

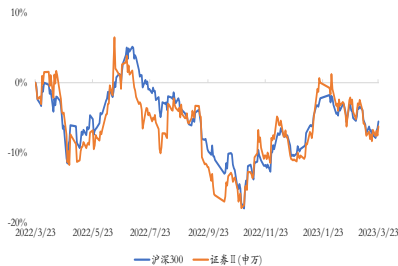
全面注册制打开券商业务发展空间

相关研究:

1.《金融监管体系进一步完善,新发基金逐步回暖》 2023.3.13

行业评级: 增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-2	0	-1
绝对收益	-4	5	-6

注: 相对收益与沪深300相比

分析师: 张智琬

证书编号: S0500521120002

Tel: 021-50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点:

全面注册制推动资本市场发展, 市场包容性及市场化程度进一步提升

注册制改革对我国资本市场意义重大, 有利于提高直接融资比重, 服务实体经济高质量发展。注册制下的制度规则主要有四个看点: (1) 明确各板块定位, 突出多层次资本市场特色; (2) 主板上市条件放宽, 审核流程优化, 未来IPO发行将进入常态化; (3) 新股定价市场化促进价格回归价值, 投资者报价将趋于理性, 优质公司更具定价能力, 券商的研究、定价、承销能力重要性提升; (4) 退市制度逐步完善, 市场“优胜劣汰”有望加快。

投行业务增量空间打开, 重资本属性增强

注册制推动IPO规模增长, 拉动投行业务收入稳定增长, 收入贡献占比提升。头部券商的投行业务优势显著, 竞争格局优化。上市券商2022前三季投行业务净收入的CR5、CR10分别为52%、71%, 较2018年末显著提升。跟投机制赋予投行业务重资本属性, 券商一方面能够获取跟投收益提高资金运用效率, 另一方面也面临业绩波动风险。此外, 新股破发概率上升加大券商包销压力, 更加考验券商的定价能力和资金实力。

市场扩容及机制优化利好经纪业务, 供需两端扩容推动财富管理发展

经纪业务方面, 由于IPO规模增加, 市场流通市值增加, 在换手率保持稳定情况下成交量稳步提升。此外, 两融规模一方面伴随市场交投活跃度而提升; 另一方面, 注册制下股票自上市首日起即可作为融资融券标的, 并且战略投资者可出借证券, 融券券源范围扩大, 促进两融及转融通业务发展。

财富管理方面, 从需求端看, 居民财富向权益类资产迁移推动财富管理业务发展, 我国股市机构化进程逐步加快。2019年以来公募基金规模保持高速增长, 机构投资者持股市值占比也不断提高, 其中投资基金2021年末的持股市值占比达7%, 较2018年末提升约4pct。从供给端看, 注册制下权益市场不断扩容, 上市公司数量增加, 相关配套制度完善也有利于提升上市公司质量, 权益市场吸引力不断增强。当然, 随着市场供应增加、定价市场化加深, 对公司投资价值的判断显得尤为重要, 从而加大了投资标的选择难度, 特别是对个人投资者的专业要求更高, 通过标准化的金融产品入市将是更好的选择。

投资建议

全面注册制改革正式落地, 资本市场将持续扩容。注册制下券商各项业务将迎来增量空间, 特别是投行业务最为受益, 承销保荐收入稳定增长, 跟投机制也增厚券商收入, 但对券商资金实力和定价能力提出更高要求。目前券商板块估值仍处于历史底部区域, 安全边际较高。建议关注投行业务和财富管理业务两条投资主线, 维持行业“增持”评级。

风险提示

经济复苏不及预期; 注册制实行不及预期; 行业竞争加剧; 行业监管政策收紧。

正文目录

1 注册制改革推动资本市场发展	3
1.1 我国股票发行制度改革历程.....	3
1.2 制度规则的主要变化及影响.....	6
2 注册制改革打开证券行业发展空间	10
2.1 投行业务：增量空间打开，重资本属性增强.....	10
2.2 经纪业务：成交量增加，融券范围扩大.....	16
2.3 财富管理：投资标的丰富，财富管理需求增加.....	17
3 投资建议.....	19
4 风险提示.....	19

图表目录

图 1 各国证券化率（上市公司总市值/GDP 比重）	6
图 2 我国直接融资及占比（万亿元，%）	6
图 3 A 股各板块市值（亿元）	6
图 4 各板块股票发行上市条件对比（未列出红筹企业、有表决权差异公司上市条件）	8
图 5 新股上市首日破发数量	9
图 6 我国上市公司退市数量（包括 A、B 股）	10
图 7 美国上市公司退市数量	10
图 8 A 股 IPO 募资金额（单位：亿元）	10
图 9 A 股 IPO 公司数量	10
图 10 证券行业投行业务收入（含财务顾问收入）	11
图 11 投行业务收入占比.....	11
图 12 2022 前三季度投行业务收入前 10 上市券商市场份额及行业集中度.....	11
图 13 2022 年 IPO 规模及家数市占率	12
图 14 上市券商投行收入占比及 IPO 储备数量	12
图 15 保荐代表人数量	13
图 16 头部券商保荐代表人数量.....	13
图 17 科创板保荐机构跟投浮盈及收益率（亿元，%）	14
图 18 科创板公司平均发行 PE 及首日涨跌幅.....	14
图 19 上市券商科创板跟投浮盈浮亏（单位：亿元）	15
图 20 各板块 IPO 项目券商包销金额（单位：万元）	15
图 21 科创板流通市值和换手率（亿元，%）	16
图 22 科创板每日成交金额（亿元）	16
图 23 沪深两市每月日均股基成交额（亿元）	16
图 24 两融规模与沪深股票成交金额（亿元）	17
图 25 两融规模及融券余额占比（亿元，%）	17
图 26 转融通余额（亿元）	17
图 27 公募基金净值（单位：亿元）	18
图 28 机构投资者持股市值占比（%）	18

表 1 我国股票发行制度改革历程.....	4
表 2 全面注册制改制的重要事件.....	5
表 3 我国资本市场各板块定位.....	7
表 4 各板块跟投制度比较.....	13
表 5 已获得公募基金牌照的券商及资管子公司.....	18

1 注册制改革推动资本市场发展

1.1 我国股票发行制度改革历程

从全球范围来看，股票发行制度主要包括三种：审批制、核准制和注册制，每一种制度对应着市场的不同发展阶段。我国自 1990 年末成立股票市场以来，经历了由审批制到核准制，再到注册制的改革历程。

1990-2000 年：强行政干预下的审批制。审批制是完全计划发行的模式，由于在股票市场发展初期的发行人、投资者、中介机构等市场参与主体尚不成熟，为维护股票市场平稳发展和平衡复杂的社会经济关系，采用行政计划的办法分配股票发行的指标和额度，地方或行业主管部门负责根据指标推荐企业发行股票。

审批制分为两个阶段：1990-1995 年期间以“总量控制”为主，即发行规模由国家计委和国务院证券委共同确定，省级政府或行业主管部门在指标额度内推荐企业。1996-2000 年实行“总量控制，限报家数”，即证监会在确定的总规模内，根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数。由于审批制下公司发行股票取决于发行指标和额度，监管部门通过行政权力行使实质性审批职能，较大程度的行政干预导致了严重的寻租现象，而且在经济发展和转型的背景下难以满足企业融资及市场化发展的需要。

2001-2022 年：由审批制转向更加市场化的核准制。核准制一方面取消了指 标和额度管理，并引进证券中介机构的责任，由中介机构判断企业是否达到股票发行条件。另一方面，监管机构对股票发行的合规性和适销性进行实质性审查，并有权否决不符合规定条件的发行申请。我国的核准制分为两个阶段，初期是 2001-2004 年实行的通道制，由监管部门根据各证券公司实力和业绩事先确定发行股票通道数量，证券公司按照“发行一家、再报一家”的原则推荐企业，即“自行排队，限报家数”。尽管核准制的行政干预较审批制明显下降，但排队机制弱化了券商通道数量上的差别，实力较强的券商只能与实力较弱的券商一同排队，行业竞争效率低。

此后，证监会于 2003 年 12 月发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，2004 年 2 月开始实行保荐制，2005 年 1 月通道制才正式废除。在保荐制下，股票发行上市需保荐机构进行保荐，保荐机构、保荐人及其他中介机构对发行人进行尽职调查，对其资料进行审慎核查，并对相关文件的真实性、准确性、完整性负连带责任。不过，核准制下监管机构对于股票发行仍有实质审核权，通过实质审核对发行人披露文件的真实性和发行人的质量进行实质判断，这一方面可以使投资者受到双重保障，但另一方面也意味着监管部门在

上市公司质量发生问题时也需承担责任，导致保荐人及其他参与主体的责任落实不够明确。

表 1 我国股票发行制度改革历程

	审批制	核准制	注册制
实行时间	1990-2000 年	2001-2022 年	2018 年开启试点
改革历程及各阶段特征	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1990-1995 年：“总量控制”发行额度由国家计委和国务院证券委共同确定，并将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业。 ➢ 1996-2000 年：“总量控制，限报家数”证监会在确定的总规模内，根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数，并对企业进行审核。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2001-2004 年：通道制“证券公司自行排队，限报家数”，由监管部门根据各证券公司实力和业绩事先确定发行股票通道数量，证券公司按照“发行一家、再报一家”的原则推荐企业，具有主承销资格的券商拥有通道数量最多 8 条，最少 2 条。用于核准制初期，于 2005 年 1 月 1 日废止。 ➢ 2004 年 2 月之后：保荐制 2003 年 12 月证监会发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》。企业发行上市需保荐机构进行保荐，由保荐人负责保荐工作。保荐机构、保荐人及其他中介机构应尽职调查，对发行人的资料进行审慎核查，并对相关文件的真实性、准确性、完整性负连带责任。 	注册制改革的本质是把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束。 2013 年 11 月：党的十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”； 2018 年 11 月：设立科创板并试点注册制； 2019 年 12 月：审议通过的新《证券法》明确全面推行注册制； 2020 年 4 月：创业板注册制改革； 2021 年 9 月：设立北交所并实行注册制； 2023 年 2 月：全面注册制正式落地
推荐人	政府或行业主管部门	中介机构	中介机构
审核参与主体	证监会进行实质审核	证监会、中介机构、交易所分担实质审核职责	中介机构、交易所审核，证监会注册
上市标准	计划发行上市	财务指标（注重盈利能力）	多套上市标准
存在问题	行政干预强，存在寻租现象。监管部门凭借行政权力行使实质性审批职能，而中介机构职能是进行技术指导。	排队机制弱化了券商通道数量上的差别，市场竞争效率低。参与主体的责任不够明确，保荐制的效果无法完全体现。	-

资料来源：中国政府网，证监会，湘财证券研究所

2018 年至今：注册制试点逐步推开，遵循试点先行、先增量后存量、逐步推开的改革路径，全面注册制条件已经具备。注册制是在市场化程度较高的成熟股票市场普遍采用的发行制度，其强调以信息披露为核心，压实发行人、中介机构、交易所等各层面责任。其中监管机构的职责是对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性做合规性的形式审查，中介机构对发行人的质量负责。

从改革历程看，我国最初在 2013 年 11 月党的十八届三中全会提出了“推进股票发行注册制改革”，历经 5 年探索，2018 年 11 月宣布设立科创板并正

式开启注册制试点，2019年12月新《证券法》又正式明确要全面推行注册制，此时相关法律及配套制度基本形成。接下来2020年4月进行创业板注册制改革，2021年9月设立北交所并实行注册制，并且2022政府工作报告也首次提出“全面实行股票发行注册制”，全面注册制改革步伐不断加快，最终于2023年2月正式落地。

表 2 全面注册制改制的重要事件

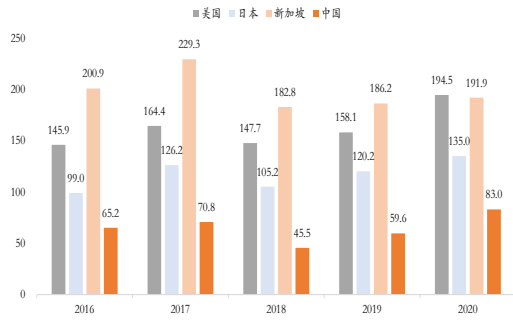
时间	主要内容
2013.11	十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”
2018.11	设立科创板并试点注册制
2019.12	十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过新《证券法》，明确全面推行注册制
2020.4	中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》
2020.8	创业板改革并试点注册制平稳落地
2020.10	十九届五中全会提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”
2021.9	设立北京证券交易所并试点注册制
2021.12	中央经济工作会议提出“抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制”
2022.3	政府工作报告首次提出“全面实行股票发行注册制”
2022.8	易会满在《求是》发文强调“全面实行股票发行注册制的条件已基本具备，以“绣花”功夫做好规则、业务和技术等各项准备”
2022.11	易会满在金融街论坛指出“深入推进股票发行注册制改革”
2022.12	证监会党委会中提到“深入推进股票发行注册制改革，突出把选择权交给市场这个本质，放管结合，提升资源配置效率。”
2023.2	全面实行股票发行注册制制度规则发布实施

资料来源：中国政府网，证监会，湘财证券研究所

实行注册制对我国资本市场意义重大，有利于提高直接融资比重，服务实体经济高质量发展。具体而言，直接融资有利于降低企业融资成本，特别是我国目前正处于经济转型阶段，亟需拓宽科技创新企业的融资渠道。相较于发达国家，我国直接融资占比仍有较大提升空间。根据世界银行数据，2020年末中国、美国、日本和新加坡的证券化率分别为83%、194%、135%、192%。若根据2022年末我国上市公司总市值占GDP比重计算，证券化率仅有65%。从社融口径来看，2023年2月末我国直接融资规模存量（包括股票、企业债、政府债）达到103万亿元，较2018年末提升43万亿元，直接融资比重从27%提升至29%，占比仍然较低。注册制可以增强资本市场包容性，提升企业上市效率，更好地服务实体经济发展。

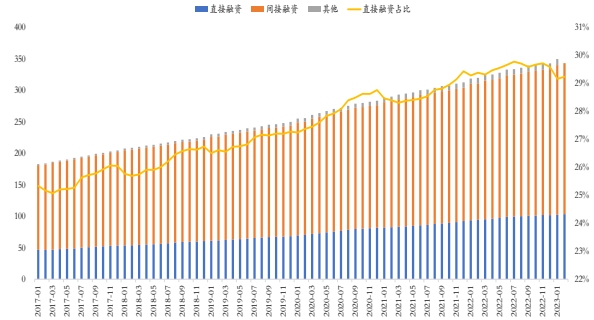
注册制试点以来，科创板和创业板成为资本市场主要增量来源。从市值来看，2022年末科创板和创业板占A股市值比重分别为7.4%、14.3%，较2019年的1.7%、12.4%分别提升6pct、2pct。

图 1 各国证券化率（上市公司总市值/GDP 比重）



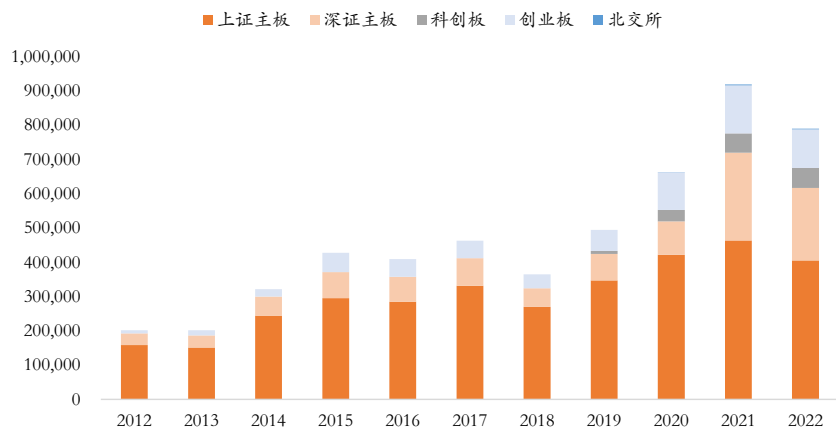
资料来源：世界银行，湘财证券研究所

图 2 我国直接融资及占比（万亿元，%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 3 A 股各板块市值（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

1.2 制度规则的主要变化及影响

注册制试点以来资本市场制度体系不断完善，2023 年 2 月 17 日证监会正式发布全面实行注册制的制度规则，证券交易所、全国股转公司、中国结算等也同步发布相关配套制度。

从 2 月 1 日的征求意见稿到正式发布仅用时半个月，实施进度较科创板和创业板明显加快，由此可看出实行全面注册制的条件已经比较成熟，而且推出的迫切性也较强。尽管市场对全面实行注册制带来的影响褒贬不一，但我们认为此次发布的制度规则涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面，进一步完善了资本市场的制度体系，有利于加快资本市场的市场化进程。

1.2.1 明确定位：各板块定位鲜明，突出多层次资本市场特色

注册制进一步完善我国多层次资本市场体系，发行人首次公开发行股票上市需符合各板块定位。首先，主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。其次，科创板突出“硬科技”特色，优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。再次，创业板主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。最后，北交所定位是“专精特新”，主要服务创新型中小企业。

表 3 我国资本市场各板块定位

主板	科创板	创业板	北交所
突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。	优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。	主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	聚焦实体经济，主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。

资料来源：证监会，北交所官网，湘财证券研究所

1.2.2 上市条件：主板上市条件包容多元，上市审核流程优化

主板注册制改革最大的看点在于放宽了上市条件，与科创板和创业板采用了较为统一的上市指标体系，提升了资本市场包容性。具体来看，审核制下的主板只关注公司的盈利能力，但注册制关注更多的维度，在此前净利润、经营现金流及营业收入等财务指标基础上引入了市值指标，从原有的 1 套上市标准增加到了 3 套，并且取消了最近一期末“无形资产占净资产比例”及“不存在未弥补亏损”的规定。

此外，注册制下明确允许红筹企业及有表决权差异安排的企业在主板上市，并制定了相关上市标准。总体来看，各板块的上市指标体系趋于统一，但各板块之间上市条件也形成了明显的差异化。

图 4 各板块股票发行上市条件对比（未列出红筹企业、有表决权差异公司上市条件）

财务指标	主板（核准制）	主板（注册制）	科创板	创业板	北交所
标准一	利润、现金流、营收 最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元； <u>最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；最近一期末不存在未弥补亏损。</u>	净利润、现金流、营收 最近3年净利润均为正，且最近3年净利润累计不低于1.5亿元，最近一年净利润不低于6000万元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元。	市值、净利润、营收 预计市值不低于10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5000万元； 或者预计市值不低于10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元；	净利润 最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于5000万元。	市值、净利润、ROE 预计市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%； 或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于8%。
标准二		市值、净利润、现金流、营收 预计市值不低于50亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于6亿元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元。	市值、营收、研发 预计市值不低于15亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于15%。	市值、净利润、营收 预计市值不低于10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元。	市值、营收及增速、现金流 预计市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元，且最近一年营业收入增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；
标准三		市值、净利润、营收 预计市值不低于80亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于8亿元	市值、营收、现金流 预计市值不低于20亿元，最近一年营业收入不低于3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元。	市值、营收 预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元。	市值、营收、研发 预计市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%。
标准四			市值、营收 预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元。		市值、研发 预计市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。
标准五			市值、业务特征 预计市值不低于40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。		
股本要求	发行前： 股本总额不少于人民币3000万元； 发行后： (1) 公司股本总额不少于人民币5000万元； (2) 公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过人民币4亿元的，公开发行股份的比例达到10%以上；	发行后： (1) 股本总额不低于5000万元； (2) 公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上；	发行后： (1) 股本总额不低于3000万元； (2) 公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上；	发行后： (1) 股本总额不低于3000万元； (2) 公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上；	(1) 最近一年期末净资产不低于5000万元； (2) 公开发行的股份不少于100万股，发行对象不少于100人； (3) 公开发行后，公司股本总额不少于3000万元； (4) 公开发行后，公司股东人数不少于200人，公众股东持股比例不低于公司股本总额的25%；公司股本总额超过4亿元的，公众股东持股比例不低于公司股本总额的10%；

资料来源：证监会，上交所，深交所，北交所，湘财证券研究所制作

注册制明晰审核职责，提升流程透明度，提高上市效率。交易所承担全面审核判断企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求的责任，并形成审核意见。证监会对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关，并基于交易所审核意见依法履行注册程序，在20个工作日内对发行人的注册申请作出是否同意注册的决定。证监会的注册决定自作出之日起1年内有效，发行人应当在注册决定有效期内发行股票，发行时点由发行人自主选择。

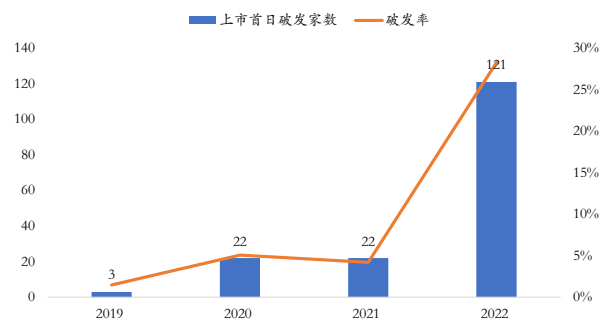
上市审核流程的各节点均有明确时间规定，根据上交所发布的《上海证券交易所股票发行上市审核规则》，自交易所受理上市申请文件到证监会注册时间总计不超过3个月，发行人及保荐人回复问询时间不超过3个月。审核注册的效率和可预期性显著提高，未来IPO发行将进入常态化。

1.2.3 定价机制：发行定价市场化，打新更考验研究能力

新股发行价格、规模主要通过市场化方式决定，最大变化是主板新股定价取消 23 倍市盈率上限，促进新股合理定价。发行规模较小的企业，继续保留直接定价，新增定价参考上限。在原有的网下投资者中增加期货公司作为专业机构投资者，同时主板上市的还要向其他法人和组织、个人投资者询价，对中小投资者利益的重视程度提升。此外，新的交易制度规定主板新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，第 6 个交易日起继续保持 10% 涨跌幅限制，同时优化盘中临时停牌制度。这也将加速新股价格回归价值，提高定价效率。

定价机制市场化增加了新股破发概率，对市场参与主体均有影响。注册制试点以来新股上市首日破发数量增加，尤其是 22 年行情低迷叠加新股定价新规影响，破发达到 121 家。从投资者角度看，定价机制和交易制度修改后对投资者的研究水平要求更高，报价需更加理性，关注公司价值。定价过高将增加破发概率，影响打新收益率。从上市公司角度看，注册制改革下市场供给增加、信息披露质量要求提高，定价市场化更有利于增强优质公司的定价能力，缩小一二级市场价差，更好地发挥资本市场的价值发现作用。从中介机构角度看，注册制下对券商的项目筛选、询价定价、承销、研究能力要求更高。定价过高有发行失败风险，而且包销制度下需被动投资遭弃购的新股，增加资金压力，另外还需要承担跟投浮亏。

图 5 新股上市首日破发数量



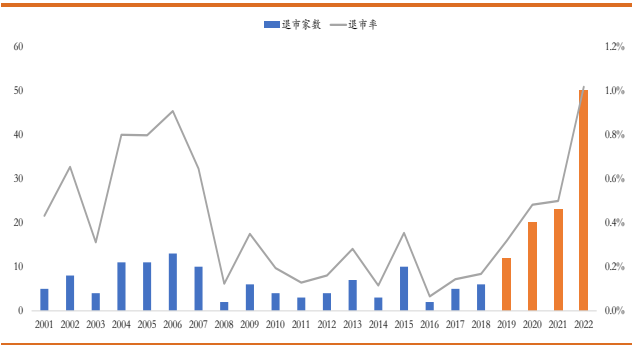
资料来源：Wind，湘财证券研究所

1.2.4 退市机制：退市制度逐步完善，“优胜劣汰”有望加快

退市指标体系逐步完善，退市率显著上升。注册制下上市公司数量增加，壳资源稀缺性下降，需配合常态化的退市机制形成“有进有出”的良性循环，保持资本市场健康发展。2022 年 1 月沪深交易所修订发布了新的退市相关业务规则，构建了交易类、财务类、规范类和重大违法类等四类强制退市指标，此次注册制改革下的退市规则与之前基本保持一致。

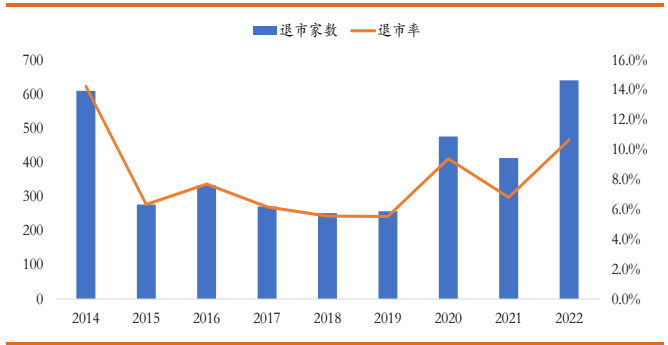
随着退市制度完善,我国退市公司数量和退市率从2018年的6家和0.17%增加至2022年的50家和1.02%。不过,美国股票市场过去5年的平均退市率达到7%左右,因此我国仍需严格执行退市制度,优化退市流程,加快资本市场“优胜劣汰”。

图6 我国上市公司退市数量(包括A、B股)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图7 美国上市公司退市数量



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

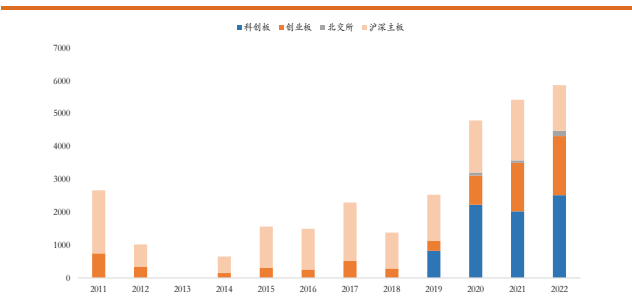
2 注册制改革打开证券行业发展空间

2.1 投行业务: 增量空间打开, 重资本属性增强

注册制下IPO发行常态化, IPO募资规模和家数显著增加。2019年科创板试点注册制以来, IPO规模占全市场比重从19年的33%提升至22年的43%, 22年末IPO项目数量占比接近30%。从创业板看, 2020年8月正式开启注册制后, IPO规模占比从19年的12%提升至22年的31%, IPO项目数量占比达35%。

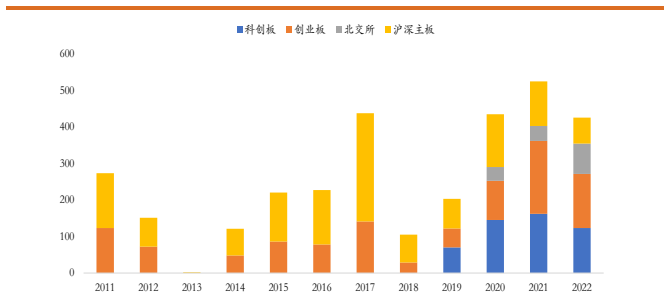
IPO发行加快拉动投行业务收入稳定增长, 收入贡献占比提升。2019-2022前三季度证券行业投行业务收入同比增速分别达+30%、+39%、+4%、+6%, 在股市大幅下行的2022年仍然贡献了正增长。2022前三季度投行业务收入达492亿元, 占收入比重为16%, 较2018年末提高2.3pct。

图8 A股IPO募资金额(单位: 亿元)

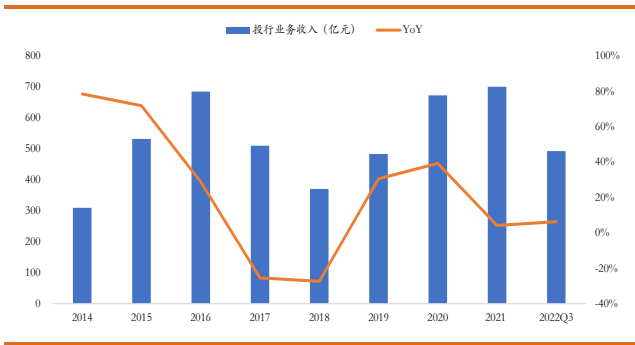


资料来源: Wind, 湘财证券研究所

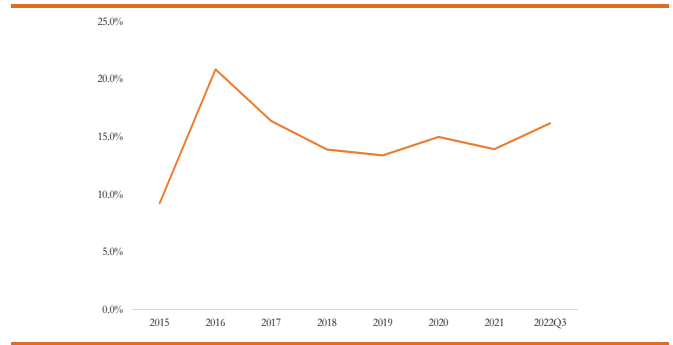
图9 A股IPO公司数量



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 10 证券行业投行业务收入（含财务顾问收入）


资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

图 11 投行业务收入占比


资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

头部集中趋势明显，行业竞争格局优化。从上市券商来看，2022 前三季度投行业务净收入的 CR5、CR10 分别为 52%、71%，相较于注册制试点前的 2018 年分别提升 7.1pct、9.6pct，尤其在 2020 年之后显著提高，向头部集中的趋势愈加明显，前 3 家券商的市场份额均达到 10% 以上。

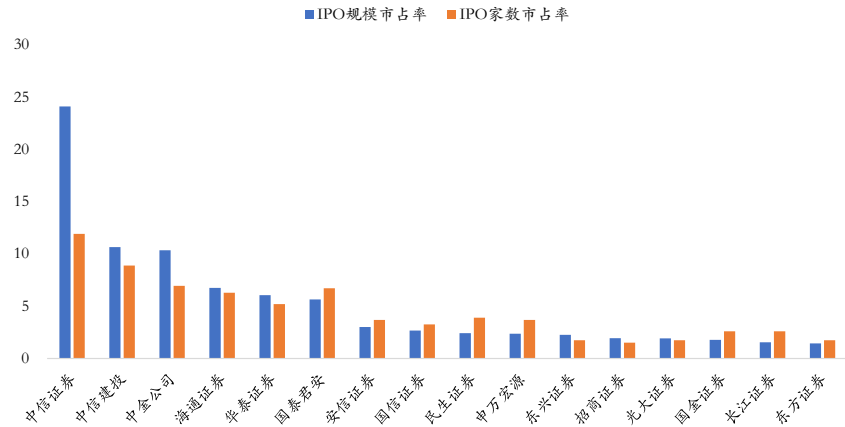
从 IPO 市占率来看，2022 年中信证券、中信建投、中金公司、海通证券和华泰证券 5 家券商的 IPO 规模市占率共计 58%，IPO 项目数量也占据了 39% 的份额，龙头优势明显。不过，市占率靠前的券商中也出现了中小券商的身影，其 22Q3 投行收入占比较高，增速较快。此外，可以看到头部券商 IPO 项目储备充足，大幅领先于同行，IPO 常态化将为投行业务收入增长带来更大确定性。

图 12 2022 前三季度投行业务收入前 10 上市券商市场份额及行业集中度

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022Q3	较2018年变化
中信证券	10.7%	10.7%	11.8%	13.1%	14.6%	3.8%
中金公司	9.4%	10.2%	10.2%	11.3%	10.8%	1.5%
中信建投	9.3%	8.8%	10.0%	9.1%	10.6%	1.4%
海通证券	9.5%	8.3%	8.5%	7.9%	8.7%	-0.8%
国泰君安	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	7.1%	1.2%
华泰证券	5.8%	4.7%	6.2%	7.0%	6.8%	1.0%
申万宏源	2.6%	2.8%	2.4%	2.9%	3.2%	0.6%
国金证券	2.1%	2.2%	2.9%	2.9%	3.2%	1.1%
东方证券	3.4%	2.5%	2.7%	2.7%	3.2%	-0.2%
国信证券	3.2%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%	-0.1%
CR5	44.8%	44.1%	46.9%	48.0%	51.9%	7.1%
CR10	61.8%	59.6%	64.4%	66.7%	71.4%	9.6%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 2022 年 IPO 规模及家数市占率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 14 上市券商投行收入占比及 IPO 储备数量

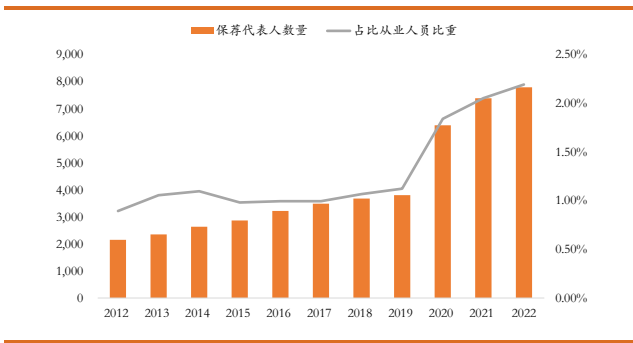
公司	22Q3 投行收入占比	22Q3 投行收入同比	2022 年 IPO 规模市占率	2022 年 IPO 数量市占率	IPO 项目储备数量
中信证券	14.5%	11.1%	24.1%	11.9%	113
中信建投	27.1%	31.6%	10.7%	8.9%	81
海通证券	22.8%	8.8%	6.7%	6.3%	70
国泰君安	15.6%	28.6%	5.7%	6.7%	50
华泰证券	13.9%	9.4%	6.1%	5.2%	55
中金公司	24.0%	12.7%	10.3%	6.9%	49
国金证券	33.8%	32.4%	1.8%	2.6%	41
招商证券	7.8%	-13.5%	1.9%	1.5%	39
国信证券	11.9%	0.2%	2.7%	3.3%	28
东吴证券	19.8%	21.0%	1.1%	2.2%	23
中万宏源	10.8%	18.7%	2.4%	3.7%	22
长江证券	10.8%	-34.4%	1.6%	2.6%	19
光大证券	12.6%	-29.5%	1.9%	1.7%	17
中泰证券	12.6%	-27.5%	0.7%	1.7%	16
东方证券	15.3%	13.8%	1.4%	1.7%	16
财通证券	9.6%	-25.4%	0.2%	0.9%	15
广发证券	2.7%	28.6%	0.6%	1.3%	15
兴业证券	11.4%	-24.4%	0.9%	1.5%	13
东兴证券	35.9%	19.0%	2.3%	1.7%	12

资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：投行收入占比=投行收入/（营业收入-其他业务成本）

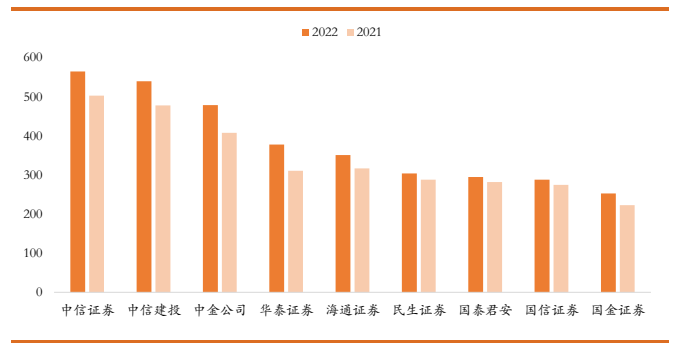
注册制下券商继续加大投行人员投入，保荐人数量持续增长，头部券商夯实竞争优势。注册制试点以来，证券行业保荐代表人数量从 2019 年末的 3806 人增长至 2022 年末的 7798 人，占从业人员比重从 1.12% 提升至 2.2%。头部券商保荐人数量也迅速扩张，中信证券、中信建投和中金公司保荐代表人数量领先于行业。

图 15 保荐代表人数量



资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

图 16 头部券商保荐代表人数量



资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

注册制引入跟投机制，赋予投行业务重资本属性，券商一方面能够获取跟投收益提高资金运用效率，另一方面也加大了业绩波动。具体而言，目前主板明确保荐机构不需要强制跟投，但科创板和创业板均存在差异化的跟投制度。其中，创业板跟投与否取决于发行人盈利情况、企业性质、发行价格等因素，目前触发跟投的项目较少，而科创板强制要求保荐机构的相关子公司参与战略配售进行跟投。跟投比例为发行数量的 2%-5%，获配股份有 24 个月限售期。这意味着券商一方面可以享受跟投带来的浮盈，另一方面也对券商的定价能力要求更高，若定价过高将承受浮亏。

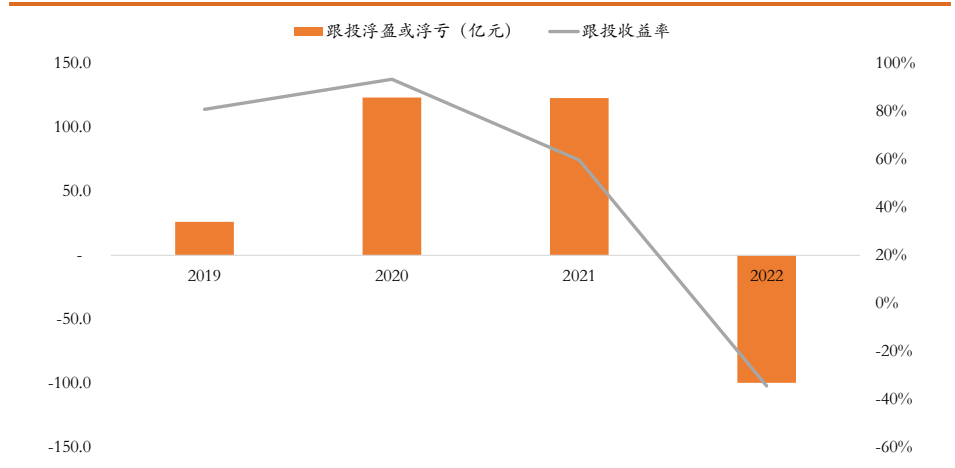
表 4 各板块跟投制度比较

跟投要求	主板	科创板	创业板
跟投制度	不要求跟投	强制跟投	仅针对下列情形之一进行跟投：（1）未盈利企业；（2）存在表决权差异安排企业；（3）红筹企业；（4）发行价格（或者发行价格区间上限）超过“四个值”。
参与跟投主体	-	保荐人通过依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐人的证券公司依法设立的另类投资子公司	保荐人相关子公司
跟投比例	-	首次公开发行证券数量 2%至 5% （1）发行规模不足 10 亿元的，跟投比例为 5%，但不超过 4000 万元； （2）发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的，跟投比例为 4%，但不超过 6000 万元； （3）发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的，跟投比例为 3%，但不超过 1 亿元； （4）发行规模 50 亿元以上的，跟投比例为 2%，但不超过 10 亿元。	
限售期	-	自发行人首次公开发行并上市之日起 24 个月	

资料来源：上交所，深交所，湘财证券研究所

2019-2021 年券商参与科创板跟投获得了较为可观的投资收益，期间浮盈分别为 26.1 亿、123.2 亿、122.8 亿。但 2022 年新股定价偏高，平均发行市盈率显著上升，叠加整体市场环境低迷，首日破发股票数量增加，从而导致券商跟投首次出现浮亏。

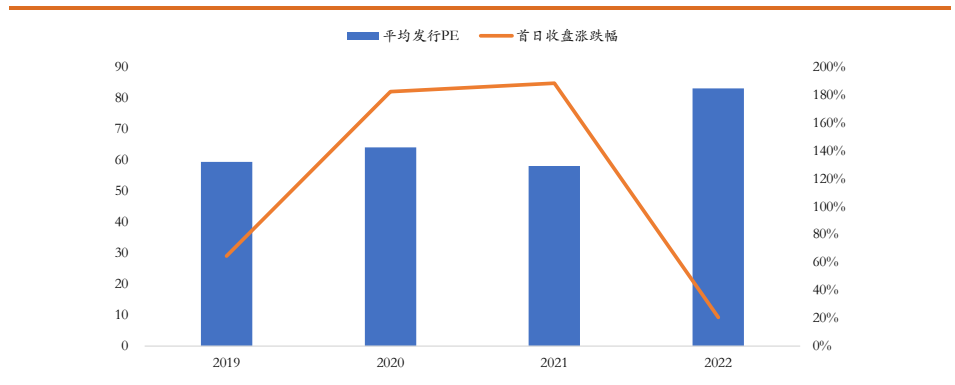
图 17 科创板保荐机构跟投浮盈及收益率（亿元，%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：跟投收益为当年浮盈或浮亏，收益率=当年浮盈/跟投金额，假设锁定期结束未出售

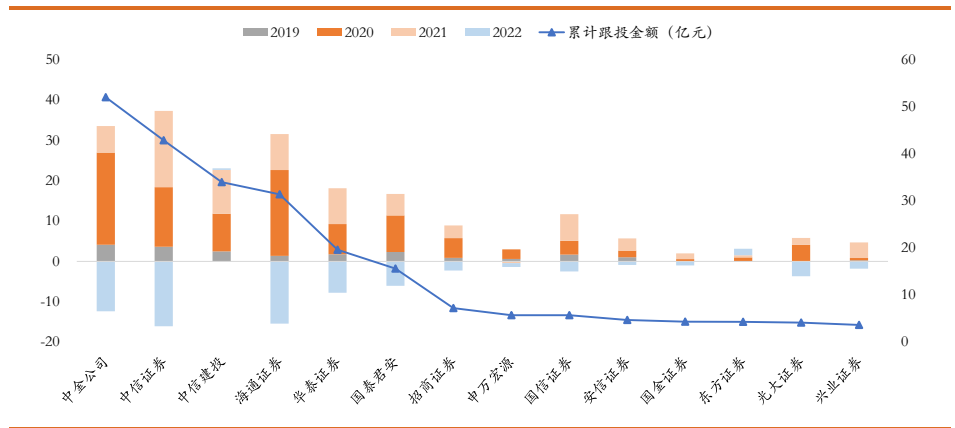
图 18 科创板公司平均发行 PE 及首日涨跌幅



资料来源：Wind，湘财证券研究所

头部券商跟投收益颇丰，构筑资金壁垒。从上市券商情况来看，IPO 项目较多的头部券商在 19-21 年间获得了较高的跟投收益，不过 22 年基本都承受了浮亏。除了项目获取能力，跟投对券商资本实力的要求也比较高，19-22 年中金、中信、建投的科创板 IPO 累计跟投金额分别达到 52 亿、43 亿、34 亿，与中小券商拉开较大差距。

图 19 上市券商科创板跟投浮盈浮亏（单位：亿元）

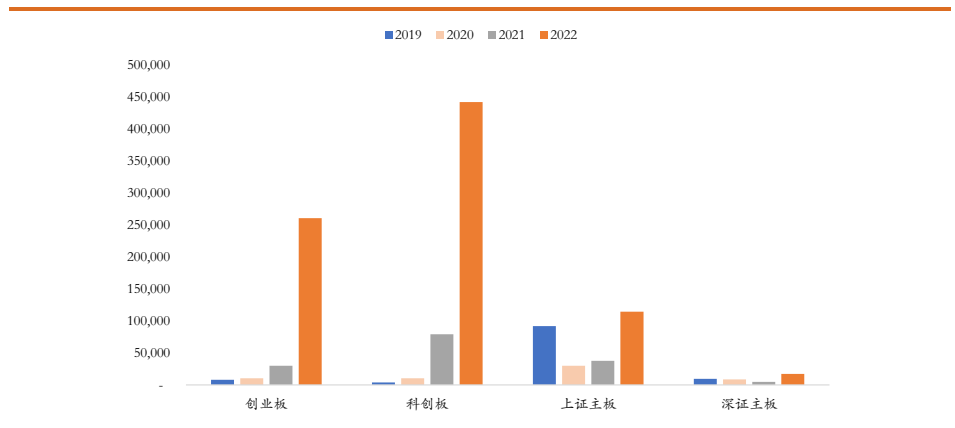


资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：跟投收益为当年浮盈或浮亏，假设锁定期结束未出售

此外，新股定价市场化程度提升，投资者更加关注公司价值，不仅考验券商的研究、定价及承销能力，而且由于新股破发概率上升、弃购数量增加，也加大了券商的包销压力，对券商的资金实力要求进一步提高。2021年以来，受新股定价新规及市场下行影响，投资者弃购增加，创业板和科创板 IPO 项目的包销金额大幅上升，形成券商的被动投资，而且明显高于主板。

图 20 各板块 IPO 项目券商包销金额（单位：万元）

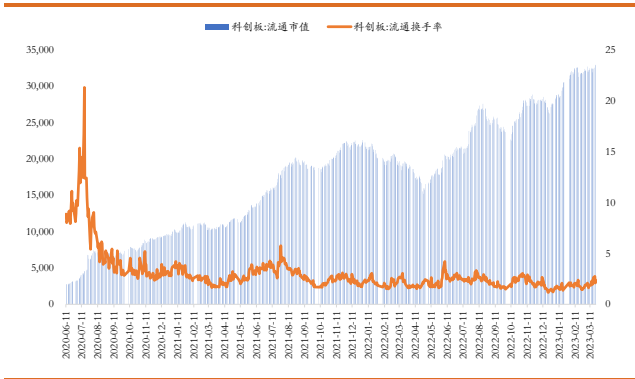


资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.2 经纪业务：成交量增加，融券范围扩大

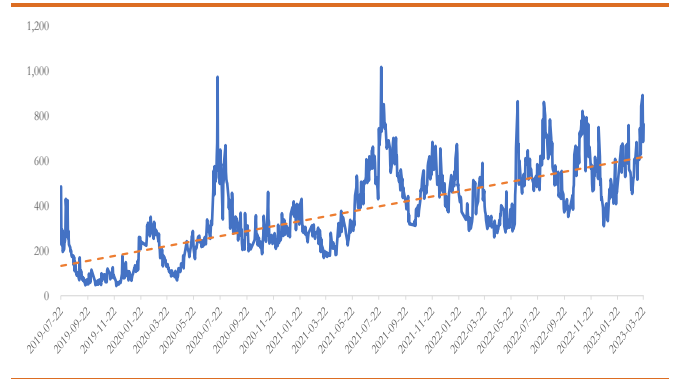
科创板和创业板实行注册制后，IPO 公司数量增加，市场流通市值增加，换手率保持稳定，成交量稳步提升。2020 年以来沪深两市每月日均股基成交额保持在 1 万亿之上成为常态。

图 21 科创板流通市值和换手率（亿元，%）



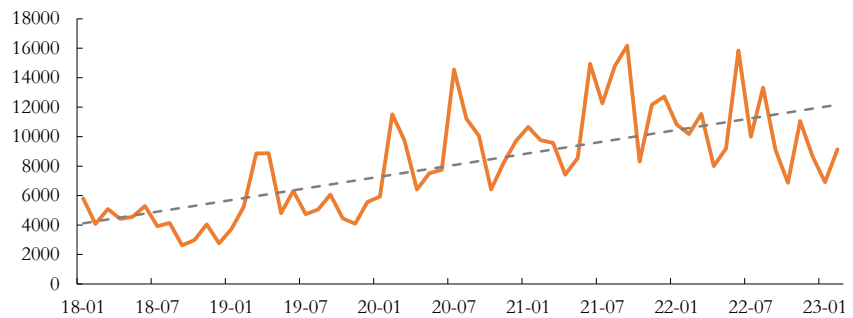
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 22 科创板每日成交金额（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 23 沪深两市每月日均股基成交额（亿元）

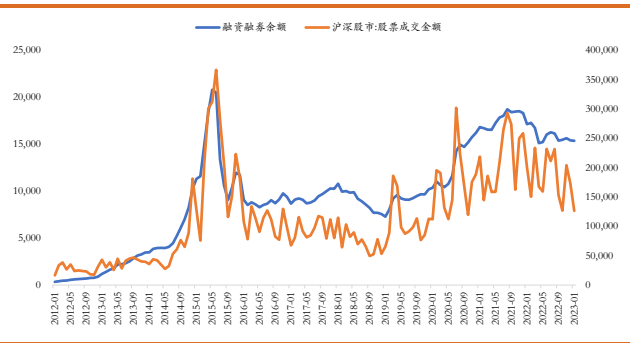


资料来源：Wind，湘财证券研究所

两融规模一方面伴随市场交投活跃度而提升；另一方面，注册制优化融资融券及转融通机制，扩大融券券源范围，促进两融及转融通业务发展。注册制下首次公开发行的股票自上市首日起可作为融资融券的标的证券，以及可充抵保证金证券，而注册制改革之前主板转融通证券出借券源仅允许无限售流通股。出借人范围在机构投资者基础上增加参与战略配售的投资者。期限方面，通过约定申报方式参与出借可以在 1 天至 182 天内协商确定。费率方面，通过约定申报参与证券出借的，可以协商确定费率。

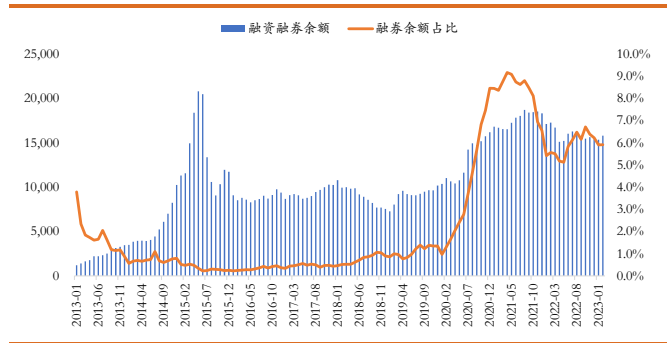
随着可借券源增加，两融业务成本下降，融券余额占两融余额比例明显提升，2021年4月融券余额高点达到1517亿元（占比9.2%），2023年2月末占比达6%。同时，转融通余额自2019年试点注册制以来也迅速提升，特别是转融券余额已经超过转融资余额。此外，两融业务扩容也意味着跟投项目多、企业客户资源丰富、机构业务及协同能力强的头部券商将为客户提供更多的券源，进一步夯实竞争优势。

图 24 两融规模与沪深股票成交金额（亿元）



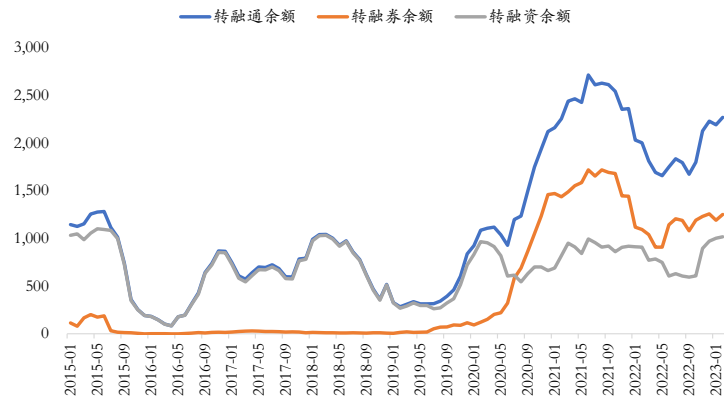
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 25 两融规模及融券余额占比（亿元，%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 26 转融通余额（亿元）



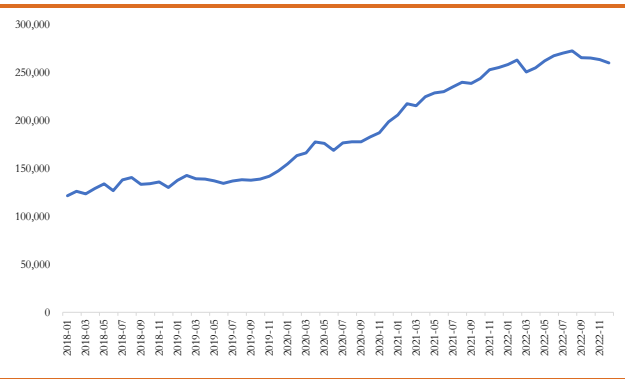
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.3 财富管理：投资标的丰富，财富管理需求增加

从需求端看，在居民财富向权益类资产迁移的浪潮下，我国股市机构化进程逐步加快，推动财富管理业务发展。2019年以来公募基金规模保持高速增长，机构投资者持股市值占比也不断提高，其中投资基金2021年末的持股市值占比达7%，较2018年末提升约4pct。

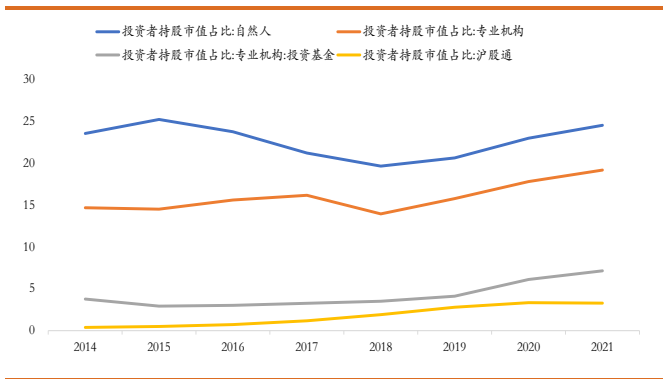
从供给端看，注册制下权益市场不断扩容，上市公司数量增加，相关配套制度完善也有利于提升上市公司质量，权益市场吸引力不断增强。当然，随着市场供应增加、定价市场化加深，对公司投资价值的判断显得尤为重要，从而加大了投资标的选择难度，特别是对个人投资者的专业要求更高，通过标准化的金融产品入市将是更好的选择。

图 27 公募基金净值（单位：亿元）



资料来源：基金业协会，湘财证券研究所

图 28 机构投资者持股市值占比 (%)



资料来源：上交所，湘财证券研究所

各家券商加快布局公募基金业务，抢占先发优势。对券商而言，布局公募基金业务主要有 3 种方式：(1) 参控股公募基金公司；(2) 资管子公司申请公募牌照；(3) 券商主体直接申请公募牌照，目前以参控股公募基金公司的方式较多。

2022 年 5 月发布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》放宽“一参一控”要求至“一参一控一牌”，即同一证券公司在已控股和参股一家基金公司的情况下，允许同一集团下证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资管机构申请公募牌照。因此近一年来多家券商积极申请资管子公司，加快布局公募业务。

目前共有 14 家券商或券商资管子公司获得公募基金牌照，2022 年内已有国金证券、万联证券、申万宏源获批设立资管子公司，中信证券资管子公司也于 23 年 1 月获批。另外还有中金公司、中信建投等券商在申请设立资管子公司，为拓展公募基金业务做好准备。

表 5 已获得公募基金牌照的券商及资管子公司

机构类型	已取得公募基金牌照的机构
券商	山西证券、国都证券、华融证券、东兴证券、北京高华证券、中银证券
券商资管子公司	东证资管、浙商资管、渤海汇金资管、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管、国泰君安资管

资料来源：基金业协会，湘财证券研究所

注：东兴证券旗下公募产品迁移至全资子公司东兴基金进行运作；华融证券 22 年 8 月更名为国新证券

3 投资建议

全面注册制改革正式落地，资本市场将持续扩容。注册制下券商各项业务将迎来增量空间，特别是投行业务最为受益，承销保荐收入稳定增长，跟投机制也增厚券商收入，但对券商资金实力和定价能力提出更高要求。目前券商板块估值仍处于历史底部区域，安全边际较高。建议关注投行业务和财富管理业务两条投资主线，维持行业“增持”评级。

4 风险提示

经济复苏不及预期；注册制实行不及预期；行业竞争加剧；行业监管政策收紧。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。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、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。