

机构调研上市公司之再调研： 244份调研表、24个样本中的信披“模糊地带”



■本报记者 张 歆 昌校宇

“公司为什么能在每一个环节都做到比较好？”如果不是清楚地了解到上述表述来自某上市公司的投资者调研接待记录表，很容易让人误以为是进入了“夸夸群”。

《证券日报》记者以“调研”为关键词，使用同花顺iFinD数据统计发现，开年以来（截至1月25日12时），上市公司公开披露了244份调研活动信息。为深入了解调研质量、合规性以及市场的潜在影响，记者对机构调研进行了抽样“再调研”。

记者逐一梳理上述调研信息，并按照1:10的比例抽取其中24份进行进一步统计发现，机构和上市公司“问与答”的质量总体稳健，且热门行业和赛道的调研集中度较高。

但也有部分调研在提问数量、质量方面存在明显差距，包括打探重要未披露业绩、过度夸奖等；个别上市公司的回答内容涉及业绩预增情况、预测全年营收规模等。

凡此种种，均已步入信披的“模糊地带”。有接近监管人士对《证券日报》记者表示，上市公司在公告前向调研机构披露业绩变动趋势或具体业绩参考，涉嫌信息披露违规或“打擦边球”。

此外，多位法学界、证券界专家对《证券日报》记者表示，A股市场即将全面实施注册制，高质量信息披露的重要性进一步提升，市场将进一步考验询价机构的研判能力。因此，作为市场化监督或者判断发行人、上市公司的重要方式，高质量调研的价值自然水涨船高。

开年以来已披露244份调研公告 部分机构疑似“走过场”

同花顺iFinD数据显示，今年以来（截至1月25日），上市公司已经披露了244份机构调研活动信息，以申万一级行业划分，共涉及27个行业的173家公司。

从调研公告整体来看，近九成运作比较规范：问题数量适中，聚焦上市公司主业、正面引导类和释疑性问题比例较为平衡……其中，医药行业上市公司获得最多关注，共计被调研54家次。此外，元宇宙等热点赛道、涨价等热点问题也在调研中被广泛提及。

具体到24份抽样来看，共有逾801家次机构的至少879人次和11名个人投资者参与了对这24家公司的调研。其中，最受机构关注的完美世界在1月23日迎来了不少于235家机构的调研人员，被提问21个问题。

不过，也有机构调研疑似“走过场”。在24份抽样中，有1例是对创业板公司的特定对象调研，参加者包括27家机构的28位调研人员，但披露出来的问答仅有2个，主要内容聚焦于彼时的一个市场热点概念；另有1个样本显示，47家机构的53位调研人员对该上市公司提出4个问题，其中提出的3个问题“不痛不痒”，没有什么意义。

据资深投行人士王骥跃介绍，机构赴上市公司调研通常会有牵头人、相关机构约好后，对于想了解的问题可提前商量，并合并部分问题。此外，调研公告不等同于会议纪要，因此有时候看起来问题会比较少。

但是，就上述个案而言，即便是考虑到部分重复性问题可能被整理或合并，但最终呈现出的问题与调研人员数量不足1:10，还是表明调研机构提问的视野和有效性不足。

“这类调研没有多大意义。”华东政法大学国际金融法律学院法学教授郑或认为，《证券日报》记者表示，分析师更多的专业能力是通过现场访谈、观察去挖掘招股说明书、年报等信息披露文件背后没有直接表达出来的

意思，由此从市场端对被调研对象做出一个更为全面、客观的评价。

宝新金融集团副主席刘云浦在接受《证券日报》记者采访时表示，在A股以做多为主的市场上，分析师的主要工作是挖掘值得投资的标的，通过推荐给投资机构而获得分仓收入，机构调研时围绕上市公司核心经营信息进行提问的情况，在一定程度上是可以理解的。但是，雷同信息必然带来信息冗余，也降低了研报质量和价值。部分分析师独立分析研究能力不足，大量引用未经自己研究的信息，尤其是从调研中打听到的一些小道消息，这种情况是需要改变的。

此外，还有样本暴露出调研人员没有事先“做足功课”的问题。例如，有样本显示，某机构提问的第一个问题是公司非公开发行完成与否，而从上市公司被调研前一周的披露来看，该笔资金已经完成验资，并进入募集资金专户。

更让人看不懂的是，个别机构的提问更像是表扬。记者注意到，有两个调研样本存在类似问题，包括出现“公司为什么能在每一个环节都做到比较好”的表述，在提问中多次强调上市公司“做得好”“顺利切入”等，所幸上述公司在回答中表现得客观、专业。

中国人民大学商法研究所所长刘俊海对《证券日报》记者表示，看似提问实为表扬，这样的调研存在一定问题，或许会误导投资者判断。机构高质量调研一定要合法合规，同时进一步强调对公众投资者的诚信义务。调研不能仅依靠简单的问答，应主动运用科学的方法论，借鉴国际同行中常见的调研先进手段；同时，还应对公司的纳税表、水表、电表、工资表、社保表等进行关注。

郑或认为，保证调研和研报质量的基础还在于人，一方面要注重对执业人员的基本技能、法律合规的事前、事中培训；另一方面各持牌

机构要注意研报发布的合规流程，不仅要做到发布的内容合规，而且要把控调研流程的合规。在此过程中，合规阅读要注意调研报告自身推导的合理性、逻辑性，写结论要有事实依据、推导过程。若上市公司

说什么就信什么、市场想要什么就给什么，这样的研报在内部复核阶段就应该被阻止。

此外，在上述24份样本中，还出现了机构提问维度比较丰富、上市公司回复过于简洁的情况。例如，在1个样本中，上市公司一口气回答了机构调研人员提出的25个问题，但披露出来的回复合计约807个字，平均每个问题用字仅32个。



部分问题涉及打探业绩 个别回答涉嫌信披违规

如果说由于上市公司所属行业特点、发展阶段不同，对机构调研质量的评价存在一定弹性，那么合规显然是评价中的刚性维度。

在24份样本中，有部分样本涉嫌信息披露违规或是“打擦边球”。例如，在1个样本中，机构调研于1月11日进行，信息则在逾一周之后披露。但在1月13日已有投资者表示了解到调研活动。同时，在该次调研中，机构问及上市公司2021年业绩，公司回复称“将于近期发布2021年业绩预增公告”。此后的1月14日，上市公司披露业绩预增公告。按照时间脉络梳理可以发现，上市公司在调研中披露的业绩预增信息早于业绩预增公告，且并未按照相关规则在信息泄露后立刻进行公开披露。

“这种情况可能涉嫌信息披露违规。”有接近监管人士对《证券日报》记者表示。同时，王骥跃也认为，在调研中对少数投资者披露未公开披露的业绩，该行予以疑似违规，建议监管予以关注。

根据《上市公司与投资者关系工作指引》规定，“公司可在定期报告结束后，举行业绩说明会，或在认为必要时与投资者、基金经理、分析师就公司的经营情况、财务状况及其他事项进行一对一的沟通，介绍情况、回答有关问题并听取相关建议。公司不得在业绩说明会或一对一的沟通中发布尚未披露的公司重大信息。对于所提供的信息，公司应平等地提供给其他投资者”。

此外，有样本公司在回答调研机构业绩指引时（对于多次被调研的公司，只纳入其中一次进入24个样本并进行观测），以激励计划中的财务目标作为“业绩参考”。例如，深市一家上市公司表示，“可以肯定的是，公司的营收规模将随着产能的逐步扩充和释放而稳步提高；具体数据方面，公司激励计划中设定

的财务目标可以作为参考”。还有公司在本月内的第二次调研接待中承认，第一次调研时在与投资者互动中提及的“2022年预计业绩增长率为20%”的表述不严谨不准确，敬请投资者给予重点关注，对造成的困扰深表歉意。

接近监管人士对记者表示，披露业绩参考在信息披露合规性方面涉嫌“打擦边球”，如果引发股价异常波动，可能会收到监管函或关注函。

样本之一的常宝股份，面对机构调研中提出的“预计2022年产量”“在手订单情况”“2022年利润率”等问题，给出的定量描述就较为严谨。

事实上，根据《发布证券研究报告执业规范》，进行上市公司调研活动，“不得主动寻求上市公司相关内幕信息或者未公开重大信息”“被动知悉上市公司内幕信息或者未公开重大信息的，应当对有关信息进行保密，并及时向所在机构的合规管理部门报告本人已获知有关信息的事实，在有关信息公开前不得发布涉及该上市公司的证券研究报告”。

郑或认为，证券市场最为重要的一个基石就是“公平交易”，所有的信息披露都必须符合相关要求。在现代证券市场的监管理念中，除了真实、准确、完整、及时披露外，还有一个原则就是公平披露。因此，任何未经法定途径或方法所进行的提前披露都是违法违规行，必然导致投资者的信息不对称。



投资者对调研关注度高质量存在“杀猪盘”个案

东方财富Choice数据显示，最近三年国内券商年均发布研报数量近17万份。研报领域高产能的背后，有着机构买方和投资者的高需求。由于身处研报产业链的前端，机构调研的质量自然也受到投资者高度关注。甚至在记者抽取的24个样本中，有1例个人投资者以机构客户身份付费参与调研的情况。

更多投资者则是选择通过公开渠道与上市公司交流互动。沪深交易所投资者互动平台信息显示，今年以来截至1月25日12时，有504条问答聚焦于调研。有投资者希望了解上市公司近几个月接待机

构调研的情况，更有多位投资者建言上市公司邀请机构调研。从出发点来看，部分投资者认为“调研有利于市场投资者更好地了解公司，提高关注度和知名度”，有些则表示“很多公司（股价）在接待机构调研后都大涨”。

此外，还有投资者会将上市公

司在调研中透露的预测数据与实际情况进行对比。例如，有投资者对某上市公司提问：“调研时号称的15%净利润率跑哪里去了呢？现在都不到10%了。”

值得注意的是，从搜索引擎检索出的信息来看，有投资者质疑部分调研疑似“杀猪盘”。日前甚至有传言称，公募基金遭遇调研“杀猪盘”（上市公司和公募基金都予以否认）。此外，1月19日，深交所向某食品饮料公司下发的关注函显示，1月11日晚该公司刊载《投资者关系活动记录表》称，“预计2022年预制菜营收规模约12亿元”；1月14日，该公司表示，上述预计为管理团队制定的2022年度规划目标，相关数据不构成业绩预测及业绩承诺。但是，1月12日至1月19日，该公司股价累计涨幅达77.44%，两次触及股价异常波动情形。

从记者本次梳理的244份调研信息来看，除了上述食品饮料公司，其余绝大多数公司年内股价走势比较平稳，涨跌幅超过40%的有4家；涨跌幅位于20%至40%区间的有16家。具体到24个样本来看，以调研日计算，除上述食品饮料公司外，涨跌幅超过20%的仅2家；此外，九安医疗股价则经历了“过山车”行情，1月14日至25日期间，经历了3个涨停、4个跌停和1次逾5%的下跌。

此外，部分机构调研由于深度不足导致相关研究报告被上市公司“打脸”的现象时有发生。例如，2021年6月份，有券商发布研报称，某上市公司为特定领域龙头，内在价值被严重低估，未来6个月潜在上升空间110%。但该研报随后遭到上市公司两次澄清。公司首先表示，“部分研究报告对公司业绩预测仅代表分析师个人观点，敬请广大投资者理性投资，注意风险”；3日后，在对交易所关注函的回复中，上市公司再次表示研报部分内容不准确，“经沟通，与研究报告出具方达成一致，对方即日起发起内部流程，将在一个月内存完成研究报告替换，修正该部分描述”。更有券商因研报失实而遭监管处罚，2021年，证监会就研究所的违规情况至少对券商下发了8份监管函，涉及部分头部机构。

对于投资者提出的调研过于集中于热门行业而导致部分上市公司“乏人问津”的情况，王骥跃认为，马太效应是市场常态，是市场配置资源的体现。而刘俊海则持不同观点，他认为，“有些热门赛道泡沫、炒作的成分较高，赛道中的部分公司被频繁调研，说明中介机构没有缓释风险。机构应善于雪中送炭，以独到的投资眼光，成为好股票的‘伯乐’”。



全面注册制下信披和定价博弈 均需高质量调研支撑

根据中央经济工作会议部署，A股即将全面实行股票发行注册制。这显然对上市公司信息披露提出更高要求，提升机构调研质量的必要性也明显加大。

郑或表示，注册制下，一方面需要从发行人、上市公司端把握其法定信息披露和自愿信息披露的合法性、合规性。另一方面，作为市场监管或评判发行人、上市公司的手段，高质量调研很重要，其主要作用是让投资者有机会通过现场走访等能够亲身触碰的感性方式，去理解招股说明书、年报中抽象的描述或者数字。

“注册制以信息披露为核心，也更强调压实中介责任。”刘俊海认

为，执业分析师必须切实提高研报质量，一定要有独到的分析、扎实的依据、敬畏风险的调研思维。此外，监管也应进一步形成对低质量调研的有效制约，如加大行政监管力度、建立“黑名单”制度等。

除信息披露环节外，在更深意义上，注册制在新股发行的市场定价环节也将考验机构的调研和分析能力。中航证券首席经济学家董忠云对《证券日报》记者表示，在注册制下新股发行的价格博弈中，客观存在着部分网下投资者重策略轻研究的情况，实际上需要调研机构能够撰写出有质量的报告，为机构报价形成有质量的建议。

记者手记

我们为什么要关注“研报前传”

■张歆 昌校宇

年均近17万份的上市公司调研报告是如何出炉的？质量（或者说可参考性）究竟如何？

作为证券行业的专业记者，很多投资者与我们交流过这个问题。遗憾的是，在很持久的过去，我们只能为投资者提供一份“流程参考”。作为“星战迷”，在对流程参考的讨论中，我们将研报出炉前的调研工作称为“研报前传”。

日前，关于公募基金遭遇调研“杀猪盘”的传言，以及投资者对于研报“信与不信交织”的复杂情感，促使我们尽力筛选大量数据，换一个角度讲述一个关于“研报前传”的故事。

这并不是一个完整的故事呈现，事实上是对一帧帧画面（其实是数千个问题）进行的碎片拼接。由于“研报前传”的很多工作是“非标”的，我们最终决定以“调研”为关键词，统计开年以来（截至1月25日12时）上市公司公开披露的调研活动信息，以此得到了244份调研表，逐一读取，并对其中的24个样本进行了多维度统计。在问答的字里行间，我们感受到调研方的专业视角、上市公司的精彩呈现。可是，我们也有困惑，虽然调研信息整体合规性强、信息量大，但确实有些过于一团和气。

在商务礼仪逻辑中，我们能够理解宾主尽欢的合理性；但在商务利益逻辑中，我们更渴望看到交锋与激辩。举例来看，被调研上市公司治理的完善性、独董的独立性、再融资的必要性等问题乏人提及，至于专家建议的“查水表”更是难得一见；而订单、业绩等信息披露的“擦边球”则时而被直接或委婉地提及。

就电影而言，若“前传”温和，观众就难以期待“正传”荡气回肠。对于调研来说，道理亦是如此。

星战电影中有一句经典台词——“要么做，要么不做，没有试试看。”我们想将这份“全力以赴”送给“研报前传”的专业主演们，A股市场期待更高质量的调研大片！