

2023年05月22日

## 回归本源-从北交所 PB 和 ROE 看估值体系或重构

北交所研究团队

——北交所策略专题报告

**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

### ● 北交所估值为科创板及创业板 3-4 折，ROE 优于双创或面临系统性重估

在前篇《北交所或系统性低估，特色估值体系应参考科技股、成长股》中我们从相对估值角度对北交所进行分析，发现北交所的 PE 估值即使考虑到流动性差异和限售差异等，与科创板及创业板相比折扣较大。影响的主要因素是流动性、其次是限售等制度，未来长期合理中枢应该由现在的 4 折升至 7 折。从 2 月份至今，北交所估值已经得到一定修复。本篇我们从 PB 和 ROE 的角度进一步分析，将北交所与更可比的创业板（注册制后）PB 分布结构进行对比。北交所公司 PB 多集中于 1X-2X 区间，占比达到 65%；而创业板公司 PB 多集中于 2X 以上区间。通过  $PB=ROE*PE$  恒等式将北交所与科创板及创业板进行分析比较，北交所 PB、PE 估值与双创相比均有较大折扣，但 ROE 表现优于双创，或代表北交所当前估值折价过高。

### ● 破净率上北交所 5.13%，创业板、科创板分别为 0.24%、0.19%

目前北交所公司破净率高于其他市场和板块。北交所破净率为 5.13%，而创业板、科创板、沪深主板破净率分别为 0.24%、0.19%、3.48%。由于北交所覆盖行业偏向成长股，医药生物、计算机行业占比合计更是超过 30%；而研发投入方面，北交所与创业板较为相似、略低于科创板投入，因此北交所估值体系应偏向科技股、成长股的估值体系。在如此高破净率下，我们关心是否因行业属性或者业绩差等因素。但结果显示并非上述原因，例如从市值角度来看大多数公司破净公司集中于市值 10 亿元以下区间；从行业角度看，破净公司行业分布较为分散并无特别行业属性，有 30% 属于机械设备行业，20% 属于化工行业，其余 50% 分布于食品饮料、医药生物、电器设备等。从营收及归母净利润增速来看，破净公司 2023 年 Q1 业绩表现较好，多数公司实现营收及归母净利润正增长，其中田野股份、生物谷、晨光电缆 2023Q1 归母净利润增速超过 100%。

### ● 回归本源：北交所 ROE 较优、收入增长也较快，估值存在修复机会

从板块整体 ROE 表现来看，北交所、科创板、创业板对应 2022 年报的 ROE TTM 分别 12.94%、7.71%、7.99%；对应 2023Q1 的 ROE TTM 分别为 10.61%、5.77%、7.31%，北交所 ROE 整体优于科创板及创业板。这与北交所公司增长较好有关，2022 年北交所实现营收 1501.91 亿元，同比增长 22.10%，平均实现营收 7.86 亿元；2023Q1 季度共实现总营收 345.71 亿元，同比增长 8.23%。2022 年实现归母净利润 138.11 亿元，同比增长 12.17%，平均实现归母净利润 7,230.81 万元；2023Q1 季度共实现归母净利润 23.26 亿元。通过  $PB=ROE*PE$  恒等式进行分析，北交所破净率较高现象，应与 ROE 无关，而与估值中隐含的风险溢价过高有关，在后续市场流动性等因素改善影响下，北交所整体估值水平或存在进一步修复的机会。

### ● 风险提示：政策变动风险、宏观经济环境风险、市场竞争加剧风险

### 相关研究报告

《IPO 跟踪 (2023.05.13~05.19)：豪声电子北交所提交注册—北交所策略专题报告》-2023.5.21

《豪声电子(838701.BJ)：国内电声元器件第一梯队，专注下游智能化、迭代化需求—北交所新股申购报告》-2023.5.19

《详解专精特新中小成长企业可转债融资的优势—北交所策略事件点评报告》-2023.5.19

## 目 录

1、 相对估值：北交所 PB 为创业板 6 折，科创板 5 折.....	3
2、 绝对估值：北交所公司破净率为 5.13%，高于其他板块 .....	5
2.1、 与创业板（注册制）相比，北交所 PB 内部结构偏向低位 .....	5
2.2、 北交所破净率高于其他板块，破净公司多数市值小于 10 亿元 .....	5
3、 北交所 ROE 高于双创，北证当前估值折价过高.....	7
4、 风险提示 .....	8

## 图表目录

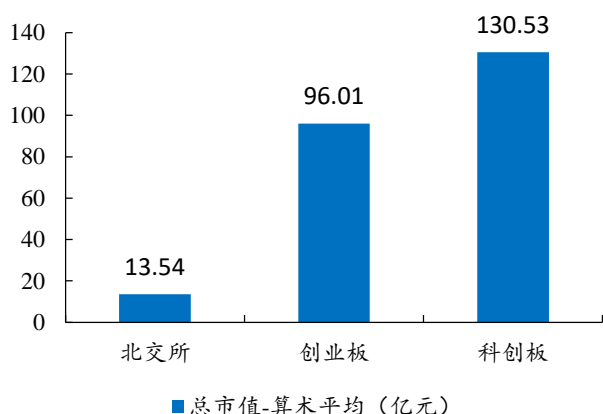
图 1： 北交所上市公司规模更小 .....	3
图 2： 科创板研发费用率最高 .....	3
图 3： 北交所 PE TTM 为创业板 5 折，科创板 4 折.....	3
图 4： 北交所 PB 为创业板 6 折，科创板的 5 折.....	3
图 5： 目前市场 PE 估值处于历史最低阶段.....	4
图 6： 目前市场 PB 估值基本处于历史最低阶段.....	4
图 7： 北交所 PB 于 1X-2X 区间的公司有 125 家.....	5
图 8： 北交所 PB 于 1X-2X 区间的公司占比达 65% .....	5
图 9： 创业板（注册制）PB 于 2X-3X 的公司有 176 家.....	5
图 10： 创业板（注册制）PB 于 2X-3X 的公司占比达 40% .....	5
图 11： 北交所公司破净比例高于创业板、科创板及沪深主板（非金融、非周期） .....	6
图 12： 北交所对应 2022 年年报 ROE（TTM）为 12.94% .....	7
图 13： 北交所对应 2023Q1ROE（TTM）为 10.61% .....	7
图 14： 2022 年北交所公司总营收同比增长 22.10% .....	7
图 15： 2022 年北交所公司归母净利润同比增长 12.17% .....	7
图 16： 2022 年北证 50 实现营收 752.53 亿元.....	8
图 17： 2022 年北证 50 实现营收 74.16 亿元.....	8
表 1： 北交所 10 家破净公司中多数为小市值公司.....	6
表 2： 北交所破净公司 2023Q1 业绩表现较好.....	6

## 1、相对估值：北交所 PB 为创业板 6 折，科创板 5 折

在前篇《北交所或系统性低估，特色估值体系应参考科技股、成长股》报告中，我们主要从相对估值角度对北交所估值水平进行分析。整体来看，北交所 PE、PB 估值水平与科创板及创业板相比折扣较大。

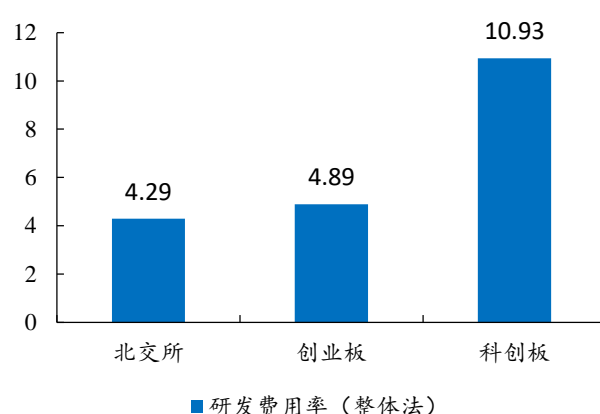
从市值上来看，北交所上市企业的规模更小，算数平均总市值仅仅为科创板平均市值的 1/10。在研发投入方面，北交所与创业板较为相似，略低于科创板投入，但总体差异并不大。

图1：北交所上市公司规模更小



数据来源：Wind、开源证券研究所

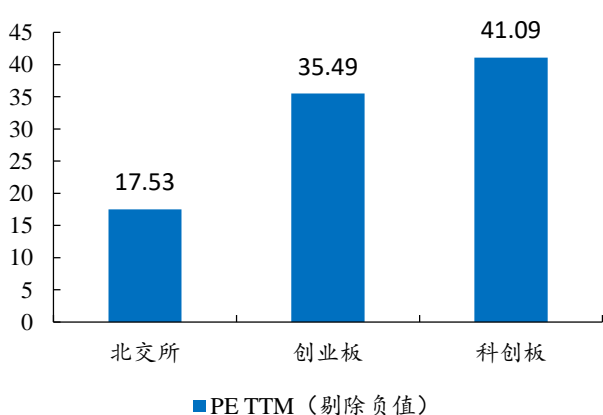
图2：科创板研发费用率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

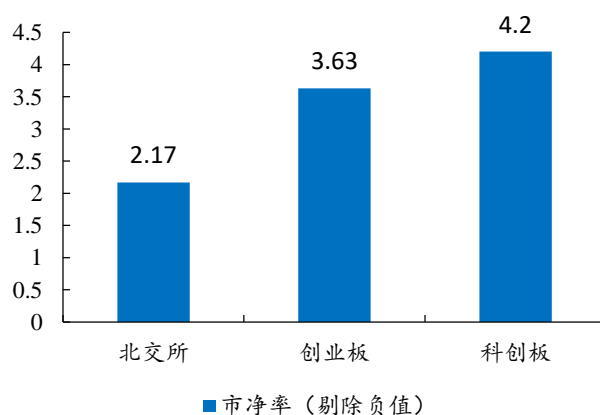
从 PE 估值来看，剔除负值后，北交所上市公司 PE TTM 为 17.53X，低于创业板的 35.49X 与科创板的 41.09X，分别为创业板的 5 折及科创板的 4 折；PB 估值上，北交所 PB 为 2.17X，低于创业板的 3.63X 与科创板的 4.2X，分别为创业板的 6 折及科创板的 5 折。

图3：北交所 PE TTM 为创业板 5 折，科创板 4 折



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：北交所 PB 为创业板 6 折，科创板的 5 折



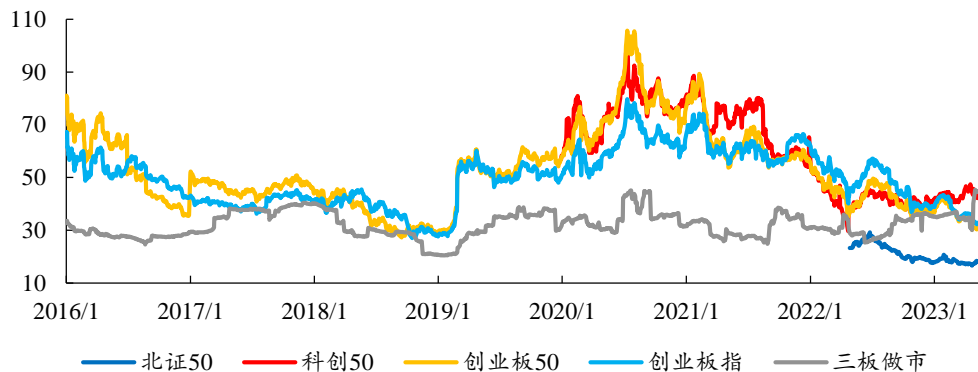
数据来源：Wind、开源证券研究所

从历史估值的时间序列分析上来看，北证 50 指数、三板做市的 PE、PB 估值都目前处于历史最低点附近，同时与科创 50、创业板 50 运行方向一致。

长期来看，因为同样的科技属性和小盘股属性，北证 50 指数的 PE 估值涨跌趋势应与科创 50、创业板 50 等指数继续保持同向，但是北交所明显 PE 估值绝对值较

低。

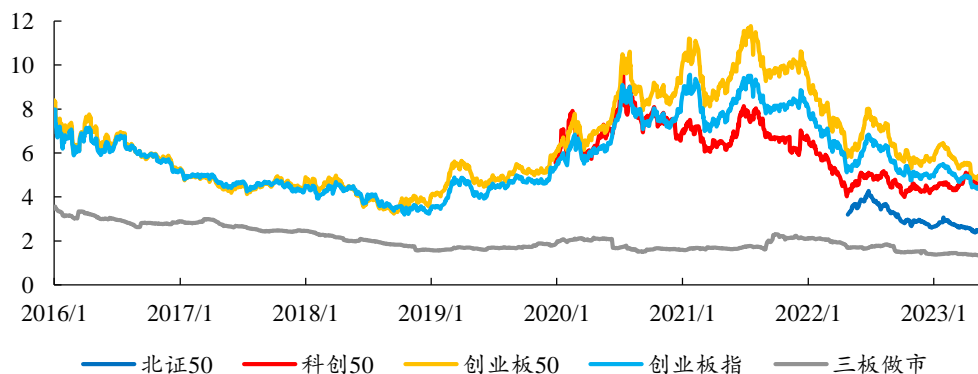
**图5：目前市场 PE 估值处于历史最低阶段**



数据来源：Wind、开源证券研究所

在 PB 估值表现上，北证 50 的 PB 估值走势与科创 50、创业板 50 等指数更加趋同，但绝对值同样相对较低。

**图6：目前市场 PB 估值基本处于历史最低阶段**



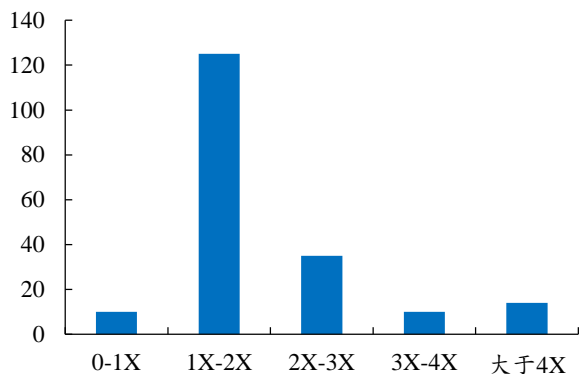
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、绝对估值：北交所公司破净率为 5.13%，高于其他板块

### 2.1、与创业板（注册制）相比，北交所 PB 内部结构偏向低位

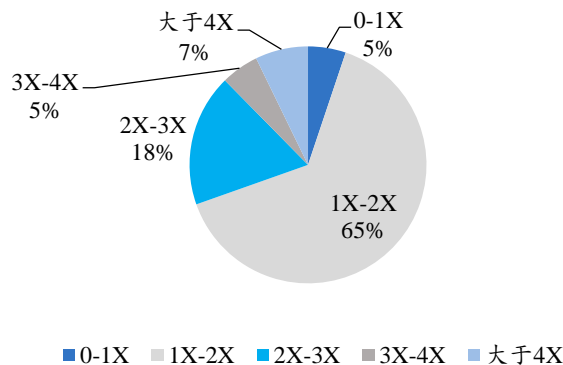
将北交所与创业板（注册制）内部 PB 结构进行对比，北交所公司 PB 多集中于 1X-2X 区间，创业板（注册制）公司 PB 多集中于 2X-3X 区间。北交所有 125 家公司 PB 位于 1X-2X 区间，占比达到 65%；创业板（注册制）有 176 家公司 PB 位于 2X-3X 区间，占比达到 40%。

图7：北交所 PB 于 1X-2X 区间的公司有 125 家



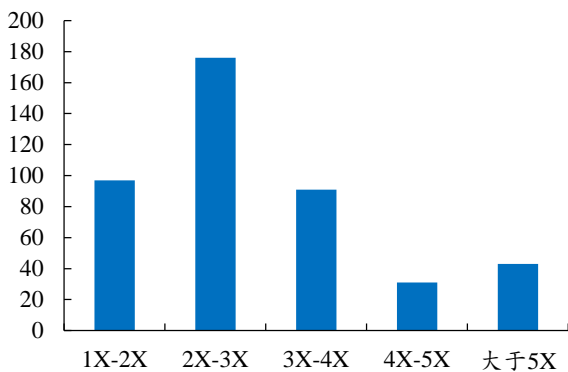
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：北交所 PB 于 1X-2X 区间的公司占比达 65%



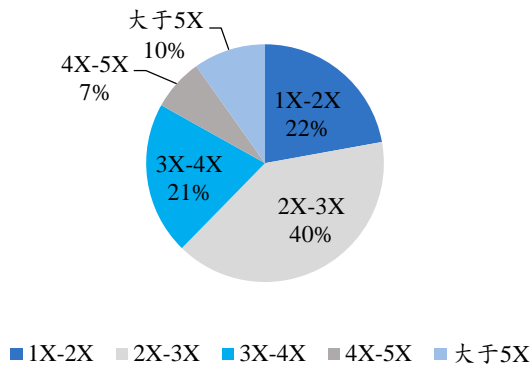
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：创业板（注册制）PB 于 2X-3X 的公司有 176 家



数据来源：Wind、开源证券研究所

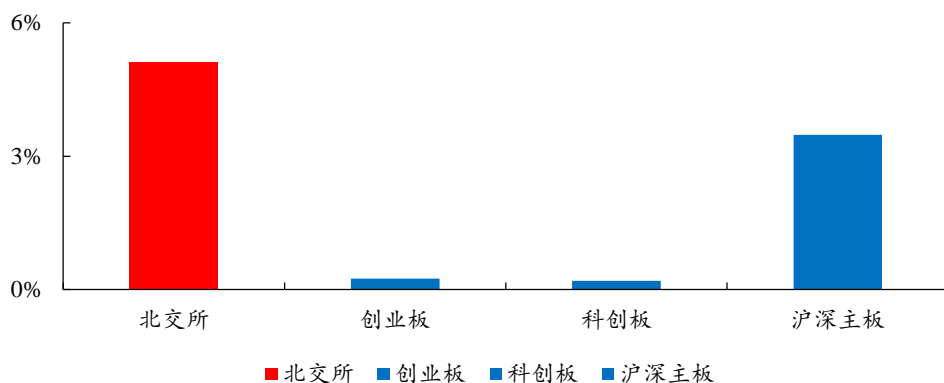
图10：创业板（注册制）PB 于 2X-3X 的公司占比达 40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、北交所破净率高于其他板块，破净公司多数市值小于 10 亿元

北交所公司破净率高于其他板块。从绝对估值的角度对剔除 ST 标的、PB 负值标的后北交所、创业板、科创板及沪深主板（非金融、非周期）公司进行分析。北交所 195 家公司中，有 10 家公司股价跌破每股净资产，破净率为 5.13%，创业板、科创板、沪深主板破净率分别为 0.24%、0.19%、3.48%。

**图11：北交所公司破净比例高于创业板、科创板及沪深主板（非金融、非周期）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

北交所 10 家破净公司市值多数为 10 亿元以下，行业分布较为分散。北交所 10 家破净公司分别为拾比佰、田野股份、百甲科技、生物谷、晨光电缆、齐鲁华信、安徽凤凰、润农节水、颖泰生物及浙江大农。对破净公司进行具体分析，从市值角度来看，共有 80% 公司市值小于 10 亿元，10% 公司市值位于 10-20 亿元，10% 公司市值高于 50 亿元，破净公司多集中于市值 10 亿元以下区间；从行业角度看，有 30% 公司属于机械设备行业，20% 属于基础化工行业，其余 50% 分布于食品饮料、医药生物、电器设备、交运设备及建筑行业，行业分布并无典型行业属性，整体较为分散。

**表1：北交所 10 家破净公司中多数为小市值公司**

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	每股净资产 (元/股)	P/B	公司市值 (亿元)	行业
831768.BJ	拾比佰	4.81	6.20	0.78	5.34	机械设备
832023.BJ	田野股份	3.07	3.60	0.85	10.05	食品饮料
835857.BJ	百甲科技	3.42	3.87	0.88	6.20	机械设备
833266.BJ	生物谷	7.04	7.92	0.89	9.01	医药生物
834639.BJ	晨光电缆	4.24	4.57	0.93	7.91	电气设备
830832.BJ	齐鲁华信	5.18	5.52	0.94	7.19	基础化工
832000.BJ	安徽凤凰	5.17	5.55	0.93	4.88	交运设备
830964.BJ	润农节水	3.22	3.40	0.95	8.41	建筑
833819.BJ	颖泰生物	4.68	4.89	0.96	57.37	基础化工
831855.BJ	浙江大农	6.89	6.98	0.99	5.15	机械设备

数据来源：Wind、开源证券研究所

从营收及归母净利润增速来看，北交所 10 家破净公司 2023Q1 业绩表现较好，多数公司实现营收及归母净利润正增长，其中田野股份、生物谷、晨光电缆 2023Q1 归母净利润增速超过 100%。

**表2：北交所破净公司 2023Q1 业绩表现较好**

证券代码	证券简称	2023 年 Q1 营收增速	2023 年 Q1 归母净利润增速	ROE TTM
831768.BJ	拾比佰	-21.83%	-278.68%	-0.90%
832023.BJ	田野股份	46.91%	133.94%	4.88%
835857.BJ	百甲科技	-17.11%	63.99%	7.86%
833266.BJ	生物谷	9.93%	597.77%	-4.65%

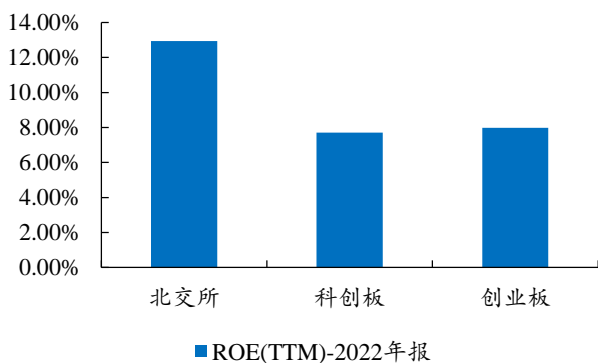


证券代码	证券简称	2023年Q1 营收增速	2023年Q1 归母净利润增速	ROE TTM
834639.BJ	晨光电缆	44.31%	486.08%	9.25%
830832.BJ	齐鲁华信	-34.20%	-87.05%	4.80%
832000.BJ	安徽凤凰	-8.29%	75.04%	9.25%
830964.BJ	润农节水	61.23%	6.26%	5.65%
833819.BJ	颖泰生物	-27.10%	-72.89%	14.48%
831855.BJ	浙江大农	-22.45%	-4.94%	7.98%

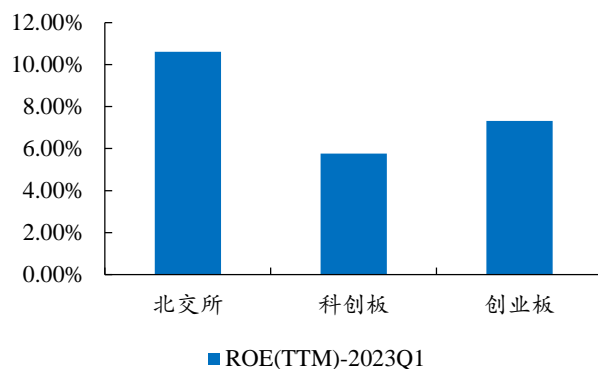
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、北交所 ROE 高于双创，北证当前估值折价过高

从板块整体 ROE 表现来看，北交所 ROE TTM 表现优于科创板及创业板。北交所、科创板、创业板对应 2022 年报 ROE TTM 分别为 12.94%、7.71%、7.99%；对应 2023Q1 ROE TTM 分别为 10.61%、5.77%、7.31%。

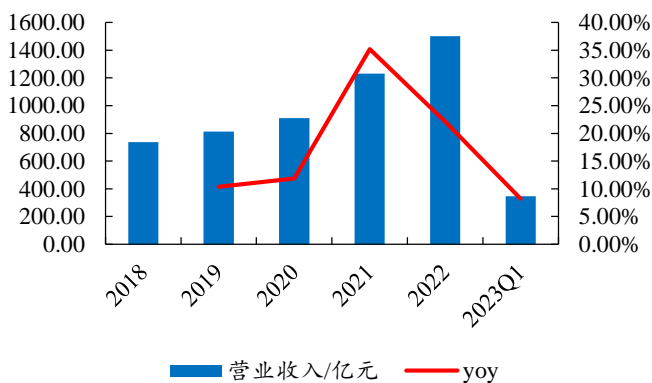
**图12：北交所对应 2022 年年报 ROE (TTM) 为 12.94%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

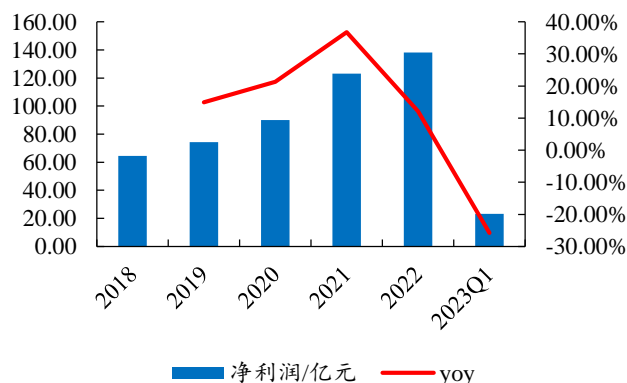
**图13：北交所对应 2023Q1 ROE (TTM) 为 10.61%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2023 年 5 月，191 家北交所公司 2022 年共实现营收 1501.91 亿元，同比增长 22.10%，平均实现营收 7.86 亿元；2023Q1 季度共实现总营收 345.71 亿元，同比增长 8.23%。2022 年 191 家共实现归母净利润 138.11 亿元，同比增长 12.17%，平均实现归母净利润 7,230.81 万元；2023Q1 季度共实现归母净利润 23.26 亿元。

**图14：2022 年北交所公司总营收同比增长 22.10%**


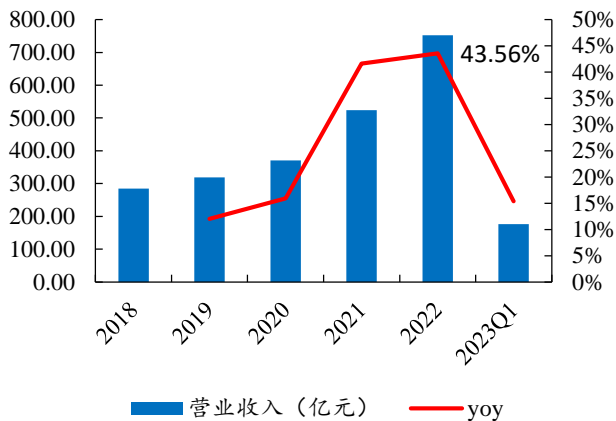
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2022 年北交所公司归母净利润同比增长 12.17%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

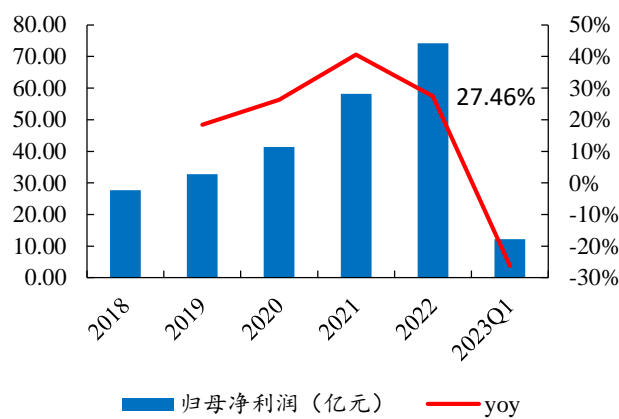
从北证 50 成分公司情况来看，2022 年合计实现营业收入 752.53 亿元，同比增长 43.56%；实现归母净利润 74.16 亿元，同比增长 27.46%，其营业收入和归母净利润分别占北交所上市公司整体的 50.1%和 53.7%，营收和业绩占比均过半，北证 50 指数具备比较强的示范效应。

图16: 2022 年北证 50 实现营收 752.53 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2022 年北证 50 实现营收 74.16 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

通过  $PB=ROE*PE$  恒等式进行分析,将北交所与科创板及创业板进行分析比较,北交所 PB、PE 估值与双创相比均有较大折扣,但 ROE 表现优于双创,或代表北交所当前估值折价过高,在后续市场流动性等因素改善的影响下,北交所整体估值水平存在进一步修复的机会。

## 4、风险提示

政策变动风险、宏观经济环境风险、市场竞争加剧风险



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn