股(开曼)	838472.OC	德运股份	2020/3/23		制造业
H2631.HK	爱酷游股份	835089.OC	爱酷游	2020/3/21	移动端应用软件的开发、渠道销售	信息传输、软件和信息技术服务业
H2570.HK	淘礼网控股	430298.OC	淘礼网	2020/3/12	以积分换礼、信用卡商城和礼品服务的形式进行商品销售	信息传输、软件和信息技术服务业
H2334.HK	Jianzhi Education	837329.OC	森途教育	2020/2/28	职业在线教育平台的销售和教育云解决方案服务	信息传输、软件和信息技术服务业
H2720.HK	天兆猪业	839932.OC	天兆猪业	2020/2/27	种猪育种技术的引进开发、种猪及商品猪的繁育、销售	农、林、牧、渔业

资料来源：choice

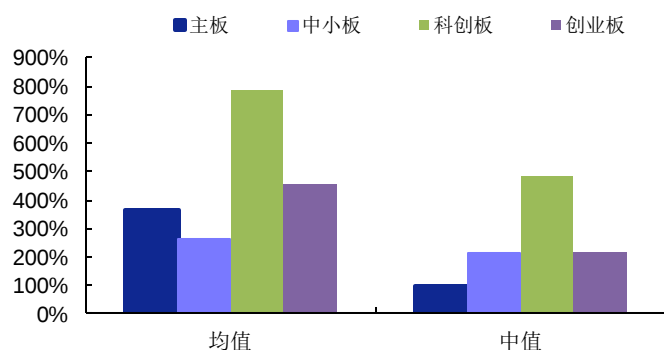
2. 新三板公司历史转板收益率表现如何？

2.1. 转板 A 股收益率：科创板均值最高，一年后转板收益率仍高达 387%

转板至科创板上市：根据 Wind 数据，剔除部分因新三板摘牌市值过小而导致的异常值，转板至科创板上市的首日转板收益率平均为 785%，中位数为 483%，在各个板块中稳居首位；其次是创业板，首日转板收益率均值为 460%，中位值为 217%。

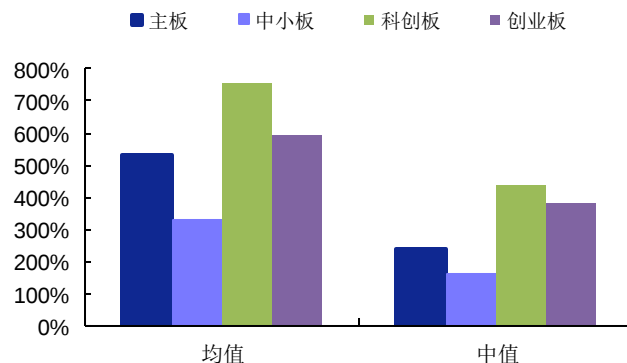
上市一月后各板块之间的转板收益率差距有所减小。转板一月后再进行观察，科创板仍居首位，但转板收益率整体较上市首日有所降低，首月转板收益率均值为 755%，中位数为 437%。而对于主板、创业板、中小板，上市后一个月的转板收益率皆较上市首日有了较为明显的提升，如主板的平均转板收益率从首日的 362% 提升至首月的 529%，创业板的平均转板收益率从首日的 460% 提升至首月的 591%。

图 11：不同板块上市首日转板收益率对比



资料来源：wind 备注：剔除部分因在新三板市值过小而导致的异常值

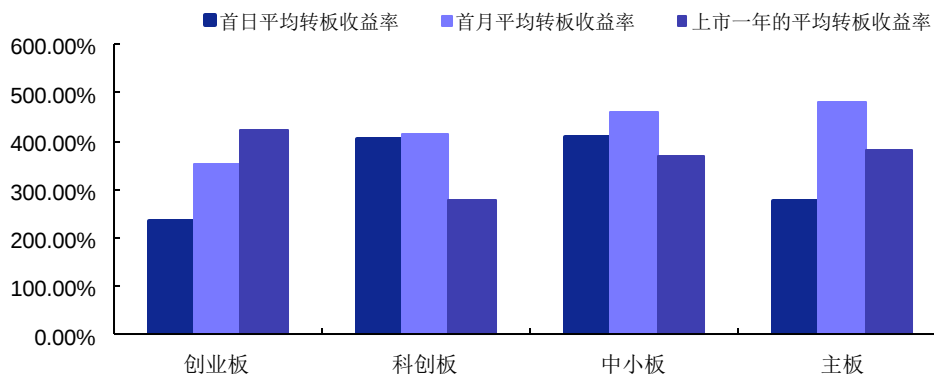
图 12：不同板块上市一月后转板收益率对比



资料来源：wind 备注：剔除部分因在新三板市值过小而导致的异常值

新三板公司一年后平均转板收益率平均为 387%。我们统计了新三板公司转板满一年后的平均转板收益率，转板 A 股的平均收益率为 387%，中位数为 217%。分不同板块来看，转板创业板的平均转板收益率不断提升，从首日的 233% 提升至 424%，主板的转板收益率从 275% 提升至 382%，反之科创板、中小板的一年后转板收益率较首日有所降低。

图 13：首日 VS 首月 VS 一年后转板收益率的情况

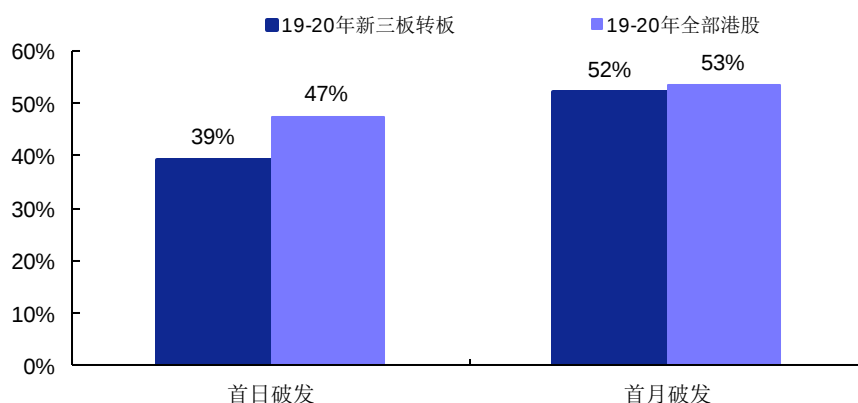


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 港股转板收益率：首日破发率 39%，上市一月平均转板收益率超 250%

从 2019 至今，有 28 家新三板公司成功在港股转板上市。纵观其初期表现，首日破发率为 39%，低于 2019-2020 年港股上市公司整体 47% 的破发率；其首月破发率为 52%，与同期港股上市公司整体 53% 破发率接近。我们注意到，在以上 28 家公司中，仍有 17 家公司在上市首日实现了上涨，其中思摩尔国际首日涨幅最高达到了 150%，此外信思智能、豆盟科技、新石文化首日涨幅靠前。

图 14：2019-2020 年港股上市的破发比例（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

截至最新，以上 28 家公司中，自港股上市以来实现正收益的公司共计 12 家，占比 43%，其中 8 家公司较发行价实现了超 100% 的增长。其中，市值最大的公司为思摩尔国际 (6969.HK)，最新市值为 2030 亿元，自 2020 年 7 月 10 日上市以来已经累计上涨了 216%。保利物业 (6049.HK) 表现突出，最新市值为 421 亿元，自 2019 年 12 月上市以来累计涨幅达到了 140%；新东方在线 (1797.HK) 在自 2019 年 3 月上市以来累计涨幅达到了 237%；最新市值为 291 亿元；心动公司 (2400.HK) 自 2019 年 12 月上市以来也实现了 271% 的增长，最新市值达到了 169 亿元。

表 7：新三板转板港股公司上市后实现正收益

证券代码	证券名称	首发价格 (港元)	上市首日 收盘价(港元)	首日涨幅	最新收盘 价(港元)	累计涨幅	最新市值 (亿元)	上市日期
1967.HK	信思智能	2.00	3.40	70%	8.24	312%	18.60	2019-10-18
2400.HK	心动公司	11.10	11.86	7%	41.20	271%	168.91	2019-12-12
1922.HK	银城生活服务	2.18	2.47	14%	7.48	243%	18.04	2019-11-06
1797.HK	新东方在线	10.20	10.20	0%	34.35	237%	291.45	2019-03-28
6969.HK	思摩尔国际	12.40	31.00	150%	39.15	216%	2029.98	2020-07-10
2163.HK	远大住工	9.68	9.13	-6%	27.80	187%	122.38	2019-11-06
1950.HK	深蓝科技控股	0.52	0.51	-2%	1.42	173%	12.82	2020-03-12
6049.HK	保利物业	35.10	45.16	29%	84.20	140%	420.61	2019-12-19
1895.HK	鑫苑服务	2.08	2.88	39%	3.06	47%	15.18	2019-10-11
2606.HK	蓝光嘉宝服务	37.00	41.71	13%	52.05	41%	83.69	2019-10-18
3680.HK	索信达控股	1.50	1.62	8%	1.97	31%	7.11	2019-12-13
0589.HK	建中建设	1.65	1.89	15%	1.70	3%	9.59	2020-03-18

资料来源：Wind，安信证券研究中心

在转板港股的 28 家原新三板公司中，曾在新三板有过交易的共计 15 家，其上市首日的平均转板收益率为 190%，上市 1 月的平均转板收益率为 252%，上市至今平均转板收益率为 249%。个股之间分化较为严重，不同于转板 A 股上市，截至最新，有 6 家公司转板收益率为负，即其在港股的市值低于在新三板摘牌时的市值。但仍有 9 家公司取得了突出的转板收益。其中，思摩尔国际最为突出，其在新三板摘牌时市值为 73.88 亿元，截至最新其在港股的市值达到了 2030 亿元，转板收益率高达 2648%；此外如新东方在线、心动公司、蓝光嘉宝服务，市值规模较大，在港股表现出色，且都创造了超过 200% 的转板收益率。

表 8：新三板转板港股上市的公司转板收益率为正的情况

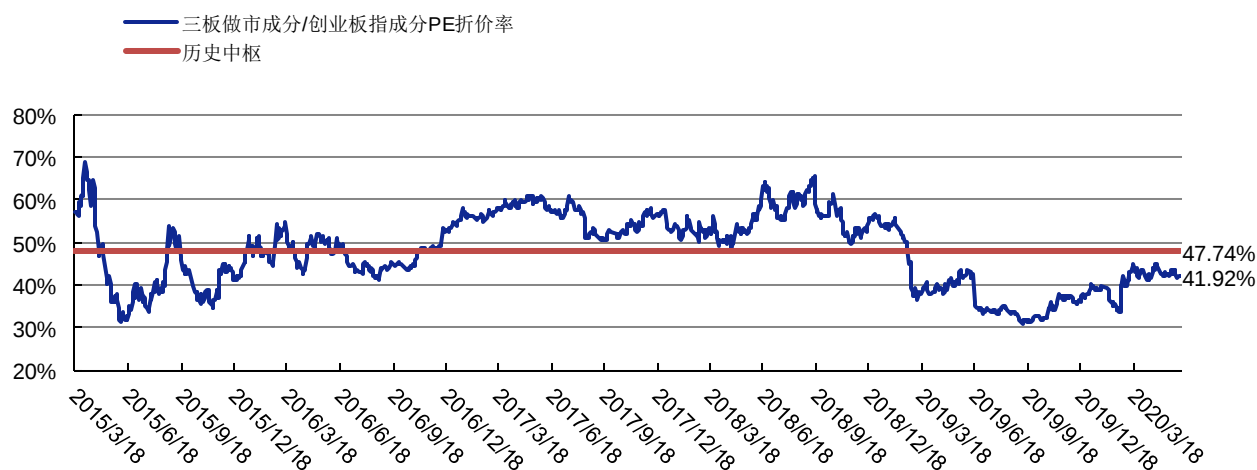
证券代码	名称	最新市值(亿元)	新三板证券代码	新三板证券简称	摘牌市值(亿元)	首日转板收益率	上市 1 月转板收益率	最新转板收益率
6969.HK	思摩尔国际	2029.98	834742.OC	麦克韦尔	73.88	2075%	2648%	2648%
1797.HK	新东方在线	291.45	839896.OC	新东方网	76.50	4%	17%	281%
2400.HK	心动公司	168.91	833897.OC	心动网络	31.06	46%	125%	444%
2606.HK	蓝光嘉宝服务	83.69	834962.OC	嘉宝股份	26.12	152%	219%	220%
9939.HK	开拓药业-B	50.02	839419.OC	开拓药业	20.38	256%	158%	145%
3680.HK	索信达控股	7.11	838136.OC	索信达	3.09	88%	109%	130%
1802.HK	文业集团	5.04	837016.OC	文业装饰	2.97	93%	83%	70%
1925.HK	旷世控股	3.36	834964.OC	旷世智源	2.17	57%	96%	55%
8500.HK	天泓文创	1.61	871220.OC	天泓传媒	0.80	97%	60%	101%

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2.3. 估值与盈利双升-转板收益率背后主要动力

由于流动性、信息披露，监管等因素新三板市场和其他市场一直存在估值折价。2015 年至今，三板流动性最好，信息披露和监管相对完善的做市板块较创业板的估值折价率中枢在 50% 左右。转板之后，公司估值提升，这是造就新三板公司高转板投资收益的主要原因之一。

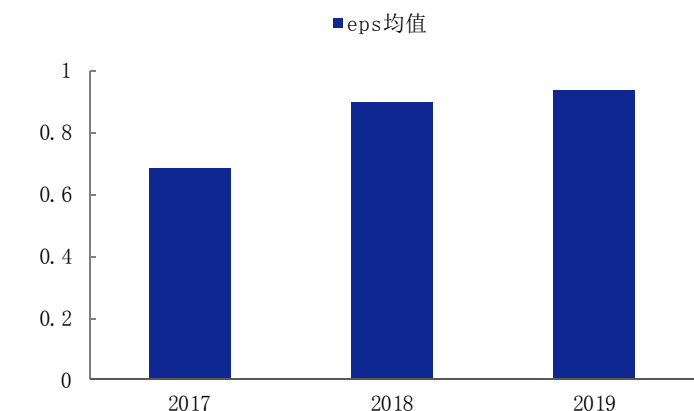
图 15：三板做市成分股/创业板指成分股市盈率折价情况（整体法、ttm、剔除负值）



资料来源：Wind

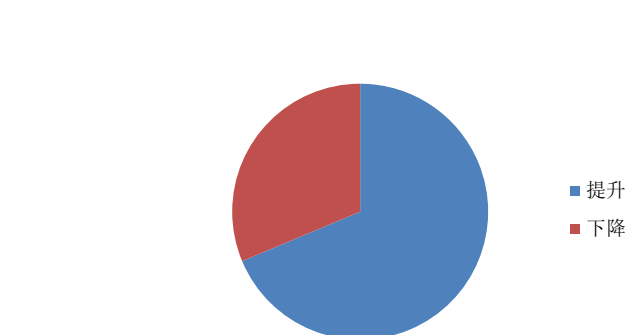
除此之外，重要的原因是其在新三板市场的融资后打通研发和扩产，让这批公司在盈利规模上、成长能力上皆有突出的表现。同时我们注意到，成功转板在 A 股上市的原新三板公司 EPS 持续提升，2017-2019 年 EPS 均值从 0.68 元/股提升至 0.93 元/股。其中，在此期间 EPS 上升的公司占比 68.7%，超过三分之二。

图 16：2017-2019 年转板公司 EPS 均值（元/股）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

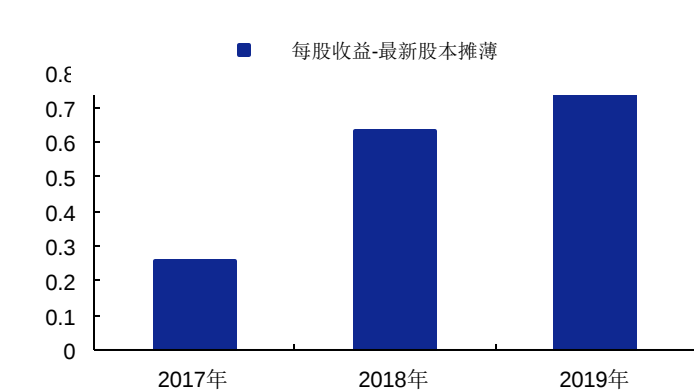
图 17：具备转板收益率公司 17-19 年 EPS 变动情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

同时，我们注意到在港股转板上市的两家拥有突出转板收益的原新三板公司心动公司、思摩尔国际，2017-2019 年 EPS 提升非常明显，尤其是思摩尔国际，每股收益从 2017 年的 0.04 元/股提升至 2019 年的 0.43 元/股，也是拥有突出表现的原因之一。

图 18：心动公司 EPS（元/股）



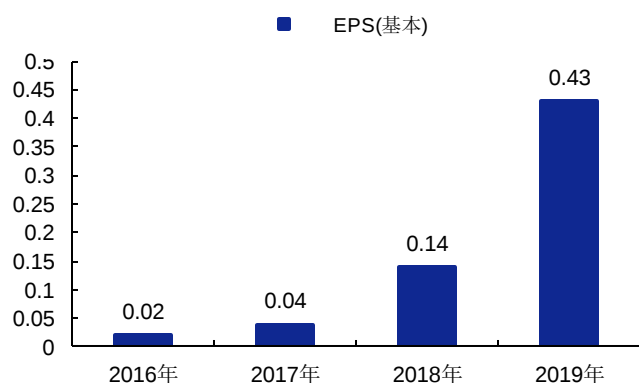
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：心动公司 PE 变动



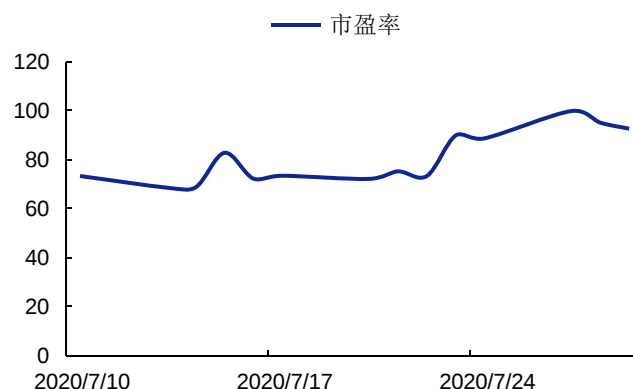
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20: 思摩尔国际 EPS (元/股)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 思摩尔国际 PE 情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 9: 转板收益率再创新高或有公司盈利提升驱动 (元)

证券代码	名称	上市日期	2017EPS	2018EPS	2019EPS	上市首月 转板收益 率	上市一年/最新转 板收益率
300846.SZ	首都在线	2020-07-01	0.11	0.16	0.18	510%	520%
300835.SZ	龙磁科技	2020-05-25	1.28	1.53	1.60	750%	806%
603439.SH	贵州三力	2020-04-28	0.24	0.30	0.36	298%	357%
601609.SH	金田铜业	2020-04-22	0.36	0.35	0.41	359%	411%
300829.SZ	金丹科技	2020-04-22	0.56	0.99	1.36	555%	996%
688026.SH	浩特生物	2020-01-22	0.58	0.75	0.88	5132%	6605%
688357.SH	建龙微纳	2019-12-04	(0.32)	1.31	1.93	1147%	1279%
688300.SH	联瑞新材	2019-11-15	0.70	0.93	1.13	129%	349%
002967.SZ	广电计量	2019-11-08	0.43	0.49	0.66	172%	271%
688299.SH	长阳科技	2019-11-06	0.13	0.42	0.64	211%	470%
300792.SZ	壹网壹创	2019-09-27	2.30	2.71	3.37	976%	1722%
603613.SH	国联股份	2019-07-30	0.59	0.89	1.32	261%	962%
300776.SZ	帝尔激光	2019-05-17	1.36	3.39	5.15	5753%	10232%
002942.SZ	新农股份	2018-12-05	0.84	1.38	1.29	10092%	10308%
300632.SZ	光莆股份	2017-04-06	0.48	0.79	0.96	716%	1163%

资料来源: 安信证券研究中心

3. 精选层转板投资逻辑

6月3日，证监会官网发布，为建立转板上市机制，规范转板上市行为，统筹协调不同上市路径的制度规则，做好监管衔接，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

主要作出如下安排：

1、转入板块范围：符合条件的新三板精选层挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。

2、转板上市条件：申请转板上市的企业应当为新三板精选层挂牌公司，且在精选层连续挂牌一年以上。挂牌公司转板上市的，应当符合转入板块的上市条件。转板上市条件应当与首次公开发行并上市的条件保持基本一致，交易所可以根据监管需要提出差异化要求。

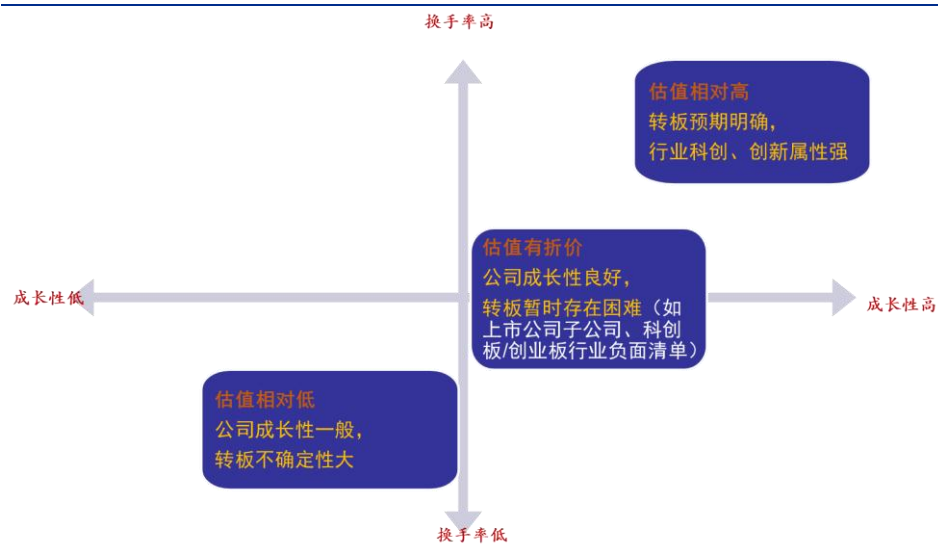
3、转板上市程序：转板上市属于股票交易场所的变更，不涉及股票公开发行，依法无需经中国证监会核准或注册，转板上市程序。主要包括：企业履行内部决策程序后提出转板上市申请，交易所审核并作出是否同意上市的决定，企业在新三板终止挂牌并在上交所或深交所上市交易。

4、转板上市保荐：提出转板上市申请的新三板挂牌公司，按照交易所有关规定聘请证券公司担任上市保荐人。鉴于新三板精选层挂牌公司在公开发行时已经保荐机构核查，并在进入精选层后有持续督导，对挂牌公司转板上市的保荐要求和程序可以适当调整完善。

5、股份限售安排：新三板挂牌公司转板上市的，股份限售应当遵守法律法规及交易所业务规则的规定。在计算挂牌公司转板上市后的股份限售期时，原则上可以扣除在精选层已经限售的时间。上交所、深交所对转板上市公司的控股股东、实际控制人、董监高等所持股份的限售期作出规定。

“转板”新规下，我们建议投资人立足长远，投资逻辑需多维布局。对于转板预期明确且成长性好的公司而言，其在精选层估值或随着时间临近和确定性增加逐步和沪深市场可比公司接轨；而对于成长性好但转板暂时存在困难的公司而言，估值或和A股可比公司存在一定折价；对于成长性一般且转板不确定性较大的公司（详细名单可以参考我们近期的深度报告），估值相对或更低。当企业转板预期明确后，公司在精选层和A股市场上的估值差会迅速收窄。所以，原则上投资人可以选择在精选层转板预期明确之后退出，也可以选择持有到A股市场上再择机退出。

图 22：精选层长期估值中枢判断框架



资料来源：安信证券研究中心制图

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034