

分类号 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 注册制下翱捷科技 IPO 破发原因与对策研究

研究生姓名: 姜方菲

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授 王家斌 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023年6月16日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 姜方菲 签字日期： 2023.6.8

导师签名： 柳晓刚 签字日期： 2023.6.10

导师(校外)签名： 王宇斌 签字日期： 2023.6.12

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 姜方菲 签字日期： 2023.6.8

导师签名： 柳晓刚 签字日期： 2023.6.10

导师(校外)签名： 王宇斌 签字日期： 2023.6.12

**Research on the Reasons and  
Countermeasures of ASR Microelectronics  
Co., Ltd.'s IPO break Under the  
Registration system**

**Candidate :Lou Fangfei**

**Supervisor:Xing Mingqiang Wang Jiabin**

## 摘 要

长久以来,我国股票抑价发行的现象较为常见,新股上市后往往伴随着连续的上涨。因此,在我国股市申购新股常常意味着低风险、高回报,“打新”一直受到广大投资者们的追捧。但在近年来,注册制下的创业板和科创板中的新上市公司开始出现 IPO 破发现象,且愈发频繁。新股破发现象的产生虽一定程度代表着资本市场的理性回归,但大规模的新股破发势必会为股票市场带来负面影响。新股破发潮的产生使得众多投资者利益受损,影响了破发公司的企业形象,也为后续新上市公司的融资过程产生阻碍,不利资本市场和谐稳定发展。

基于以上背景,本文主要采用案例分析法,选取 2022 年初 IPO 破发最为严重的翱捷科技公司作为研究对象,并运用信息不对称理论、内在价值理论、投资者情绪理论和股票定价理论对案例事件展开研究。首先,对案例发生的背景、翱捷科技企业状况、IPO 发行过程及破发过程加以介绍,对案例事件的经过进行梳理。其次,从投资者、发行公司和股票市场三个角度对翱捷科技 IPO 破发所产生的影响进行分析阐述、说明利害。再次,本文将破发原因分为企业内部和外部因素并加以分析,通过研究发现翱捷科技破发的内部原因主要为 IPO 定价不合理、市场竞争力不足、盈利能力欠佳、企业存在较为严重的财务风险;外部原因主要为询价新规对定价产生影响、相关行业板块走弱、新股破发较为频繁。最后,针对避免未来大规模破发潮产生、减少 IPO 破发事件所带来的不良影响,本文从有效识别企业价值、提高上市公司质量、提升承销商专业能力、完善信息披露制度等方面提出相应的风险防范建议。

本文希望通过对翱捷科技 IPO 破发的案例研究,探寻案例公司所存在的问题,提出未来针对 IPO 破发的风险防范建议,以期为相关企业提供参考,并对维护资本市场的稳定发展提供一定的帮助。

**关键词:** IPO 破发 注册制 翱捷科技

## Abstract

Underpriced Chinese stock issuance has historically been a fairly normal occurrence, and new listings frequently come with ongoing price increases. As a result, applying for new shares on the Chinese stock market frequently entails minimal risk and great reward, and the majority of investors have always been interested in "buying and selling new stocks". The IPOs of newly listed businesses on the ChiNext and STAR Board, however, have started to break through and increase in frequency in recent years. Large-scale IPOs are certain to have a detrimental effect on the stock market, but the development of IPO breakdowns symbolizes the sensible return of the capital market. The appearance of the new stock breaking wave has hurt the interests of many participants, made it more difficult to finance newly listed firms later on, and is not good for the orderly and steady growth of the capital market.

Based on the above background, This paper mainly adopts the case analysis method, selects ASR Microelectronics Co., Ltd., the most serious IPO breakout in early 2022. As the research object, using information asymmetry theory, internal value theory and other theories to study the case events. First of all, introduce the background of the case, the status of ASR Microelectronics Co., the IPO issuance process and the breaking process, and sort out the case events. Secondly, from the perspective of

investors, issuing companies and the stock market, the author analyzes and expounds the consequences of ASR Microelectronics Co.'s IPO break. Thirdly, this paper divides the reasons for breaking into internal and external factors and analyzes them. Through the research, it is found that the main internal reasons for breaking of ASR Microelectronics Co. are unreasonable IPO pricing, insufficient market competitiveness, poor profitability, and serious financial risks of enterprises; the main external reasons are that the new rules for inquiry have an impact on pricing, related industries are weak, and new shares are broken frequently. Finally, aiming at avoiding large-scale breaking tide and reducing the adverse effects caused by IPO breaking phenomenon, this paper puts forward corresponding risk prevention suggestions from the aspects of effectively identifying corporate value, improving the quality of listed companies, improving the professional ability of underwriters, and improving the information disclosure system.

Through a case study of the IPO of ASR Microelectronics Co., Ltd., this article seeks to examine the issues with the IPO of ASR Microelectronics Co., Ltd., offer pertinent opinions for various market participants, and provide specific assistance for preserving the steady growth of the capital market.

**KEY WORDS:** IPO Break; Registration system; ASR Microelectronics

Co., Ltd.

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	2
1.2.1 理论意义 .....	2
1.2.2 现实意义 .....	2
1.3 文献综述 .....	3
1.3.1 IPO 破发的不同观点 .....	3
1.3.2 IPO 破发原因的不同观点 .....	3
1.3.3 IPO 破发影响的不同观点 .....	7
1.3.4 国内外研究述评 .....	8
1.4 研究方法、内容与框架 .....	9
1.4.1 研究方法 .....	9
1.4.2 研究内容 .....	9
<b>2 相关概念与理论基础</b> .....	<b>11</b>
2.1 相关概念 .....	11
2.1.1 注册制 .....	11
2.1.2 IPO 破发的界定 .....	11
2.2 理论基础 .....	12
2.2.1 信息不对称理论 .....	12
2.2.2 内在价值理论 .....	12
2.2.3 投资者情绪理论 .....	13
2.2.4 股票定价理论 .....	14
<b>3 注册制下 IPO 政策特点及破发现状</b> .....	<b>18</b>
3.1 注册制下 IPO 政策特点 .....	18
3.2 注册制下 IPO 破发现状 .....	19
3.2.1 IPO 破发背景 .....	19
3.2.2 IPO 破发现状 .....	20
<b>4 案例介绍</b> .....	<b>22</b>

4.1 翱捷科技简介 .....	22
4.2 翱捷科技 IPO 发行过程 .....	22
4.3 翱捷科技 IPO 破发状况 .....	24
<b>5 翱捷科技 IPO 破发的影响及原因分析 .....</b>	<b>26</b>
5.1 IPO 破发的主要影响 .....	26
5.1.1 投资者损失惨重 .....	26
5.1.2 上市公司形象受损 .....	28
5.1.3 对证券市场造成一定影响 .....	29
5.2 IPO 破发的主要原因 .....	26
5.2.1 IPO 破发的公司内因 .....	30
5.2.2 IPO 破发的外部原因 .....	32
<b>6 建议与对策 .....</b>	<b>38</b>
6.1 增强风险意识 .....	38
6.2 着重企业发展 .....	38
6.3 谨慎进行定价 .....	39
6.4 加强信息披露 .....	40
<b>7 研究结论与展望 .....</b>	<b>41</b>
7.1 研究结论 .....	41
7.2 不足与展望 .....	42
<b>参考文献 .....</b>	<b>43</b>
<b>后记 .....</b>	<b>47</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

自从我国股票市场建立以来,我国的股票市场中普遍存在 IPO 高抑价发行现象,上市公司新股破发则较为少见。在这种背景下,新股一经上市大多会呈现出股价上涨态势,这也导致上市新股逐渐建立起了“不败神话”。“打新”成为不少投资者的首选,新发行的股票刚上市就会受到投资者热烈追捧。

为提升发行效率、保持资本市场活力,我国在近年开始推行注册制。2019 年注册制正式在上交所科创板落地实施,2020 年深交所创业板转为实施注册制,2021 年新三板精选层改为北交所管理并实行注册制。与以往我国所实施的核准制相比,注册制下公司上市条件更为宽松,建立了更加市场化的交易制度。但随着 IPO 注册制的逐步开展,注册制下上市新股破发事件开始频发,新股破发问题愈发严重。自 2019 年 10 月起,注册制下新股破发现象逐渐显露,在此期间破发案例时多时少,但总体上连续不断出现。2021 年 9 月份证监会针对注册制发布 IPO 询价新规,该政策再次放宽了股票定价限制,此后新股破发现象开始激增。2022 年,A 股市场波动加剧,新股遭遇“挑战”,上市首日即破发的现象增多,曾经长期流传着新股不败的说法逐渐破灭,新股市场迎来了破发潮。2022 年上半年间,创业板新股首日破发率超过 16%,科创板新股首日破发率高达 48%,其中未盈利企业破发现象较为常见,且股价跌幅较大。2022 年下半年,北交所也频频出现破发现象,新股首日破发比例约占三成。注册制下,新股破发问题愈发严重,新股大面积破发所带来的影响已逐渐显现出来,新股弃购比例逐步上升。

新股的大范围破发对我国股票市场的影响不断深入,该现象展现出我国在上市和 IPO 定价过程中存在一定不足。因此在新股破发潮的背景下,在面对市场参与者如何进行风险防控、保护自身利益,如何引导上市公司合理避免新股破发、维持市场可持续性稳定发展等问题时,对 IPO 破发现象的研究显得尤为重要。

基于以上背景,本文选取了在注册制规定下发行的未盈利企业翱捷科技公司为例。翱捷科技公司于 2022 年上半年在科创板上市,首日即跌破发行价格,且后期跌幅最为严重。对其 IPO 破发经过进行案例分析,分析其破发的原因及影响,为中小投资者、预上市公司等多方市场参与者提供对策、建议,以期在今后防范

破发风险，并维持股票市场可持续性稳定发展。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

由于我国股市在过去长期存在 IPO 高抑价发行现象，所以以往关于 IPO 首日收益的理论和实证研究基本围绕着 IPO 首日抑价现象进行分析，且相关研究多以核准制为背景，目前国内对 IPO 首日破发现象的研究相对较少。然而，注册制全面推行是大势所趋，是我国未来发展的方向所在。为完善相关研究，因此选取了注册制为研究背景，对此背景下发生的 IPO 破发问题进行研究。

本文选择翱捷科技公司作为案例企业，该公司应注册制发行新规得以上市，是 2022 年科创板上市公司中首日破发，且后期股价跌幅最为严重的新股，具有一定的代表性。对其破发影响、原因进行全面分析，为 IPO 破发研究的理论成果起到一定的补充作用，并对今后避免破发问题、降低破发影响提供思路，从而为注册制发行制度的完善提供理论依据。

### 1.2.2 现实意义

新股破发对上市公司和投资者将带来较大的负面影响。在上市公司视角上看，新股破发会使得上市公司融资额大打折扣，公司形象受损，股票近期看空，不利于后续公司股票增发及债券发行产生；在投资者方面，股票市场中有大量中小投资者参与新股申购，而这些投资者存在缺乏专业知识与投资经验不足等特点，更容易遭受破发造成的收益损失。长此以往，中小投资者将对新上市股票投资更加谨慎，甚至放弃“打新”，从而波及整个证券市场，进而导致未来新股上市融资愈发困难。基于以上因素，本文以翱捷科技上市 IPO 破发事件为例，寻找同行业上市公司作为可比公司，探究 IPO 定价的合理性，分析企业财务状况、经营风险以及外部环境影响，对新股破发的成因进行较为全面的研究。根据研究提出风险防范对策，从而帮助中小投资者识别股票价值，并为未来上市公司提供参考、降低破发风险。最终，为注册制新股发行提供一定的改进意见，以期望避免产生大规模的“上市即破发”，维护资本市场的长期健康发展。

## 1.3 文献综述

### 1.3.1 IPO 破发的不同观点

针对 IPO 破发,学界有着截然不同的两种观点。一部分学者对新股破发持有积极态度,认为新股破发正是市场化改革取得一定成果的体现,该现象表明了我国资本市场向更加和谐有序的方向发展。董登新(2011)提出新股破发的出现将会有利于抑制中小投资者在“打新”投资中的过度盲目。IPO 破发现象的出现将会使得网下询价机构在新股发行中逐渐恢复“理智”,不再肆意追捧,进而促使上市新股的发行市盈率与其内在价值相匹配,有利我国股票市场的可持续发展。海日(2019)认为 IPO 破发带来的负面影响是一时的,虽然在破发当日虽然一定程度上打击了投资者信心,但从长远来看这将对企业发展产生正向影响,并通过对小米集团 IPO 破发后股票持续回涨的现象来佐证他的观点。

而另一部分学者则对此持消极看法,认为出现大规模的新股破发是一种不正常的现象。并提出我国目前的 IPO 发行定价制度仍然不够完善,需要进一步提升,反对一些市场人士和专家学者将大面积破发视为股市走向成熟的标志。苑德军(2011)认为我国资本市场仍处于新兴加转轨的状态,新股大面积破发说明了中国股市尚未走向成熟,新股定价机制仍存在不合理之处,使得投资者的利益没有得到应有的保护。杨宇(2019)则针对养元饮品 IPO 破发事件展开研究,分析得出此次破发事件为养元饮品、相关投资者以及证券市场三方均产生不利影响,给上市公司形成了负面形象、降低了市场投资者的投资热情,且在破发事件后对同一时期内新上市公司 IPO 发行定价的合理性产生持续性影响,对整体市场造成一定损害。

### 1.3.2 IPO 破发原因的不同观点

在国内外文献中,针对 IPO 破发问题主要围绕其现象产生的影响因素相关研究居多,大部分观点认为 IPO 定价及投资者情绪是 IPO 破发的两大重要原因。根据现有文献,对各影响因素据此两方面进行分类综述。

#### (1) 发行政策方面

根据 Raian、Servaes（1997）、陈冬冬（2011）、郭旻蕙（2012）、王澍雨、杨洋（2017）等学者所著，综合其中观点来看，IPO 破发的主要原因在于市场尚不成熟，上市公司的 IPO 定价难以与其内在价值相匹配，IPO 发行价格不合理。过高的发行价格将难以得到投资者认同，导致相关投资需求下降，进而使得股票价格难以维持，更容易引发 IPO 破发。在刘强强和黄顺武（2016）的实证研究中表明，当投资者认识到相关上市公司 IPO 价格虚高，那么就有很大的概率会导致新股破发出现。从投资者的视角来看，在新股 IPO 的定价相对较高的时，则意味着其定价与企业内在价值难以匹配，很可能出现了价格泡沫。在这种情况下，投资者将会放弃购买新股，从而减少了相关股票的市场需求，进而使得股价下跌，甚至引发新股破发。

通过以上学者的研究，不难发现 IPO 定价的合理性对 IPO 破发有着重要影响。并在其他学者的深入研究下探寻出影响 IPO 定价合理性的因素。一方面，经学者研究发现政策对 IPO 定价合理性产生明显影响。周文浩（2011）从研究中指出我国在询价机制方面存在漏洞，从而产生了信息不对等，造成哄抬 IPO 定价的局面，其认为相关政策极大地影响了 IPO 定价的合理性。并通过于丽娜、胡波（2013）的相关实证研究发现在市盈率管制取消后 IPO 定价效率明显降低，证实了新股发行制度的改变确实影响到了 IPO 定价效率。赖黎、蓝春丹、秦明春（2022）在最新研究提出一系列政策改进措施以期望注册制推行过程中减少“炒新”“炒概念”“炒壳”等积弊，引导投资者回归理性，从而提高资本市场定价效率。

另一方面，承销商的决策选择对 IPO 定价合理性产生较大影响。经过 Lowry（2003）、谢汉昌（2013）和宋顺林（2019）等学者的相关研究，皆证实了承销商在 IPO 定价时会关注自身短期利益和对发行人的影响，呈现“利益趋同效应”，陆宇建、李美玲（2015）在研究中指出承销商在定价时会忽视长期利益和 IPO 定价对机构投资者的影响。为了能够获取较高的承销收益，承销商将会试图提高发行价格，进而引起 IPO 破发事件产生。承销商除去利益相关，其声誉也极大影响到了 IPO 估值定价，王睿、卿小权、曹超（2017）的研究证实了当承销商有较高声誉时，会对估值规模进行一定程度干涉，以维持自身企业形象。

此外，承销商可能会向机构投资者进行利益输送，进而影响 IPO 价格，最终从中获取收益。国外学者 Sherman（2004）、Binay、Gatchev（2007）发现承销

商可能存在对机构投资者承诺利益补偿的行为,让机构投资者配合其抬高报价范围,从而提高 IPO 价格,导致 IPO 破发现象产生。彭文平(2013)、吴华锋(2014)提出询价机制中机构投资者对承销商的制衡力量有所缺失,“高价者优先、同比例配售”的原则使得机构投资者有推高发行价的冲动。这促使承销商有了与机构投资者利益上的一致性,承销商为了帮助企业得到高发行价,使自身获得更高佣金,会给予某些机构投资者 IPO 分配上的优待,从而产生勾结。之后,张晓东(2020)研究表明在市盈率管制的情况下,二级市场佣金对 IPO 配售的公平性产生负面影响,进一步佐证了承销商对 IPO 定价的影响。

## (2) 投资者情绪方面

根据国内外研究,众多学者认为投资者情绪也是导致 IPO 破发的重要原因之一。F.Comelli(2003)认为 IPO 是否破发主要取决于投资者情绪,张维和翟晓鹏(2013)十分认同这一观点,并将投资者情绪进行进一步细分研究,分析市场整体、机构投资者与个人投资者情绪对 IPO 价格的影响。此后,叶莉、应秀杰和王峥(2014)在前人研究基础上加以补充,其研究证实投资者情绪也可以通过影响承销商声誉间接作用于承销商定价决策。陈鹏程与周孝华(2016)从理论与实证两个角度对 IPO 破发事件进行分析,其结果表明机构投资者的内幕消息并不会对 IPO 破发产生明显影响, IPO 破发更多受到个人投资者情绪影响,当个人投资者的情绪悲观,则 IPO 破发则愈有可能发生。史金艳、李笑冲、李延喜(2018)研究结果也表明了投资者情绪通过上市前和上市后两个不同阶段对 IPO 首日收益产生显著影响,承销商声誉机制的建立则有助于降低投资者情绪产生的非理智行为对 IPO 市场定价效率的负面影响。

根据以上学者分析,投资者情绪极大程度影响了新上市公司 IPO 首日收益。而投资者情绪又受到多方面信息的影响,根据其他学者的相关分析研究,大致可将研究结果分为以下三个方面:

### ① 股票市场环境

投资者易受到市场投资环境的影响到自身投资情绪。Dunbar(1998)、王澍雨、杨洋(2017)认为 IPO 破发的原因主要是由股市整体环境的表现和投资者对股市的投资情绪两个因素所造成的,而股市整体环境的表现又会对投资者的投资心态产生影响。当股市的整体环境呈现上涨态势,投资者投资情绪更加主动,此

时他们愿意参加新股投资，市场需求量大，股价后期得以升高；在股市整体环境呈现下跌态势，投资者投资情绪低落，使其减少甚至放弃申购新股，这将会进一步导致近期上市的新股缺乏资金支撑，难以达到募集资金的目标，并存在更高的破发机率。

### ②公司内部因素

公司的业绩情况会对投资者情绪产生较大影响。Allen、Franklin、Gerald R (1989)、郭潇潇和彭韶兵(2012)等学者通过理论研究认为公司业绩对新股定价及新股破发存在显著影响，业绩表现优异的公司愿意选择低价发行从而向投资者发送利好信号，业绩表现不佳的公司更愿意选择高价发行，而投资者通常十分重视公司经营业绩。因此公司的业绩越好，其破发的概率越小；反之，则破发概率越高。陈冬冬(2011)、郁晨(2014)分别运用实证分析，对此观点加以证实。

公司业绩影响到了 IPO 定价，为了提高 IPO 定价部分上市公司存在粉饰公司业绩的行为。Nagata K 和 Hachiya T (2017) 研究认为为了吸引投资者的关注，企业可能通过盈余管理来美化财务指标，从而加剧投资者与上市公司两者之间的信息不对称，进而导致对 IPO 定价效率低下。王冬梅和李光勤(2022)在最新研究中证实了这一观点，并表明部分企业存在掩盖自身商业信用风险，使其影响到投资者决策的现象，这一行为对 IPO 定价效率产生负面影响。

Gounopoulos Dimitrios (2021) 则在公司业绩影响之外，发现了另一方面公司内部因素对 IPO 定价的影响。其研究认为董事会成员与 IPO 定价有一定关联，并发现董事会中尤其是 CEO 和创始人的能力，会影响 IPO 定价效率和上市公司的后续表现，优秀的董事会成员会使投资者对公司未来发展更加乐观，更容易赢得投资者的信赖。反之，则会失去投资者信任，从而引起 IPO 破发。

### ③媒体舆论

国外学者 Tetlock(2008)、Gurun 和 Butler (2012) 等研究表明，在体制不完善的资本市场，媒体报道不会带来更多有价值的信息，但是大量的媒体报道会改变投资者的情绪，从而促使投资者产生不合理的交易行为，进而对股价产生影响。

国内学者在此方面和国外学者有着与之相似的观点，但彼此间观点不尽相同。权小锋、尹洪英和吴红军(2015)利用实证分析证实了我国创业板资本市场初期，媒体报道更加偏向鼓动投资者情绪，发挥“情绪功能”，并没能及时为投资者提

供信息，发挥出“信息功能”的作用。赵泽润（2021）以我国 A 股市场所有 IPO 公司为研究样本，选取权威性和专业性较高的媒体作为数据来源进行研究。其研究再次证实了个人投资者深受媒体语气影响，从而使得在媒体语气影响 IPO 定价的过程中发挥较为显著的中介效应，进而影响股票价格。

熊艳和杨晶（2017）认为媒体起到了信息功能的作用，提供了额外的价值信息，但仅止步于提供业绩甄别与信息传导的功效，做到了为投资者提供价值信息，从而影响投资者情绪，进而影响投资者行为的作用。媒体报道未产生实质的治理功效，媒体负面报道并不能有助于减轻 IPO 财务包装程度。

### 1.3.3 IPO 破发影响的不同观点

对于 IPO 破发影响，根据现有学者的相关研究，IPO 破发主要针对公司、承销商、投资者三方市场参与者产生了不良影响。

#### （1）对投资者的影响

IPO 破发会对投资者的心理和投资策略产生影响，甚至对整体市场产生负面影响。谢汉昌和何瑞卿（2017）认为 IPO 破发将使投资者的投资心态产生负面影响，进而对破发股的信息更加敏感，易做出过度反应。受此反应影响，投资者对破发新股持有悲观情绪，若后续有不利信息传出，随后会选择抛售破发新股，希望能够及时止损，并将风险转嫁给不知情交易者或风险偏好者。

罗培新，张逸凡（2020）分析表明我国的股票市场的参与者主要以中小投资者为主，而与机构投资者相比，中小投资者具有专业程度低、信息收集能力弱的特点，在市场上处于弱势地位。在信息不对称问题的影响下，中小投资者容易盲目决策。不仅会造成自己的损失，还可能进一步对市场产生不良影响，干扰正常的市场秩序。

#### （2）对公司的影响

绝大部分学者均认为 IPO 破发将会对公司造成不良影响，但在影响力的问题上，学界看法并不一致。有学者认为破发对公司的影响是有限的。海日（2019）对小米公司首次公开募股失败的案例进行剖析，并对发行失败影响和原因进行了详细的分析，其认为虽然在破发事件对相关投资者情绪造成一定程度的打击，但此次事件将有助于小米公司接下来稳定发展，IPO 破发带来的负面影响是有限的。

而部分学者则持相反态度,认为新股破发极大地影响了公司短期发展。王睿、曹超、常盼盼(2017)的研究数据显示新股破发企业上市后三年间的经营状况并不理想,低价发行并发生首日破发的股票在上市后的两年间经营状况表现则更不尽如人意,这一研究结果为此观点提供了较为强有力的依据。

### (3) 对承销商的影响

新股上市首日的破发现象将导致投资者对新股承销商的认可度下降,林雨晨和林洪(2014)的研究表明 IPO 破发后将产生承销商声誉的破发补偿效应,为了恢复承销商声誉、提高投资者对承销商的认可度,会显著降低该承销商随后所承销新股的 IPO 破发率。这一效应的产生证实了破发现象会对承销商产生不利影响。

## 1.3.4 国内外研究述评

通过以上国内外学者关于 IPO 破发的相关文献的梳理,主要得出以下结论:

第一,根据对现有文献的整理归纳可以看出,IPO 破发现象的产生是受众多因素共同影响下所导致的。当前国内外学者主要从 IPO 定价、投资者情绪两大方面对 IPO 破发的原因展开研究。在 IPO 定价方面,相关政策的制定、发行以及承销商为获取更多利益而采取的一系列行为将会影响到 IPO 定价的合理性。而在投资者情绪方面,其主要受到股票市场波动、上市公司经营状况,以及媒体舆论的影响。由此分析可知,当发行价格不合理,或是投资者情绪低落时更容易发生破发现象。

第二,现有文献表明,IPO 破发事件将引发一系列负面效应,对多方面资本市场的参与主体造成一定的冲击。首先,IPO 破发、股票价格下跌使得相关投资者遭受财产损失。其次,IPO 破发事件会对相关企业的股价产生一定的持续作用,其股价往往会在一定时间内连续出现下降趋势。最后,IPO 破发将对承销商声誉产生负面影响,投资者会对相关承销商怀有戒备,不利于未来承销商业务的开展。而以上影响将会共同作用于证券市场,大规模 IPO 破发将使得证券市场难以维持良好的可持续发展,从而影响证券市场发挥其资源配置功能。

从目前搜集到的相关文献资料来看,不难看出新股破发现象自 2010 年大规模出现以来,相关问题开始引起了国内学者们的关注。但对于 IPO 首日收益而言,众多学者仍聚焦于对 IPO 抑价的研究,IPO 破发主要研究成果多为对此现象发生

的观点与原因分析上,有关破发现象的研究成果目前相对较少。其次,在搜集文献的过程中,不难发现我国 IPO 破发相关研究多以核准制为背景,而对于注册制下 IPO 破发的相关研究则相对缺乏,这给本文提供了一定研究空间和研究价值。因此,本文计划加入注册制政策与 IPO 破发的联系,进一步对 IPO 破发相关问题进行拓展及研究。

## 1.4 研究方法、内容与框架

### 1.4.1 研究方法

本文主要采用的研究方法为案例分析法。案例分析法是指以现实中发生的、具有代表性的典型事件作为研究对象,对其进行多方面的研究分析。本文主要针对翱捷科技 IPO 破发进行案例研究,探究其产生的影响,分析翱捷科技破发的原因,并为未来在投资者、预上市公司等视角提出相应对策,以期未来避免新股大面积破发,降低新股破发所带来的负面影响。

### 1.4.2 研究内容

本文研究主要分为七个部分。第一部分为绪论。此部分主要针对研究背景和研究意义进行介绍,并对中外学者对 IPO 破发的不同观点、IPO 破发原因及影响的相关文献进行梳理、述评,同时明确文章的研究内容及研究方法。

第二部分为相关概念与理论基础。此部分介绍有关注册制、IPO 和 IPO 破发界定的相关概念,并对本文所涉及的相关理论进行梳理阐述。

第三部分为我国注册制下 IPO 发行及破发现状介绍。此部分主要针对我国注册制下 IPO 定价制度进行介绍,并与以往 IPO 定价制度进行对比。除此之外,对我国目前注册制下 IPO 破发现状加以叙述,为下文分析制度与背景对 IPO 定价的影响做铺垫。

第四部分为案例介绍。其内容主要围绕翱捷科技公司的公司简介、IPO 发行过程及 IPO 破发状况进行较为详细的介绍,从而起到承上启下的作用。

第五部分为 IPO 破发影响与破发原因分析。主要分析市场中所受到的翱捷科技 IPO 破发影响,并结合翱捷科技公司相关资料与财务信息,从企业外部环境和

内部影响两个方面进行研究探讨，探寻其 IPO 破发产生原因，为下文针对未来 IPO 破发风险防范的建议与对策提供方向。

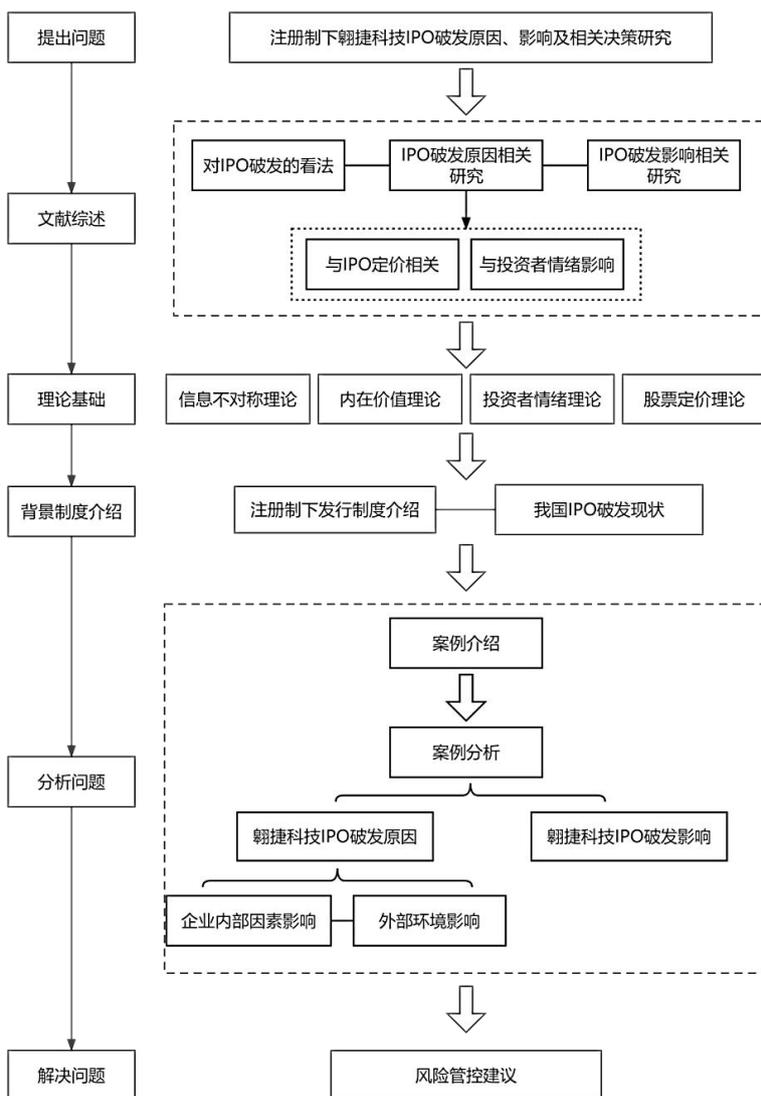
第六部分为建议与对策。基于 IPO 破发原因中所发现的问题为各方市场参与者提出未来 IPO 破发风险防范建议，并为发行制度的改进提供建议，以期望未来避免破发事件大规模产生，降低 IPO 破发对于市场的不利影响。

第七部分为研究结论和展望。对所研究内容进行归纳、总结，就今后相关研究的发展趋势和方向作出展望。

### 1.4.1 研究框架

本文研究框架如下图所示：

图 1.1 研究技术路线图



## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 注册制

注册制是一种公司发行证券上市的制度。注册制是指发行人在准备发行证券时，应按照法律规定将所需要的企业资料在确保其完整、准确、真实的状况下进行公开并向证券主管部门呈报、申请注册，以进行形式审查。预上市公司提交申报文件后，若证券主管部门在规定时间内未提出任何反对意见，其注册申请将会予以通过。我国现行的注册制和审批制、核准制有着本质上的不同。其中，最大的区别在于注册制下审查机关不再将发行人营业性质、财务状况与发展前景、发行数量与价格等实质条件作为发行审核内容。投资者将对预上市公司进行价值判断，相应的投资风险也转移至投资者身上。公司为上市融资所需要花费的时间和精力有所减少，注册制下相关制度的实施有效加快了公司的上市进度。

#### 2.1.2 IPO 破发

IPO（initial public offerings）即首次公开募股。其意是指企业通过与中介机构的协同合作，使企业在证券市场中首次面向众多投资者公开发行股票，经过一系列发行流程，进而让企业在此之后能够从股票市场获取融资的行为。

破发是在股票市场中所发生的一种现象，其中“破”意味着跌落、跌破，“发”则是指的股票发行价格，因此破发是指股票在发行后其股价下跌并低于初始发行价格的现象。

IPO 破发也被称作新股破发，IPO 破发为破发现象添加了时间范围上的限制。但在时间限制方面，学术界存在着两种观点：部分学者认为 IPO 破发是指在股票正式开盘上市的当天便跌破其发行价格。而其他学者的观点则是在股票发行后的一段时间内，一般认为是上市首月（20 个交易日）内股价跌破发行价格即为 IPO 破发。在本文研究中，主要采用第一种观点，即 IPO 破发是指股票发行后首日便跌破初始发行价格的现象。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 信息不对称理论

信息不对称是指在信息传递过程中，传递者与接受者之间存在信息失衡，双方信息不对等的现象。这种失衡现象既有信息内容方面的影响，也有信息获取速度方面的影响。在我国的证券交易中，在信息披露时存在信息不对称现象。公司的大股东以及公司高层更容易获取信息，他们在信息披露的过程中具有较大权力，可以选择推迟、延后信息披露甚至是部分披露，从而在市场上展现出对企业自身有利的信息，进而从中谋利。而投资者则是处在信息获得的不利位置，他们难以获取到充足的信息，这将会对使得投资者对相关公司及市场做出或滞后或错误的判断。作为一个外部投资者，他们只有通过公司所披露的消息才能对其状况产生认知。因此，如果公司相关人员不愿对外透露自己的内部消息，那么相关投资者只能依靠自身经验做出判断。在这种情况下会出现部分优秀投资项目被投资者严重低估、难受重视，前景较差甚至是披露虚假信息的投资项目则反而可能受到投资者的追捧，进而导致市场失衡。

在股票市场中，专业机构和掌握内幕消息的人士与广大投资者之间的信息不对称极易造成不公平交易、不公平竞争，扰乱当前资本市场，这对股票市场的长期健康发展是十分不利的。目前我国的市场条件下，信息在股票市场中将极大影响到投资者的收益，当投资者拥有了及时、准确的信息，将帮助其做出正确的买卖操作，从而使得自身获得较高收益。而个人投资者在信息获得能力与获得速度对比上市公司与机构投资者有着一定差距，存在严重的信息不对等现象。这也导致投资者在股票市场中处于弱势地位，从而使得投资者做出滞后或是不利于自身的买卖操作，造成自身经济利益受损。

### 2.2.2 内在价值理论

内在价值理论是一种定价理论，该理论认为股票有其内在价值，这一内在价值决定了股价。在现实证券市场中，股票价格会受到多种事件影响，有些可能是突发性事件影响，有些可能是投资者的非理性投资行为影响，而这些事件将会导

致股票价格随之产生波动。但是在内在价值理论的观点下，其股价只会进行短期波动，从长远的目光看，股票价格最终会回归平稳并如实反映上市公司的内在价值。本文利用内在价值理论从企业自身价值的角度来分析其对上市公司股票价格的影响。

公司内在价值也会对公司 IPO 发行的价格造成相应影响。当新上市公司盈利能力较为稳定、发展前景十分理想、核心竞争力在同行业企业较为出众时，其会受到投资者的青睐，IPO 价格也会随之提高。所以可以根据上市公司的盈利情况、发展状况等信息对其内在价值进行评定、估值，进而可以对新股定价的合理性进行判断。当投资者认为其内在价值高于股票发行价格时，则会选择投资该股票，股票需求随之上升，需求大于供给，股价也随之抬升。反之，需求减少，新股破发的概率也随之提高。因此，翱捷科技盈利能力和发展能力展现出了其内在价值，而内在价值会对翱捷科技股价产生相应影响。对翱捷科技的内在价值进行分析，将有利于判断其新股定价的合理性。

### 2.2.3 投资者情绪理论

投资者情绪主要反映了市场中投资者的投资意愿或预期，而这些意愿或预期使得股票价格和企业基本价值难以对等，这是投资者非理性投资的体现。从投资者情绪理论角度分析，不同的投资者对股价的估值有着较大差别，其中股价的高低取决于最乐观的投资者。因此股票价格的最终确定还会受到投资者情绪的影响。

投资者情绪主要受两个方面影响，一方面整体市场信息会对投资者的投机性情绪产生影响，其主要受到市场信息的影响，产生相应的乐观或悲观情绪；另一方面投资者情绪极大程度上受到公司的运营发展及盈利情况所左右，根据公司业绩情况展现出相应情绪。随着股市呈上行之势，投资者心态将会更加积极。此时投资者将会对公司的正面消息更加敏感，负面消息的影响则会削弱。当投资者对未来整体市场发展以及相关上市企业的经营发展较为乐观，相信股市会持续呈现上涨态势时，将有更多的股民与资金进入股市中，大量资金与需求的涌入见过促使股价再次上涨，从而再次加强投资者的乐观情绪。而当股市呈下行态势，而当股市呈下行态势，投资者心态将会发生转变。此时投资者将会对公司的负面消息更加敏感，正面消息的影响则会削弱。当投资者对未来整体市场发展以及相关上

市企业的经营发展较为悲观，惹味股市会延续跌落态势时，相关投资者则会选择放弃投资或减持股票，需求量的减少将会导致股价再次下跌，从而使投资者情绪愈发悲观，市场进入恶性循环之中。

## 2.2.4 股票定价理论

新股发行定价的确立是根据发行公司、承销商与投资者多方共同作用下所形成的。在发行价格确立的整个流程中，发行公司扮演着较为关键的角色，其行为对发行定价效率有明显的影响。新股发行定价将会为公司企业形象产生一定影响，其融资结果将影响到管理者决策，进而决定了公司未来的发展方向；对承销商而言，其所获取的承销收益会受到发行价格的极大影响，确保以与企业内在价值所匹配的价格发行将有助于减少破发风险；站在一个投资者的角度上，除了相关公司要拥有良好发展前景与稳定的盈利能力外，其发行价格的合理与否也是其要考量的重要方面之一，若发行价格超出了投资者对新上市公司未来发展的预期，则会放弃申购新股。

发行价格的高低将对各方市场参与者产生明显影响。过低的发行定价会损害上市公司的利益，使公司的融资结果低于预期，影响公司后续的经营发展。但是过高的发行价格同样有害，一方面，会使得市场上个人投资者新股申购的热情降低，新股破发概率加大，不利公司后续在证券市场上的发展。另一方面，承销商将要承担较高的承销和包销风险。为了更好地判断发行价格的定价效率，则可以运用一些估值方法，以下是涉及定价的几种常用估值方法：

### （1）绝对估值法

绝对估值法是一种现金流贴现定价模型估值法。公司未来可获得的现金流及适当的贴现率是现金流贴现模型的重要计算依据。绝对估值法主要运用一定的贴现率将公司未来经营期间的现金流量进行贴现，以此评估相关企业内在价值。根据对现金流的不同应用，其定价模型又分为股利贴现模型和自由现金流贴现模型。

#### ①股利贴现模型

股利贴现模型（Dividend Discount Model, DDM）是通过公司未来发放的股利之和进行折现计算来评估公司当前股票公允价值的一种定量分析方法。股利贴现模型的基本公式为：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^t}{(1+k)^t}$$

其中：V 为每股股票的内在价值；D 每股股票股利的期望值；k 是股票的期望收益率或贴现率；t 表示预测期年数。公式表明，股票的内在价值是其逐年期望股利的现值之和。

股利贴现模型适用于分红多且稳定、处于非周期性行业的公司。其应用的前提是项目或企业经营持续稳定、未来现金流可以预测。对于分红很少、企业经营不稳定或处于周期性行业的公司并不适用。

### ②自由现金流贴现模型

自由现金流贴现模型（Discounted Cash Flow, DCF）是以股权投资人可获得的现金流为基础对公司估值，而现金流是公司经营效益的体现。自由现金流贴现模型的基本公式为：

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中：EV 表示公司的内在价值；FCF 表示未来某一年的自由现金流；WACC 表示加权资本成本；t 表示预测期年数。

自由现金流贴现模型要求企业持续稳定的经营和盈利适用于那些现金流可预测度较高的行业，如公用事业、电信等。但对于现金流波动频繁、不稳定的行业如科技行业，此方法估值的准确性和可信度就会降低。除此之外，此方法参数比较多，增长率与贴现率夹杂了主观的因素，对于未来市场环境的变化，如政策、技术替代、利率等等一系列的风险因素并未考虑，具有一定局限性。

### （2）相对估值法

相对估值法也称可比公司法，是公司估值方法的一种。应用方法是通过将目标公司与同行业可比上市公司选取具体指标进行对比，根据可比公司计算出符合该行业企业现状的指标值，进而可用来据此估算目标企业符合其市场价值的股价。而相对估值法的关键在于通过与其他同类公司的指标进行比较来确定目前股价水平的高低。在使用该类分析法进行股票估值时，较为常用的相对估值法为市盈率估值法、市净率估值法、市销率估值法，其主要区别在于选用指标的不同。

#### ①市盈率估值法

市盈率估值法主要引用每股价格和每股净收益作为反映出公司价值与盈利水平关系的重要指标。可以通过参考公司的市盈率来确定目标公司的价值，由于市盈率估值法运用较为容易，其在市场中获得了广泛运用，通常用市盈率作为确定相关公司在证券市场价值的重要参考数据。计算方法如下所示：

$$\text{市盈率 (P/E)} = \text{每股股价} \div \text{每股净收益}$$

在证券市场上，市盈率是一个进行投资决策的重要指标。上市公司的市盈率偏高，说明相关投资者对企业发展前景看好；当上市公司的市盈率偏低时，说明相关投资者对企业的发展前景持悲观态度。但是其更多的是展现出投资者对于公司的看法，因此过高与过低的市盈率都预示着相关公司具有较高投资风险。此方法主要适用于对盈利稳定的行业估值，比如医药消费、食品饮料、家用电器、农林牧渔等行业。对于每股收益为负的企业、周期性较强的企业并不适用。

### ②市净率估值法

市净率指的是每股股价与每股净资产的比率，当同行业企业市盈率相近时，此时可以引入市净率来帮助估算相关企业价值。计算方法如下所示：

$$\text{市净率 (P/BV)} = \text{每股股价} \div \text{每股净资产}$$

一般来说市场投资者认为市净率较低的股票，投资价值较高，相反，则投资价值较低。该方法主要适用于每股收益值为负数且变化幅度较大的情况。因此，在具体应用市净率估值法时，主要面向无形资产对其收入、现金流量和价值创造起到关键作用的企业，例如：银行业、房地产业和投资公司等。这些行业都有一个共同特点，即虽然企业运作着大规模的资产且账面价值相对较为稳定，但其利润额比较低。

### ③市销率估值法

市销率估值法将销售收入作为分析企业价值的关键指标，在相同市值下销售收入越高则企业价值越大，因此可以通过参考公司的市销率来确定目标企业的价值。计算方法如下所示：

$$\text{市销率 (P/S)} = \text{每股股价} \div \text{每股销售额}$$

市销率估值法可以有效地评估尚未实现盈利或遭遇暂时挫折的成长型公司。例如，如果一家公司还没有实现盈利，投资者可以通过市销率来判断该公司股票是否被低估或高估。市销率估值法对比其他方法具有以下优势：与其他方法所采

用的指标，销售收入数据最为稳定；其次销售收入不容易进行控制，其准确性有所保证，能反映出企业的实际情况；其方法适用于未盈利公司，在利润为负时不会出现计算结果无意义的现象，因此其估值方法在未盈利上市公司间得以广泛运用。

## 3 注册制下 IPO 政策特点及破发现状

### 3.1 注册制下 IPO 政策特点

我国当代股票交易市场制度创立于 1990 年，发展时间并不长。在这短短几十年间，我国经济得以持续快速发展、证券市场交易活动愈发活跃，股票发行制度经历了从审批制、核准制到注册制的演变历程。与之前所实施的核准制相比，我国所施行的注册制拥有以下特点：

注册制下上市条件和审核标准更加宽松。相比较核准制，注册制的条件会更加宽泛，根据板块定位和科创企业特点，注册制允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市，允许符合相关要求的特殊股权结构企业和红筹企业在科创板上市。

注册制下发行审核机构监管减少。根据监管要求，注册制只要求公司提供的资料是真实有效，公司治理运营监管机构无需过多干涉，而是由市场去检验判断。但是核准制不仅要求提供真实有效资料，而且对公司现实营运等方面监管机构也会管辖，要达到相关规章制度的标准才能上市。

注册制下 IPO 定价更市场化。注册制之下的新股发行节奏，规模，价格等等通过市场化来决定，发行价格高低既要符合市场规律，又要考量中介机构的发掘，研判能力，发行市场一般由机构投资者参与主体询价、定价、配售机制等。而核准制股票发行价格空间比较窄，市场机构研判、参与主体少，主要由发行人和承销的证券公司协定。

在注册制实施后，我国不断对其制度加以修订、完善。在 IPO 发行方面最近极为重大的一次修订在 2021 年 9 月 18 日，上交所和深交所分别发布了新修订的《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》《上海证券交易所科创板发行与承销规则适用指引第 1 号——首次公开发行股票》和《创业板首次公开发行股票发行与承销业务实施细则》，其内容主要围绕注册制下新股发行询价问题展开修订，因此也在市场上被称为“询价新规”。高价剔除比例从不低于 10% 调整为不超过 3%，并取消突破“四值孰低”定价时需推迟发行并说明差异的相关要求，同时为打击抱团报价现象，不得协商报价，不得在询价活动中进行合谋报价、利益输送等行为。询价新规的颁布使得注册制下新股定价限制愈发宽松，定价朝

向市场化更进一步。

## 3.2 注册制下 IPO 破发现状

### 3.2.1 IPO 破发背景

在 2021 年底，新股破发逐渐显露之前，注册制下科创板和创业板 IPO 定价普遍较低。2021 年 9 月之前，科创板及创业板募资金额逐步降低。科创板首月开板时的单家公司平均募资额为 10.78 亿元，到 2021 年 9 月下滑至 7.99 亿元；创业板首月实施注册制时的单家公司平均募资额为 9.75 亿元，到 2021 年 9 月下滑至 2.8 亿元。募资额不断减少，相应的未募足的公司数量占比在不断攀升。2019 年 7 月份科创板未募足公司数量占当月上市公司总数比例为 16%，到 2021 年 9 月份此数据攀升至 60%；2020 年 8 月创业板未募足公司数量占当月上市公司总数比例为 17%，到 2021 年 9 月上涨至 68%。在估值定价方面，科创板当月平均发行市盈率自开板首月的 46.15 倍降低至 2021 年 9 月的 23.84 倍，创业板当月平均发行市盈率自注册制实施首月的 37.91 倍降低至 2021 年 9 月的 16.38 倍。

募资和估值持续走低、部分机构投资者“抱团”打压股价、新上市企业募资不足等现象严重影响到了资本市场的长期健康发展。为解决这一问题，2021 年 9 月 18 日上交所和深交所发布了一系列的询价新规，新规将询价高价剔除比例从不低于 10% 调整为不超过 3%，并取消突破“四值孰低”定价时需推迟发行并说明差异的相关要求。规定一经改变，使得各机构投资者为确保自身能够入围只能报出较高价格。这些政策的制定确实有效地解决了之前出现的问题，从 2021 年 10 月份起，科创板和创业板的每月单家公司平均募资额以及发行市盈率获得明显提升，2022 年 4 月科创板单家公司平均募资额提高至 20.83 亿元，当月平均发行市盈率提升至 39.59 倍，未募足上市公司数量占比降低至 20%；创业板单家公司平均募资额提高至 9.26 亿元，当月平均发行市盈率提升至 45.10 倍，未募足上市公司数量占比降低至 8.33%。

这一系列政策的实施不仅给市场带来了正面作用，还产生了一定的负面影响。在此之后，科创板及创业板下的新股发行“三高”现象愈发普遍，IPO 市场开始呈现出高募资额、高估值、超募常态化的特征，随后 IPO 破发现象开始频出。

### 3.2.2 IPO 破发现状

自询价新规发布以来，IPO 破发现象逐渐频出。因此将询价新规发布后作为初始时间点，2021 年 10 月初至 2022 年 4 月底这半年间为首轮破发潮，新股破发问题在此期间愈发严重。在首轮破发潮的时间段内，A 股市场共有 248 只新股陆续上市，52 只新股出现 IPO 破发，IPO 破发率达到 20.97%。股市各板块市场新股发行及 IPO 破发状况如下表所示：

表 3.1 首轮破发潮期间破发新股板块分布

上市板块	新股发行数量	首日破发数量	IPO 破发率
主板	39	0	0.00%
创业板	106	17	16.04%
科创板	79	35	44.30%
北证	24	0	0.00%
总计	248	52	20.97%

数据来源：Wind 数据库

根据表 3.1 中信息所示，不难发现此阶段新股破发主要出现在注册制下的科创板与创业板，主板与北证均未出现新股破发现象。在首轮新股破发潮中，注册制下共发行 209 只新股，其 IPO 破发率达到 23.21%。这种状况显现出制度的不同对 IPO 破发的产生具有一定影响。这期间，创业板 IPO 破发率达到 16.04%，科创板 IPO 破发率更是高达 44.30%。

自首轮新股破发潮达到高峰后，2022 年 5 月投资者报价、申购愈发谨慎，上市新股平均发行市盈率有所下降，当月注册制新股并未发生 IPO 破发。在 5 月份二级市场开始企稳回升后，投资者在上市新股中获取了较高利益，这又再次激发了投资者的“打新”热情。此后 6、7 月份新股平均市盈率又开始逐月上升，7 月份注册制新股再次出现新股破发现象，第二轮新股破发潮开始。在 9 月份，第二轮新股破发潮达到顶峰，期间有 50 只新股上市，20 只新股发生 IPO 破发，破发新股均为注册制下发行公司。其后 IPO 破发现象仍持续出现。

针对 IPO 破发股票研究，可发现其主要呈现以下特点：首先，新股破发主要发生在科创板与创业板。其次，新股破发公司普遍出现“三高”现象，即高估值、高股价、高超募，“三高”现象的出现为之后 IPO 破发埋下伏笔。最后，未盈利

企业与盈利企业相比有更高的破发概率，且后期跌幅较为严重。

## 4 翱捷科技 IPO 破发情况介绍

### 4.1 翱捷科技简介

翱捷科技股份有限公司成立于 2015 年 4 月，总部位于上海张江高科技园区，注册资本为 3.75 亿美元。公司在美国、韩国、香港、北京、大连、成都、合肥、深圳多地建立了分支机构，全球拥有近 800 名员工。翱捷科技是一家平台型芯片企业，其公司主要从事无线通信领域的芯片设计与制造。翱捷科技从成立一直致力于无线通讯芯片的研究与设计，同时拥有全制式蜂窝基带芯片及多协议非蜂窝物联网芯片开发和生产能力，并可以为客户提供超大规模高速 SoC 芯片定制，以及专业的半导体 IP 授权服务。翱捷科技是国内极少数掌握全制式蜂窝基带芯片设计及生产能力的企业，也是国内拥有一定竞争力的非蜂窝物联网芯片提供商。

目前翱捷科技处于发展阶段，公司自成立以来，先后并购了韩国 Alphean、江苏智多芯、Marvell 基带芯片、智擎信息等多家企业与研发团队，如今已实现从技术到团队的全面整合，并持续加大研发投入，以期在“5G+AI”芯片设计领域获取成就。但集成电路设计行业是典型的技术密集型、资金密集型行业，翱捷科技研发投入的资金量巨大，且其目前仍属于尚未盈利企业，公司资金状况仍面临着较大压力。

### 4.2 翱捷科技 IPO 发行过程

新股发行流程较为复杂，在进行新股的上市过程中，公司要进行许多的前期工作，这些工作都会牵扯到大量的专业化知识，还必须对现有的制度规定以及公司的运营情况有着清晰的认知。除此之外，我国公司上市采用的是保荐制度，公司需要经保荐机构推荐，证监会审核后才能上市。因此，在进行新股上市之前，通常会挑选一家有经验有实力的中介机构来帮助企业完成公司上市。翱捷科技选择了海通证券股份有限公司（简称：海通证券）作为此次 IPO 发行的保荐人与主承销商。海通证券作为保荐人，将服务于翱捷科技整个上市过程，敦促资讯披露；作为承销商，则协助公开发行业务，帮助上市公司完成股票销售。

2021 年 12 月 14 日中国证监会发布了同意翱捷科技股份有限公司首次公开

发行股票注册的批复。翱捷科技于 2021 年 12 月 24 日发布《首次公开发行股票并在科创板上市发行安排及初步询价公告》以及《招股意向书》，标志着 IPO 发行工作正式开始向公众宣传。2021 年 12 月 27 日，翱捷科技在网下开展路演活动，在发行前针对可能的投资者开始进行巡回推介活动。2021 年 12 月 29 日为初步询价日，此次发行的定价方式是通过向符合条件的投资者进行初步询价直接确定发行价格，不再进行累计投标询价。翱捷科技和海通证券承诺将综合考虑剔除最高报价部分后的初步询价数据、公司盈利能力、未来成长性及可比公司市盈率等因素做出定价决定，并于 2021 年 12 月 30 日确定发行价格、有效报价投资者及其可申购股数。2022 年 1 月 4 日开始申购程序，2022 年 1 月 7 日海通证券将根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额。2022 年 1 月 10 日，翱捷科技刊登了《发行结果公告》及《招股说明书》，标志着此次 IPO 发行得以结束。具体发行情况如下表所示：

表 4.1 翱捷科技具体发行情况

股票名称：翱捷科技
股票代码：688220
保荐人：海通证券股份有限公司
发行数量：4,183.0089 万股
发行价格：164.54 元/股
每股面值：人民币 1.00 元
发行市销率：63.67 倍（本次发行股份全部为新股，不安排老股转让）
发行市净率：8.74 倍（按照每股发行价格除以本次发行后每股净资产）
募集资金总额：688,272.28 万元
募集资金净额：654,603.74 万元
发行费用合计：33,668.54 万元
发行后每股净资产：18.83 元
发行后每股收益：-5.56 元
承销方式：余额包销
每股发行费用：8.05 元

此次翱捷科技共发行股票数量 41,830,089 股。其中，最终战略配售数量为 6,283,713 股，占本次发行数量 15.02%。网下最终发行数量为 25,298,876 股，其中网下投资者缴款认购 25,298,876 股，放弃认购数量为 0 股；网上最终发行数量为 10,247,500 股，其中网上投资者缴款认购 9,180,993 股，放弃认购数量为 1,066,507 股。网上投资者弃购比例达到 10.41%，弃购股数约占总体发行股数的 4.22%。此次发行中网上、网下投资者放弃认购股数将全部由主承销商海通证券包销。

### 4.3 翱捷科技 IPO 破发状况

翱捷科技本次发行后总股本高达 4.18 亿股，发行股票共计 4183 万股。翱捷科技这一次的高股价发行和极高的总股本数展现出其股价需要庞大的资金支撑，这也为翱捷科技带来了一定市场风险。若在未来股票市场降低对其资金的支持，那么它的股价将会在很长一段时期内处于低迷状态。

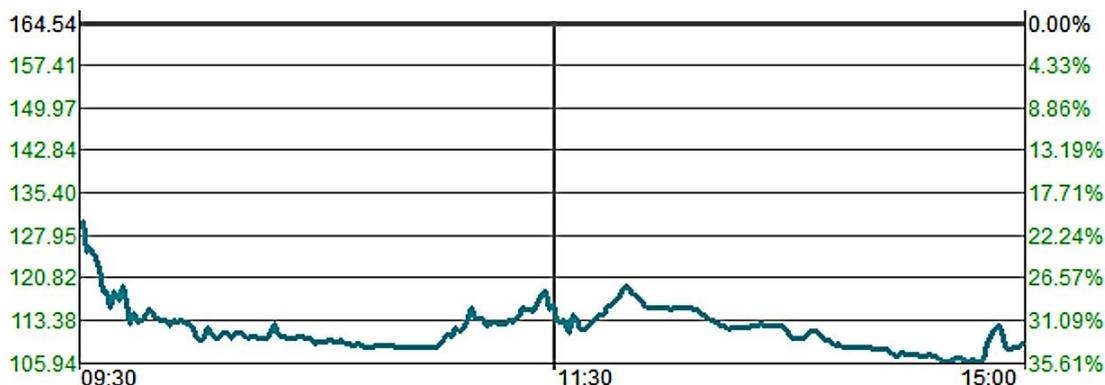


图 4.1 翱捷科技开盘首日股价走势

2022 年 1 月 14 日，翱捷科技在上海证券交易所科创板正式登录。如图 4.1 所示，翱捷科技在科创板于 9 点 30 分正式开盘，开盘价格仅为 130 元，开盘便已跌破发行价格。在此之后，翱捷科技股价不断下跌，盘中曾一度跌至 105.88 元。截至 1 月 14 日当天 15 点收盘时，科创板新股翱捷科技报收 109 元，首日报收价相较发行价 164.54 元，其跌幅高达 33.7%。

首日开盘破发后，翱捷科技股价并没能停止下滑的趋势，翱捷科技在后续

10 个交易日内连续下跌，股价跌至 87.33 元，与发行价相比下跌 46.92%。翱捷科技上市首日中，不少投资者采取抛售或者减持破发新股的投资策略。此后交易额持续走低，这从侧面展现出众多相关投资者亏损较多、深陷其中。在此后翱捷科技股价走势低迷、持续下跌，参与新股申购的投资者财产损失逐渐增大。IPO 破发之后翱捷科技股价长期低于其 IPO 定价，这同时代表着翱捷科技上市早期的相关投资者被深深套牢。

## 5 翱捷科技 IPO 破发的影响及原因分析

### 5.1 IPO 破发的主要影响

IPO 破发风险的传递是从出现破发现象开始的,以往新股发行后通常会受到投资者的追捧,在短期内会持续呈现上涨态势,投资者参与“打新”常常能获得较为可观的收益,大量投资者将“打新”当作一种高收益低风险的投资方式。而新股的意外破发、股价持续下跌会对投资者投资热情产生打击。在这种情况下,其股价表现难以达到投资者的心理期望时,极易引起投资者情绪悲观。出现 IPO 破发事件后,极易使相关投资者陷入悲观状态,投资者在悲观情绪的影响下,面对股价持续走低,有较大可能选择“割肉”减持相关股票,股票的大量减持行为会进一步导致股票价格持续走低,持有相关股票的投资者经济利益不断遭受损失。在这种情况下,由于投资人的心理期望相差较大,极易引起投资人的消极情绪。当 IPO 股价发生崩盘之后,股市上的投资者们开始陷入了一种惊慌失措的状态,一些没有太多投资经历的人很可能在绝望的气氛下“割肉”抛售手中的股份,这种抛售的方式会使股价继续下跌。如果股票下跌愈发严重,那么拥有较多股份的投资机构将会遭受极大的冲击,而与公司协作完成新股发行工作的承销商也会受到股价的持续下跌影响,从而会对使承销商的形象和声誉受损。

当各类投资者对新股破发公司未来发展趋势持悲观态度时,将会对企业产生长期的负面印象,使企业形象受损。并对后续新上市公司带来负面影响,可能导致难以达到融资需求,进而不利于证券市场的可持续发展。若市场秩序难以自行恢复,监管机构会下场进行干预,并对现行政策、制度加以改革。

#### 5.1.1 投资者损失惨重

过去在中国股市中,多数“打新”投资都能获得比较好的利润,许多投资者都对其投资回报寄予了很高的期望。然而,IPO 破发的出现却大大超出了投资者的预料,导致投资者利益受损。IPO 破发在股市上最为直接的现象就是股票的不断贬值,这使得想要获得收益的投资者产生极大的心理落差,IPO 破发现象的出现将会打击,影响投资者情绪。

本文选取翱捷科技 IPO 破发事件后 2022 年 1 月 14 日至 2022 年 2 月 18 日为统计时段，统计该时期的累计超额收益率，以用来判断破发事件对于相关投资者的影响。其中由于翱捷科技自 2022 年 1 月 14 日上市破发为时间发生日，用  $t$  来表示，则事件发生后 20 个交易日为  $(t+1, t+20)$ 。把翱捷科技破发事件后其股价每日变化与当日沪市大盘进行比对，计算出每日超额收益率，而累计收益率即为一段时间内超额收益率之和，用来衡量 IPO 破发后一段时间内翱捷科技股价变化对投资者股票投资收益有何影响。

表 5.1 翱捷科技收益对比表

检验日	日期	翱捷科技涨跌幅 (%)	沪市大盘涨跌幅 (%)	超额收益率 (%)	累计超额收益率 (%)
t	2022/1/14	-33.75%	-0.96%	-32.79%	-32.79%
t+1	2022/1/17	-3.01%	0.58%	-3.59%	-36.38%
t+2	2022/1/18	1.21%	0.80%	0.41%	-35.97%
t+3	2022/1/19	-0.93%	-0.33%	-0.60%	-36.57%
t+4	2022/1/20	-4.29%	-0.09%	-4.20%	-40.77%
t+5	2022/1/21	-2.87%	-0.91%	-1.96%	-42.73%
t+6	2022/1/24	-0.02%	0.04%	-0.06%	-42.79%
t+7	2022/1/25	-3.40%	-2.58%	-0.82%	-43.61%
t+8	2022/1/26	-3.43%	0.66%	-4.09%	-47.70%
t+9	2022/1/27	-4.98%	-1.78%	-3.20%	-50.90%
t+10	2022/1/28	1.67%	-0.97%	2.64%	-48.26%
t+11	2022/2/7	3.00%	2.03%	0.97%	-47.29%
t+12	2022/2/8	-1.24%	0.67%	-1.91%	-49.20%
t+13	2022/2/9	2.30%	0.79%	1.51%	-47.69%
t+14	2022/2/10	-0.48%	0.17%	-0.65%	-48.34%
t+15	2022/2/11	-4.27%	-0.66%	-3.61%	-51.95%
t+16	2022/2/14	0.16%	-0.98%	1.14%	-50.81%
t+17	2022/2/15	1.29%	0.50%	0.79%	-50.02%
t+18	2022/2/16	2.09%	0.57%	1.52%	-48.50%
t+19	2022/2/17	-0.75%	0.06%	-0.81%	-49.31%
t+20	2022/2/18	-0.43%	0.66%	-1.09%	-50.40%

数据来源：同花顺财经

从上述表 5.1 所统计数据可以看出，自 2022 年 1 月 14 日翱捷科技上市首日破发以后，股价表现低迷，期间虽偶有抬升，但整体股价走势不断下降。同时期大盘虽不断震荡、有涨有跌，但整段时期表现较为平稳。在 IPO 破发后的 20 个

交易日内，有 13 个交易日超额收益率小于 0，跌幅在整个沪市市场占据高位。翱捷科技的累计超额收益率不断下降，时至 IPO 破发后的第 20 个交易日，累计超额收益率下降至-50.40%。以上数据清晰地展现出翱捷科技自 IPO 破发后股票价格持续走低，对期望通过“打新”获取收益的投资者产生极为重大的打击，经济利益受损极为严重。可见在此期间，翱捷科技 IPO 破发给自身股价带来了负面的市场效应，投资者情绪低落，股价低迷。翱捷科技上市后的长期表现不佳，众多相关投资者要么选择长期持有，期待股价回升，被深深“套牢”；要么只能抛售股票，及时止损，狠心“割肉”。翱捷科技 IPO 破发事件的产生使得众多相关投资者资金受损、投资热情遭受沉重打击。

### 5.1.2 上市公司形象受损

在我国参与股票投资的股民众多，截至 2021 年底，我国个人股票投资者已超过 1.97 亿，基金投资者超过 7.2 亿。股市一直是社会公众关注的热点之一，各路媒体也在积极搜集并传播各种股市信息，这些信息的传播对众多投资者产生影响，对上市公司起到了一定的宣传作用，根据信息的不同影响了投资者或正面或负面情绪的产生。当公司上市后，如果股价走势较好，经过媒体宣传，投资者会对公司未来发展持有乐观态度，认为股票看多，为相关公司树立起良好的企业形象；如果股价走势不佳，经过媒体宣传，投资者会对公司未来发展持悲观态度，认为股票看空，公司的企业形象因此受损。

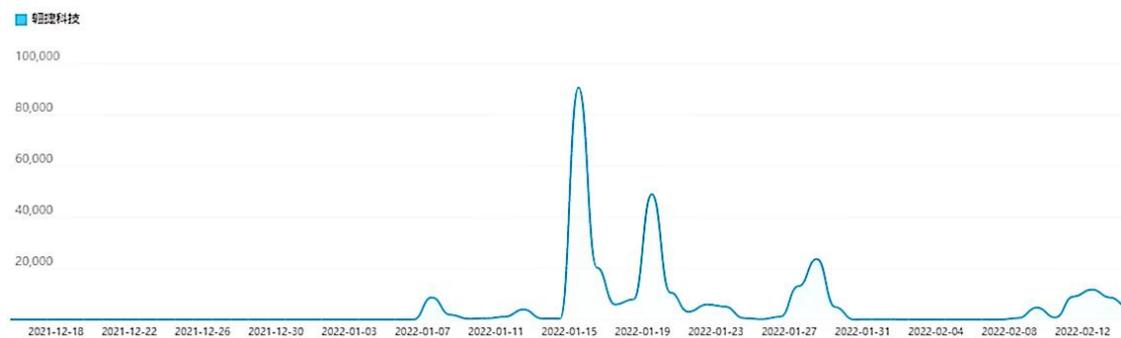


图 5.1 翱捷科技上市前后百度咨询指数变化图

翱捷科技首日开盘破发且首日跌幅极为严重，各路媒体对此做出了详细报道，在此期间引发了众多公众的关注，在股民中留有较多的负面评价，降低了公司在社会公众中的信任和威信，公司的企业形象因此遭受损失。

百度咨询指数是由网民的阅读、评论、转发等行为的数量经过一系列算法得出，主要展现出了新闻资讯在互联网上对特定方面的关注、报道程度及持续变化。如图 5.1 所示，从翱捷科技上市前后一个月百度资讯指数变化趋势来看，在公司尚未发行时，翱捷科技受到的关注极少。自 2022 年 1 月 14 日翱捷科技首日开盘破发后，其公司相关新闻报道增多，网民关注度大幅提升，负面信息的影响加剧，公司声誉和企业形象遭受损失。媒体的报道使得投资者情绪愈发悲观，投资者对翱捷科技的未来发展前景产生担忧，股票近期看空，股价持续下跌，上市公司所获融资金额大打折扣。除此之外，公司形象受损会对后续公司股票增发及债券发行产生负面影响，进而对公司的后续发展不利。

### 5.1.3 对证券市场造成影响

翱捷科技 IPO 破发事件对于证券市场是一把“双刃剑”。会对证券市场产生正面和负面双重作用。

#### (1) 积极影响

从长远眼光来看，IPO 破发事件会对整个证券市场带来正面作用：

首先，IPO 破发的产生将逐渐影响询价机构决策，迫使询价机构审慎报价。新股出现破发，固然有询价机制上的原因，但也与询价机构报价不理性密切相关。为了分食新股一杯羹，参与询价的机构往往热衷于报高价，否则就有被剔除出局的风险。但非理性报价也是一把“双刃剑”，在能够获得配售新股资格的同时，破发也会导致询价机构出现亏损，进而迫使询价机构审慎报价。

其次，IPO 破发的迫使中介机构与发行人审慎定价，从而使得新股定价更加合理。合理的发行价格，既能满足发行人的融资需求，也能让中签投资者收获可观的收益。IPO 破发的市场反应较为强烈，易引发社会各界密切关注，为了降低破发所带来的不利影响，发行保荐机构和券商做出改变，规范自身工作流程。

最后，IPO 破发的出现有利于扭转“新股不败”所造成的种种投机性行为，使投资者能够更好地了解 and 适应逐渐发展的股市市场。当投资者在 IPO 破发中经

受损失，才能引发投资者重视，对自身投资行为做出反思。有利于投资者更准确地了解风险，增强风险意识，对股票市场有一个更加深入的认识。

## （2）消极影响

在股市中当新股遭遇“破发”时，往往会引发“连锁反应”，从而波及到其他近期上市的新股。翱捷科技的股票破发会对后续上市新股的弃购率和股票价格产生一定的影响。而破发事件的产生可能会促使投资者放弃“打新”，拟上市公司及承销商为了吸引投资者可能会对 IPO 定价进行调整，从而降低 IPO 定价。而这将会导致融资金额难以达到预期，也会扰乱证券市场，使得资金配置能力难以发挥出作用。

## 5.2 IPO 破发的主要原因

### 5.2.1 IPO 破发的公司内因

#### （1）IPO 定价过高，超出企业内在价值

根据我国 IPO 破发背景来看，目前我国证券市场中高发行价、高发行市盈率、超高募集资金的上市新股更易产生破发现象。其新股破发主要原因大多是由于 IPO 定价不合理，企业内在价值被严重高估。

我国采用询价制度来确定新股定价，新股发行时会向符合要求的机构投资者进行投标询价，然后发行人和承销商根据询价结果确定其新股发行价格。翱捷科技此次新股发行价 164.54 元是由发行公司翱捷科技与主承销商海通证券通过网下初步询价后直接确定的，存在主承销商为自身获得较高发行收益，蓄意抬高发行价格的可能。

除此之外，从翱捷科技发行结果上看，翱捷科技网上投资者的新股发行数量为 1024.75 万股，弃购数量达到 106.65 万股，网上弃购率高达 10.41%。较高的弃购率也反映出市场对其发行价格的不认可，翱捷科技存在发行价定价太高导致弃购现象产生的可能。为探究翱捷科技 IPO 定价的合理性，需要对其进行重新估值进而加以判断。

由于翱捷科技所在的半导体行业是一种高科技行业，高科技行业在盈利性、持续经营性、整体性及风险等方面与传统型企业有较大差异，其中行业的波动性

比较大，加之公司尚未盈利，较多股票估值模型对其难以适用。基于相对估值法在股票估值中的广泛应用，为判断翱捷科技 IPO 定价的合理性，本文主要采用市销率估值法来对翱捷科技进行重新估值，从而进行对比分析。

### ①选择可比公司

本次案例分析选用市销率法进行估值，此方法操作较为简单，数据容易获得。因此，可比公司的选择至关重要。根据翱捷科技发布的《招股说明书》中所披露的可比公司，综合翱捷科技与可比公司的规模大小、业绩状况、盈利能力以及行业排名等因素，本文选取乐鑫科技、寒武纪、澜起科技、卓胜微等公司作为其可比公司。因翱捷科技发行时仅公布了 2018—2020 年财务数据，故可比公司选择相对接近的 2020 年数据作为对比。因翱捷科技于 2021 年 12 月 29 日开展初步询价，故可比公司选择此日期的收盘价格更具有时效性。

表 5.2 可比公司信息表

股票代码	公司简称	2021 年 12 月 29 日收盘价格(元)	2020 年每股销售 额(元)	市销率
688018	乐鑫科技	177.12	10.33	17.15
688256	寒武纪	89.97	1.14	78.92
688088	澜起科技	78.6	1.61	48.82
300782	卓胜微	333.6	6.65	50.17
300661	圣邦股份	311.95	3.53	88.37
688521	芯原股份	76.98	7.28	10.57
可比公司平均值		-	-	49.00

数据来源：同花顺财经

因翱捷科技发行时仅公布了 2018—2020 年财务数据，故可比公司选择相对接近的 2020 年数据作为对比。因翱捷科技于 2021 年 12 月 29 日开展初步询价，故可比公司选择此日期的收盘价格更具有时效性。

### ②计算估值对比

将可比公司的市销率平均值作为翱捷科技估算市销率进行 IPO 估值定价，其估算结果如下表 5.3 所示：

表 5.3 翱捷科技新股发行价格与市销率法估算价格对比表

股票代码	公司简称	发行价格 (元)	发行后每股 销售额 (元)	发行市销 率	估算市销 率	市销率法 估算定价 (元)
688220	翱捷科技	164.54	2.58	63.67	49.00	126.63

数据来源：翱捷科技招股说明书

根据以上推算可明显发现，本次发行价格 164.54 元/股对应的公司市值为 688.27 亿元，2020 年翱捷科技营业收入为 108,095.81 万元，发行价格对应市销率为 63.67 倍，可比公司市销率均值为 49.00 倍，远高于同期可比公司。根据市销率估算法测算的翱捷科技发行价为 126.63 元，其价格远低于实际发行价格 164.54 元。这证实了翱捷科技 IPO 定价具有一定的不合理性，IPO 股价定价明显偏高。较高的弃购率也从侧面反映出了翱捷科技发行价定价太高，二级市场对高发行价不认可，导致弃购现象的产生。综合以上分析结果，翱捷科技的发行价格远超其所具备的内在价值，对翱捷科技的破发事件的产生具有一定的影响。

## (2) 市场竞争力不足

基带芯片市场竞争异常激烈，翱捷科技作为一家行业内的新企业，存在较大竞争压力。4G 时代已有多家半导体、芯片厂商进入基带芯片市场。

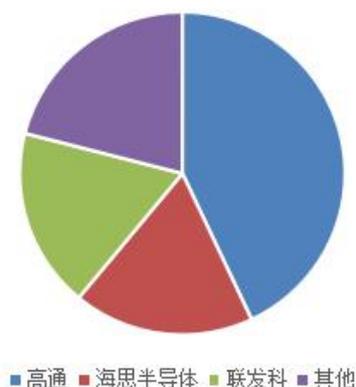


图 5.2 全球基带芯片市场份额分布情况

近年来由于基带市场逐渐走向寡头、自研，多家芯片厂商退出基带市场，比如博通 2014 年 6 月宣布退出基带芯片市场，英特尔 2019 年 12 月将基带业务出

售给苹果公司。基带芯片市场集中度比较高，翱捷科技与行业龙头差距较大。

根据数据信息显示，高通、海思半导体、联发科为 2020 年全球基带芯片的市场前三名，大部分市场被这三家公司所占据，其分别占有 2020 年全球基带芯片市场份额的 43%、18%、18%，合计占有市场高达 79% 的份额，其他市场份额还有三星等知名厂商竞争。而在国内，海思半导体及紫光展锐是翱捷科技的主要竞争对手，两家公司科技实力雄厚，皆具有较强市场竞争力。通过数据搜集，2020 年全球基带芯片总市场金额约为 266 亿美元，按照此市场数据计算，翱捷科技 2020 年蜂窝基带通信芯片产品占据全球基带芯片市场的份额仅为 0.51%，市场份额占比较小。行业内各领先企业通过多年的大额研发投入，整体资产规模较大、产品线布局更为丰富、客户基础较为稳定，由于基带芯片客户一般具有较高的黏性，不会轻易更换芯片供应商，而翱捷科技成立时间尚短，导致公司产品难以在市场中有效推广。

翱捷科技技术实力欠缺，与行业成熟厂商差距较大，产品市场竞争力不足。基带芯片市场的下游主要分物联网和手机两个应用方向。当下市场的手机配置均已升级至 5G 技术，而翱捷科技的主流产品所用技术仍停留在 2G-4G 之间，自身 5G 产品技术实力不足，未能受到市场认同。

综上所述，翱捷科技存在自身产品推广困难、产品技术实力不足的问题，市场竞争力较为欠缺，更容易被成熟厂商利用自身优势进一步挤压公司市场份额，未来企业发展前景存在隐患。

### （3）公司多次并购，存在无形资产及商誉减值风险

芯片设计类企业有着较高的技术壁垒，翱捷科技并未选择完全通过自主研发完成原始的技术积累，而是选择并购的方式进入市场。翱捷科技分别于 2015 年收购 Alphean、2016 年收购江苏智多芯、2017 年收购 Marvell 移动通信部门、2019 年收购智擎信息多家机构。并吸收相关人员，公司的技术发展与收购的技术及吸收的人员紧密相关，由于公司是通过多次收购完成原始技术积累，并非完全通过自主研发完成技术积累，不排除未能全面利用收购技术的风险。

翱捷科技于 2017 年收购了 Marvell 移动通信业务，此次收购的完成使得 Alphean 及江苏智多芯相关技术被取代。因此，翱捷科技对收购 Alphean 及江苏智多芯所形成的无形资产以及商誉全额计提了减值准备，此项金额高达 68,353.08

万元。公司在 2017 年及 2019 年分别收购 Marvell 移动通信业务及智擎信息后，先后共确认无形资产 44,862.41 万元，确认商誉 1,710.50 万元，其所涉金额较为庞大。

翱捷科技从 Marvell 获取的主要为 2G-4G 技术，基于目前的市场发展状况，5G 技术逐渐普及开来，后续存在相关技术被替代，无形资产及商誉进一步减值的风险，从而对公司未来发展产生影响。

#### (4) 公司盈利状况不佳，存在一定风险

##### ① 毛利率不断下跌，未来盈利发展堪忧

翱捷科技主要产品为无线通信芯片，目前行业中的成熟企业经过多年研发投入，产品质量及技术实力得到保证，从而建立起较高的技术壁垒和客户壁垒，新公司欲打开无线通信芯片的市场需要持续投入海量的研发经费，以期能建立起产品优势，从而帮助企业开拓市场。

翱捷科技成立时间尚短，开拓市场时还不能主导市场的产品价格。加之技术相对落后，公司为了打开市场，只得采取价格战策略，因此翱捷科技的产品毛利率持续下跌。此外，由于公司销售规模与同行业相比仍较小，公司在与上下游进行谈判时处于劣势，不利于公司争取对自身有利的价格，这也是毛利率下跌的原因之一。公司 2018 年至 2020 年间，其产品毛利率分别为 33.10%、18.08%、23.86%，至上市前所披露的 2021 年中报，毛利率再次下降，跌落至 18.29%。翱捷科技通过降低毛利率虽实现收入的大幅增长，但企业整体仍未能盈利。而对于拥有一定核心技术的芯片设计类公司毛利率大多在 40%以上，例如：兆易创新产品毛利率为 44%、高通产品毛利率为 57.51%。公司毛利率长期低于行业平均水平。

翱捷科技要想维持收入及扩大自身市场份额，后续需要根据市场需求进行产品研发与改进工作，若在扩大市场份额后，产品得到客户认同，则后续有机会提高产品毛利率；若新产品难以被市场认可，则公司毛利率难以提升，甚至引起进一步的毛利率下降，企业未来盈利能力堪忧。

##### ② 公司连续多年未盈利，存在退市风险

盈利能力能够反映出在某个时间段内一家公司获取利润的能力。证券市场的投资者对盈利能力较为看重，盈利能力的高低将直接影响到投资者对于企业的看法，是其进行投资分析及决策的主要指标之一。为衡量翱捷科技的盈利能力，本文主要选择营业利润率、净利润率和总资产报酬率进行分析。

表 5.4 翱捷科技盈利能力指标

	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率	-466.00%	-146.57%	-215.65%
净利润率	-465.76%	-146.64	-215.23%
总资产报酬率	-62.90%	-43.51%	-100.1%

资料来源：翱捷科技招股说明书

如表 5.4 所示，翱捷科技虽其利润率具有一定上涨态势，但由于其长期处于亏损状态，盈利能力并不能被看好。2018 年-2020 年间，翱捷科技研发费用分别为 52,439.68 万元、59,677.20 万元、211,116.88 万元。因其所在行业特性，技术门槛较高，前期需要持续不断地投入研发资金，这导致翱捷科技总资产报酬率下降明显。除此之外，为吸引并留住人才、提高公司效益采取了股权激励措施，2020 年股份支付达到 136,429.33 万元。此外，公司未来几年将存在持续大规模的研发投入，如果公司发展低于预期、行业竞争加剧导致毛利率难以提高、未能及时推出具有市场竞争力的新产品，则公司收入可能会表现不佳，甚至是持续处于未盈利状态。根据制度规定研发型上市公司自上市之日起第 4 个完整会计年度起适用财务退市标准，即当扣非前/后净利润为负且营收低于 1 亿元，将被划分为 ST 股票。连续两年，会被终止上市。极端情况下，翱捷科技若长期处于未盈利状态，公司存在退市风险。

## 5.2.2 IPO 破发的外部原因

### （1）询价新规影响

翱捷科技 IPO 破发的原因之一是我国政策的影响，询价新规的执行导致部分新股报价超出行业平均估值，从而在新股上市后引起 IPO 破发。询价新规的最初制定是为了解决募资和估值持续走低、部分机构投资者“抱团”打压股价、新上市企业募资不足的现象。询价新规主要在以下方面发生改变：第一点，为解决我国股票市场中的抑价现象，询价后的高价剔除比例从不低于 10%调整为不超过 3%，以达到扩大有效报价区间；第二点，取消突破“四值孰低”定价时需说明差异的相关要求，简化发行流程；第三点，打击抱团报价现象，不得协商报价，不得在询价活动中进行合谋报价、利益输送等行为。

在询价新股的影响下，新股发行的高价剔除比例得以降低，变相提高了新股定价的区间的上限值，从而使得发行价格获得提升。其次由于询价新规下允许定价可以超过“四数孰低”，承销商想要获取更高承销费用、发行公司希望得到更多融资，利益趋同导致了部分新股的发行价格过高。

为探究询价新规对翱捷科技 IPO 定价的影响，将会按照询价新规之前的规定对其进行重新定价。此次选取的最高报价剔除比例为以往制定的最低限制，即 10%。因翱捷科技所确定的发行价格约等于此时的四数孰低值，故此次重定价依然选用四数孰低值作为其发行价格。经过重新梳理信息，可得到若未行使询价新规，翱捷科技新股发行价格为 150.56 元/股。翱捷科技实际最高价剔除比例为 1.0054%，实际发行价格为 164.54 元/股。两者相比，经过实行询价新规，发行价格提高了 9.29%。加之询价新规执行后，各询价机构为自身能够入围，报价明显攀升，结合前文 IPO 破发背景分析，询价新规的制定确实影响到了后续新股发行的制定，在此之后新股发行估值更高。询价新规的执行使得翱捷科技 IPO 定价得到提升，定价合理性得到一定影响，为之后 IPO 破发埋下伏笔。

## （2）半导体板块走弱

行业板块市场在股市中的近期表现会对新股上市产生影响，也能成为翱捷科技破发事件产生因素之一。

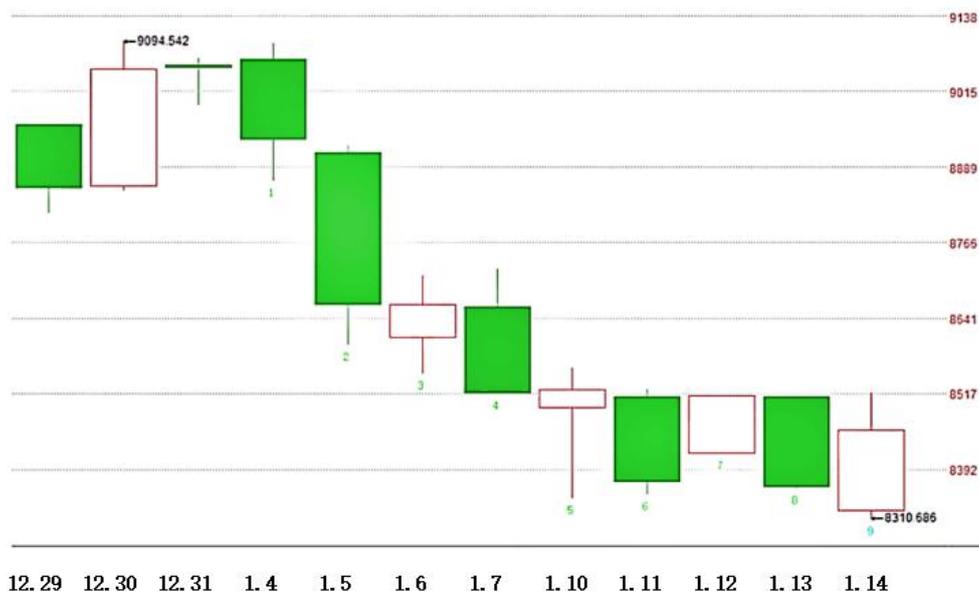


图 5.3 2021.12.29-2022.1.14 半导体及元件行业指数 K 线图

当行业指数不断攀升，相关行业近期发展易受到投资者追捧，对于相关行业新上市公司的关注随之提升，其新股的需求量也随之提升，从而降低新股破发的概率；当行业指数持续跌落，相关行业易被投资者认为近期发展不景气，对相关行业新上市公司产生抵触心理，其新股需求量随之下降，从而提高新股破发概率。

在翱捷科技初步询价至科创板上市的这段时期内，沪市整体处于持续波动、伴有跌落的状态之下，市场中的各板块受到其不同程度的影响。具体到翱捷科技所属的半导体及元件板块，根据图 5.3 显示半导体及元件行业指数在此期间不断下跌，整体指数下跌 5.59%，相关企业大多走势不佳，市值持续缩水。以上的信息均反映出半导体股发展在此时期不被投资者看好，翱捷科技选择在此时上市更容易受到投资者悲观情绪的负面影响，进而促使部分中标投资者选择弃购股票，投资欲望下降、股票需求降低，进而促使翱捷科技产生 IPO 破发事件。

### （3）新股破发愈加频繁

IPO 抑价现象在我国普遍存在，长期以来，中国股民热衷于炒新股、打新股，新股网上申购火爆。但自 2021 年 10 月份后，我国证券市场中 IPO 破发现象开始频发。在翱捷科技正式上市科创板之前，2021 年 10 月 1 日至 2021 年 1 月 13 日共有 19 只股票惨遭新股破发，投资者炒新股、打新股的投资热情逐渐消退，新股在市场遇冷，对翱捷科技的发行工作产生了较大的负面影响。

翱捷科技此次发行中，网上投资者弃购比例高达 10.41%，此数据反映出部分中小投资者认为新股频繁破发，使打新股、炒新股收益的确定性大打折扣，加之翱捷科技目前盈利状况不佳，使其选择在翱捷科技的新股申购中签后放弃认购。此外，在新股正式上市后，因炒新股的热度减退，IPO 定价过高的股票会逐渐失去资金支持，进而影响新股的表现，股价连续走低。

## 6 建议与对策

### 6.1 增强风险意识

随着证券市场的开放,越来越多的人选择进行股票投资,中小投资者是证券市场中的重要参与者,我国证券市场构成中,中小投资者占比九成以上,其数量超 2 亿,贡献了八成以上的交易额。证券市场是我国上市公司获得资金的重要场所,也是广大中小投资者进行投资的重要场所。然而,目前我国的中小投资者却普遍存在着缺少相关投资知识,难以识别投资风险,却又渴望取得理想收益的状况。随着注册制的逐步开展,我国证券交易市场化水平渐渐提高,中小投资者在证券市场里的投资风险也越来越高。投资者需要提高投资水平,学会识别投资风险、规避投资风险。

目前我国证券市场正在全面迈向注册制,面对市场化程度逐渐加深,投资风险将转嫁至投资者自身。因此,投资者应当对投资风险进行深入了解,从而建立起风险防范意识,进而帮助自身提高投资能力、获取投资收益。监管部门可以对中小投资者加以引导,开展相关讲座培训,提高投资水平。作为中小投资者应对自身的投资风险承受能力加以测试、了解,在投资过程中注重相应风险的分析,对投资选项需慎重决定,铭记“投资有风险,入市需谨慎”,不能盲目“打新”。

在进行投资之前,中小投资者应该尽量地去搜集有关新上市公司的资料,从多个方面来对其公司的价值进行考量。例如投资者可以从招股说明书入手,以 SWOT 分析为基础,对新上市公司的内外部优劣势进行充分了解。此后可以运用股价估值模型,例如相对估值法,对公司股价进行评估,从而辅助中小投资者做出相应投资决策。为了防范未来新股破发使自身利益蒙受损失,中小投资者应当对相关企业进行理性分析,学会利用分析方法帮助自身进行投资决策。

### 6.2 着重企业发展

通过翱捷科技的案例分析,不难发现影响破发的因素有很多,但归根结底主要是上市公司的内在价值难以支撑其较高的发行价格。公司的发展能力、盈利能力是决定公司股票价格走势的重要影响因素之一。因此,公司防范 IPO 破发的

最佳手段即为提高自身公司的盈利能力和发展能力。在评价上市公司股票价格时,除了要考量其目前的发展情况外,其将来盈利状态的可维持性亦会对其价格走势产生一定的影响。具有较强的可长期获利的企业必然是投资人青睐的对象。一家预上市公司要想在未来的股票发行中得到足够的融资,就需要持续提升核心竞争力,这样就可以在这个残酷的竞争环境中建立自己的优势。企业若想构建一座“长城”来抵御 IPO 破发风险,企业就要必须为了未来发展作出规划,努力培养一支专业化的、年轻化的、有活力的员工队伍,并确保公司可获取持续稳定的发展。只有企业拥有良好的发展前景与持续稳定的盈利能力,才能够吸引投资者、提升投资决心,防止新股破发事件发生,努力维护公司在证券市场上的声誉与形象。

### 6.3 谨慎进行定价

注册制的询价制度下,参与询价过程的投资者多是专业的投资机构和金融机构,上市公司将基于询价结果与承销商共同决定对于 IPO 价格的最终制定。在新股发行期间,各种中介机构与投资机构起到了十分关键的作用,机构对股票价值的判断将直接影响到新股发行价格的制定,甚至影响到未来发行后新股的走势。当新股发行价格远高于公司在市场上的实际价值时,其发行价格难以得到广大投资者认同,将极大概率引起 IPO 破发,进而使机构自身遭受损失。要做好上市公司的评估工作,需要优异的信息采集能力,需要对公司运营状况有清晰的认知,进而才能在发行价格评估阶段做出专业的判断。

因此,为防范 IPO 破发所带来的负面影响、谨慎定价,相关机构专业人员的职业水平需要进一步提高。首先,要持续加强相关机构人员的专业水平,聚焦市场信息的搜集、分析工作,定期开展业务培训工作,使各相关人员及时了解最新的市场需求和制度,尽早适应市场上各方面的变化。其次,应当从培养专业人员的风险意识入手,要明晰各种风险对于机构的影响,加强风险防控工作,审慎做出判断与决定。最后,持续强化员工的责任意识,机构要建立健全员工责任心问责监督机制,加强员工的责任心教育培训工作,逐步培养员工职业精神。

除此之外,上市公司应依照自身的发展状况审慎、科学地参与定价过程,从公司的长远发展进行考虑,避免破发现象或者减小破发的影响,在一定程度上保护投资者利益,维护公司的企业形象。上市公司能够对其估值的依据进行选择,

从而对股票价格的确立产生影响。一个恰当的股票定价将会成为上市公司实现长期、稳定、健康发展的重要根基。

## 6.4 加强信息披露

在我国，IPO 破发的一个主要因素是信息不对称。在证券市场中随着信息的不对称性增加，投资者的投资风险也随之增大。因此，要对信息披露体系进行健全，以减少信息不对称的情况。同时充分的信息披露会帮助企业向公众展现出自身真实状况，从而避免破发事件发生。

结合我国目前新股破发背景以及翱捷科技 IPO 破发案例，我国应在以下两个方面完善信息披露制度：第一，在新股发行前夕，保荐人应当确保自身立场公正客观，要对拟上市公司进行较为全面剖析，明确其所存在的经营风险，确保自身发布的相关研究报告内容完整、真实、准确。

第二，进一步完善注册制下未盈利企业的信息披露制度。在目前未盈利企业信息披露中，存在披露信息不合理的现象。例如目前未盈利企业信息披露中对于估值指标的披露主要为市销率，但对于行业估值指标的披露均为市盈率，缺乏行业市销率的披露，无法有效反映其内在价值。这会导致投资者稍不注意就会产生误解，做出错误判断。目前未盈利企业“三高”现象严重，IPO 破发概率较高，且后续跌幅最为严重。长此以往，信息不对称将会加剧投资者减少，甚至放弃对未盈利企业投资的行为，不利于今后未盈利企业进行上市融资，相关政策的实施也就失去了意义。因此，未盈利企业更应该完善信息披露工作，促使投资者了解其所具有的内在价值，防范 IPO 破发对市场产生负面影响。

## 7 研究结论与展望

### 7.1 研究结论

通过对翱捷科技的案例分析,本文对翱捷科技 IPO 破发事件所产生的后果和成因做出综合性分析,进而得出以下结论:

首先,新股破发后会对多方市场参与者带来影响。相关投资者遭受严重的经济损失,破发将会对一级市场投资者的投资热情产生负面影响,同时使得二级市场投资者失去信心,形成连锁反应。发行公司的声誉和企业形象蒙受损失,为公司后续融资带来不利因素,也为近期新上市公司带来一定负面影响。IPO 破发有可能进一步对整个证券市场产生影响,从正面影响上看,其会促使询价机构和中介机构在定价过程中愈发谨慎,并进一步促使中小投资者增强风险意识。从负面影响上看,其会减弱股市资金融通和证券市场资源配置功能。当破发造成的负面影响过大,市场短期内难以恢复正常秩序时,将会迫使监管机构采取相应措施。

其次,通过对翱捷科技破发案例的分析可以看出,新股破发是多种因素共同造成的。从公司内部影响的角度看:翱捷科技 IPO 定价不合理,新股发行价格远超其内在价值;企业市场竞争力不足,技术实力与成熟企业有一定差距,市场份额较低,盈利能力堪忧;企业存在较多的财务风险,公司发展能力受到一定限制,有较大的投资风险。从外部影响的角度看:询价新规的实施对 IPO 定价产生一定影响,促使发行价格获得提升,一定程度影响到了 IPO 定价的合理性;半导体行业相关股不断走低、新股破发现象的不断出现使得投资者负面情绪不断提升,投资欲望持续减少。综合以上多方面因素,翱捷科技最终发生了 IPO 破发事件。

最后,通过翱捷科技破发事件的研究,向多方市场参与者提供未来破发风险防范措施,并对注册制发行政策提供改进意见。中小投资者在以后的投资中应该增强风险意识、理性投资,善用估值模型,避免盲目“打新”。上市公司应该关注公司的内在价值,不断提升市场竞争力,努力提高自身盈利能力。破发事件也对询价机构和承销商起到了警示作用,在今后要进一步加强自身专业能力,询价机构和承销商在未来进行发行定价活动时,依照企业的发展状况审慎、科学地参与定价过程。监管机构要从市场环境和现实状况出发,进一步加强信息披露方面的监管,根据市场发展状况,及时维护市场秩序。

## 7.2 不足与展望

首先,本文是以翱捷科技破发事件来展开案例分析,只针对单一企业进行分析,缺乏涉及其他类型、其他行业公司的研究,研究中存在一定的片面性。其次,本文主要聚焦于科创板的翱捷科技公司,对于注册制下的其他板块分析并未涉及,不同板块股票破发的成因或有不同,其破发成因对其他企业的普适性存疑,因此论证过程中可能存在不够全面的问题。最后,在股票估值方法的运用上,市销率估值法缺乏考虑公司债务情况对投资者的影响。在相同的市销率下,一个没有债务的公司会比高负债高杠杆的公司更具吸引力。市销率作为一种估值方法,并没有考虑到高负债公司需要偿还债务的支出对于股票价值的影响,此估值方法拥有着一定局限性。

随着注册制度的不断推进实施,我国资本市场的市场化程度将持续加深,为保护市场和谐稳定发展,相信未来会持续对 IPO 破发相关问题进行深入研究, IPO 估值方法也将更加准确, IPO 定价也会愈发合理。最终,证券市场上的多方市场参与者会拥有充足的理论、对策来针对破发问题进行风险防控,并在政策和制度上得到保护。相信在未来的发展道路上,我国证券市场将持续平稳运行, IPO 发行制度终将会朝着更加灵活、公平的方向去发展。

## 参考文献

- [1]Allen, Franklin, Gerald R. Signaling by underpricing in the IPO market [J]. Journal of Financial Economics, 1989.
- [2]Ann E. Sherman. Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 78(3).
- [3]Binay, M. M., V. A. Gatchev, C. A. Pirinsky. The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42(3): 785—809.
- [4]Dunbar, C. The choice between firm-commitment and best-efforts offering methods in IPOs: The effect of unsuccessful offers [J]. Journal of Financial Intermediation, Vol. 7, No. 1, 1998.
- [5]F. Comelli. Stage Financing and the Role of Convertible Securities[J]. Review of Economic Studies, 2003, 70(1): 1-32.
- [6]Gounopoulos Dimitrios, Mazouz Khelifa, Wood Geoffrey. The consequences of political donations for IPO premium and performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2021.
- [7]Kyoko Nagata, Toyohiko Hachiya. Earnings Management and the Pricing of Initial Public Offerings[J]. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 2007, 10(4).
- [8]Michelle Lowry. Why does IPO volume fluctuate so much?[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67(1)..
- [9]Paul C. Tetlock, Maytal Saar-Tsechansky, Sofus Macskassy. More than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(3).
- [10]Rajan, R. and Servaes, H. Analyst following of initial public offerings. Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, 1997
- [11]J. GURUN, A. W. BUTLER. Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value[J]. The Journal of

Finance,2012,67(2).

[12]陈冬冬.IPO 破发成因的实证分析[J].特区经济,2011(08):89-91.

[13]陈鹏程,周孝华.机构投资者私人信息、散户投资者情绪与 IPO 首日回报率[J].中国管理科学,2016,24(04):37-44.

[14]董登新.新股首日破发不“尴尬”[J].资本市场,2011(02):24-25.

[15]郭旻蕙.新股首日破发程度影响因素实证分析[J].金融与经济,2012(01):67-69+17.

[16]郭潇潇,彭韶兵.我国 IPO 定价“破发”原因的财务学思考[J].西南金融,2012(06):44-47.

[17]海日.小米集团上市破发原因与对策研究[D].天津财经大学,2019.

[18]赖黎,蓝春丹,秦明春.市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J].管理世界,2022,38(04):172-184+199+185-190.

[19]李龙,李陈静,陈汉文.浅谈海外 IPO 定价低估与关键控制点——基于当当网的案例研究[J].财会通讯,2012(26):103-105.

[20]李晓龙,何佳捷.IPO 超募到差募,谁之过?——基于投资者情绪视角的实证检验[J].财会月刊,2013(12):28-31.

[21]梁青龙.浙商银行 IPO 破发的原因及影响研究[D].江西师范大学,2021.

[22]林雨晨,林洪.承销商声誉的破发补偿效应——基于中国创业板 IPO 抑价率的实证研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2014,29(01):76-82+95.

[23]刘超.内在价值理论视角下浙商银行 IPO 破发现象研究[D].山东师范大学,2021.

[24]刘凤元,屈颜.基石投资者制度——基于 A 股市场的研究[J].西南金融,2021(05):29-40.

[25]刘强强,黄顺武.创业板 IPO 定价合理性的实证研究[J].贵州财经大学学报,2016(05):41-52.

[26]陆瑶,袁敏峰.新股“破发”与 IPO 定价效率:基于股东特征的分析[J].清华大学学报(自然科学版),2014,54(03):381-393+401.

[27]陆瑶,赵宇焯.合资承销商影响新股破发率的实证研究[J].投资研究,2012,31(01):71-83.

- [28]陆宇建,李美玲.询价制下承销商利益最大化行为与 IPO 上市首日破发[J].山西财经大学学报,2015,37(05):39-49.
- [29]陆正华,钟伟.首日破发新股一级市场定价过高吗?——基于随机前沿模型的实证研究[J].财会月刊,2012(32):7-9.
- [30]罗培新,张逸凡.世行营商环境评估之“保护中小投资者”指标解析及我国修法建议[J].华东政法大学学报,2020,23(02):98-112.
- [31]彭文平,刘健强.推荐类询价机构友情报价了吗?——基于新股询价制度第二阶段改革的研究[J].经济评论,2015(06):144-158.
- [32]彭文平,吴华锋.IPO:为佣金而配售?——来自基金公司的证据[J].华南师范大学学报(社会科学版),2014(06):103-112+163.
- [33]彭文平.基金打新是“送礼祝贺”吗?——基于中国特色 IPO 配售制度的研究[J].财经研究,2013,39(08):87-98.
- [34]权小锋,尹洪英,吴红军.媒体报道对 IPO 股价表现的非对称影响研究——来自创业板上市公司的经验证据[J].会计研究,2015(06):56-63+97.
- [35]邵新建,薛熠,江萍,赵映雪,郑文才.投资者情绪、承销商定价与 IPO 新股回报率[J].金融研究,2013(04):127-141.
- [36]史金艳,李笑冲,李延喜.投资者情绪阶段测度与 IPO 首日收益——兼论承销商声誉的调节效应[J].大连理工大学学报(社会科学版),2018,39(05):32-40.
- [37]孙即,高苗苗.香港市场基石投资者制度的实践与借鉴[J].股票市场导报,2021(01):64-70.
- [38]孙金钜.绿鞋机制的国际比较及启示[J].会计之友,2020(15):43-47.
- [39]王冬梅,李光勤.商业信用风险、盈余管理策略与 IPO 定价效率[J].财会通讯,2022(10):71-77.
- [40]王睿,曹超,常盼盼.上市首日“破发”股票长期表现更差吗?[J].财经理论与实践,2017,38(06):59-63+77.
- [41]王睿,卿小权,曹超.创业板新股估值基础改变了吗?[J].经济问题,2017(11):35-40.
- [42]王澍雨,杨洋.中国创业板 IPO 定价效率研究——基于 IPO 破发的视角[J].宏观经济研究,2017(07):95-103.

- [43]谢汉昌,何瑞卿.IPO 破发对上市公司市场表现影响的实证研究[J].商业研究,2014(05):40-50.
- [44]谢汉昌,王金波.IPO 抑价还是破发——基于股权结构的实证研究[J].山西财经大学学报,2013,35(05):45-57.
- [45]谢汉昌.IPO 破发、投资者情绪与市场反应——基于中国 A 股市场的经验研究[J].商业研究,2017(10):48-55.
- [46]熊艳,杨晶.媒体监督与 IPO 业绩变脸:甄别、传导还是治理[J].财贸经济,2017,38(06):66-79.
- [47]杨宇.养元饮品 IPO 破发案例研究[D].河南财经政法大学,2019.
- [48]叶莉,应秀杰,王峥.承销商声誉、超额配售选择权与 IPO 定价[J].南方金融,2014(08):69-75.
- [49]于丽娜,胡波.新股破发对 IPO 定价的影响——基于信息费用转变的视角[J].商业时代,2013(04):59-62.
- [50]郁晨.创业板 IPO 首日破发成因实证研究[J].财会通讯,2014(29):9-11.
- [51]苑德军.新股破发并不代表股市成熟[J].中国市场,2011(30):42-43.
- [52]张剑.中国 IPO 询价制下发行效率的随机前沿分析[J].金融经济学研究,2014,29(02):53-61+118.
- [53]张维,翟晓鹏,邹高峰,熊熊.市场情绪、投资者关注与 IPO 破发[J].管理评论,2015,27(06):160-167+185.
- [54]张晓东.市盈率管制、二级市场佣金与一级市场配售公平性——来自承销商申购剔除的证据[J].中国工业经济,2020(06):43-61.
- [55]赵泽润.媒体语气、投资者情绪与 IPO 抑价[D].山东大学,2021.
- [56]周文浩.新股频繁破发原因及 IPO 改革机制探讨[J].商业时代,2011(23):69-70.

## 后记

在这篇论文完成之际，我想要向所有曾经支持和帮助过我的人表达我最真挚的谢意。感谢我的导师、家人和舍友同学们，你们在我成长和发展的道路上给予了我莫大的帮助和支持。

首先，我要感谢我的导师，邢铭强导师在学术上给予了我莫大的支持和指导。在我困惑的时候，邢铭强导师给予了耐心的引导，让我慢慢地找到了前进的方向。同时，感谢邢铭强导师给予我人生道路上的指点，让我懂得了许多人生道理，使我对未来不再迷茫。

其次，我要感谢我的家人，是你们在背后默默地支持和鼓励我。在这三年的学习生涯中，你们一直给我最坚定的后盾，让我可以专注于学业。在我遇到挫折和困难的时候，你们始终在我身边给予我最坚定的支持和鼓励。感谢你们的理解和支持，让我可以顺利地完成研究生学业。

最后，我要感谢我的舍友同学们，是你们在生活和学习中给予我的支持和帮助，让我感受到了真正的友情和团结。在学习上，我们互相督促、鼓励，共同成长；在生活上，我们互相照顾和关爱。感谢你们的陪伴和帮助，让我的研究生生涯愈发难忘。

在这三年的时间里，我经历了许多的挫折和困难，但同时我也意识到，只要自己不停地前进，努力地学习和成长，就能够达到自己的目标。在学业完成后，我将树立终身学习的理念，从而在未来的道路上不断前行、不断进步。