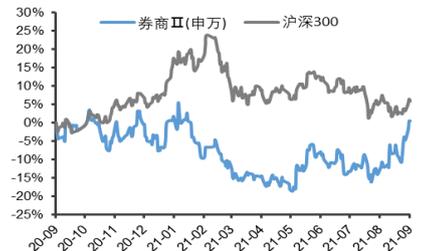


非银金融行业

定位创新型中小企业，补足多层次资本市场普惠金融短板——资本市场改革之新三板篇

推荐(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

- **新三板的前世:** 新三板前身为证券公司代办股份转让系统,即“老三板”,建立之初为解决STAQ和NET系统公司流动法人股的转让等历史遗留问题,后逐步拓展股份报价转让功能,从中关村科技园区试点推广至全国。
- **新三板的今生:** 全国股转中心正式运营以来,随着市场分层、投资者适当性、融资及交易制度等方面改革的推进,新三板规模迅速攀升,2018年底挂牌公司达10691家。但与此同时,伴随着市场规模的快速增长,新三板融资功能下降、市场流动性不足、主动摘牌公司增加等问题也逐步显现,为此2019年10月中央启动新三板全面深化改革。
- **新三板的未来:** 9月2日国家主席习近平宣布设立北京证券交易所,后证监会公布就相关制度公开征求意见,北京证券交易所的设立是本轮新三板全面深化改革的里程碑式跨越。未来北交所将与沪深交易所错位发展,定位创新型中小企业主阵地,现有精选层公司直接转为北交所上市公司,未来北交所上市公司则通过创新层公司产生,建立起“基础层-创新层-北交所”层层递进的市场结构。
- **新三板业务格局:** 新三板业务主要包括推荐挂牌、发行并购、持续督导、做市业务、经纪业务、转板上市保荐与承销业务等。整体来看,受企业规模比较小,前期流动性不足等因素影响,相关业务主要集中在中小券商,大型券商发力较少。随着北交所的运行,预计中小券商将继续深耕新三板,挖掘前端业务潜力,同时大型券商业务也将适度下沉。
- **投资建议:** 当前监管层提高直接融资占比意图明确,北京证券交易所的设立不仅是本轮新三板全面深化改革的重要跨越,也是本轮资本市场改革融资端改革的又一重要举措,有助补足多层次资本市场普惠金融短板。政策红利释放直接利好券商,持续关注财务管理和投资银行主线。
- **风险提示:** 经济复苏不达预期;政策落地不达预期;市场利率超预期下行;权益市场超预期波动。

团队成员

分析师 朱飞飞
执业证书编号: S0210520080001
电话: 021-20655285
邮箱: zff2436@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《非银金融定期周报:北京证券交易所官宣,保险集团监管升级》— 2021.09.06
- 2、《非银金融行业点评报告:资本市场深化改革再跨步,红利延续利好券商》— 2021.09.03
- 3、《非银金融定期周报:财富管理主线明显回暖,保险保费依旧低迷》— 2021.08.23

正文目录

一、	新三板改革历程.....	1
1.1	1.0时代：老三板，股转系统雏形渐显.....	1
1.2	2.0时代：全国股转系统面世，市场快速扩容.....	1
1.3	3.0时代：扩容问题渐显，深化改革开启.....	2
二、	新三板未来：北京证券交易所.....	3
2.1	市场定位：错位发展，定位创新型中小企业主阵地，贴合专精特新.....	4
2.2	运行方式：公司制，实行会员管理.....	5
2.3	发行及存续期监管：试点注册制，维持转板机制.....	5
2.4	交易制度：以合格投资者为主，涨跌幅放开至30%.....	8
三、	新三板业务格局：中小券商为主导.....	9
3.1	推荐挂牌业务：中小券商依旧活跃，大型券商逐渐沉寂.....	9
3.2	持续督导业务：开源、申万优势明显.....	10
3.3	做市业务：开源、申万优势明显，国泰君安明显收缩.....	10
3.4	整体执业质量评价：一梯队排名波动明显，前三甲低位稳固.....	11
四、	投资建议.....	13
五、	风险提示.....	13

图表目录

图表 1：	证券公司代办股份转让系统改革历程.....	1
图表 2：	截至 2021 年 9 月 2 日股转挂牌公司数量变化.....	2
图表 3：	新三板深化改革配套措施.....	3
图表 4：	新三板各层公司数量变化.....	3
图表 5：	北交所相关制度清单.....	4
图表 6：	上交所、深交所、北交所关系.....	4
图表 7：	我国会员制和公司制证券交易所对比.....	5
图表 8：	北京证券交易所有限责任公司股权结构.....	5
图表 9：	北京证券交易所有限责任公司高管团队.....	5
图表 10：	科创板、创业板、北交所上市条件对比.....	6
图表 11：	科创板、创业板、北交所退市制度对比.....	7
图表 12：	北交所存续期监管相比精选层变化.....	8
图表 13：	科创板、创业板、北交所交易制度对比.....	8
图表 14：	原新三板投资者要求.....	9
图表 15：	推荐挂牌主办券商前二十排名情况.....	9
图表 16：	持续督导主办券商前二十五情况.....	10
图表 17：	历史和当前做市券商情况.....	11
图表 18：	2021 年二季度主办券商执业质量评价情况.....	12

2021年9月2日晚间，国家主席习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞中宣布，将深化新三板改革，设立北京证券交易所（以下简称“北交所”）。本文系统性梳理了我国新三板市场改革的前世今生，并就北交所最新制度进行整理，为资本市场制度梳理之新三板篇。

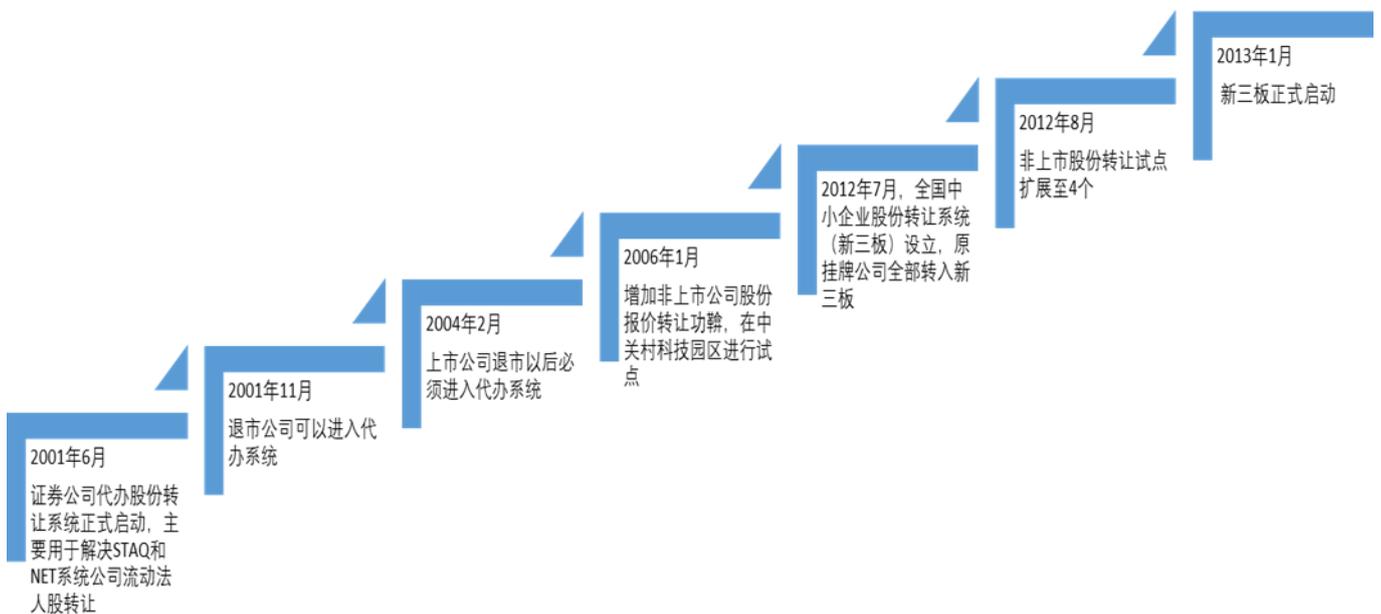
一、 新三板改革历程

1.1 1.0时代：老三板，股转系统雏形渐显

新三板又称全国股转系统，其前身为证券公司代办股份转让系统（又称“老三板”）。2001年6月，为妥善解决STAQ和NET系统公司流动法人股的转让等历史遗留问题，经国务院同意、中国证监会批准，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，正式启动老三板，后逐步将退市公司纳入老三板。

2006年1月，经中国证监会批准，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》及相应配套规则，拓展了代办系统功能。截至2010年底，老三板挂牌公司共计126家，其中原两网公司8家，退市公司44家，股份报价公司74家。

图表 1：证券公司代办股份转让系统改革历程



数据来源：华福证券研究所

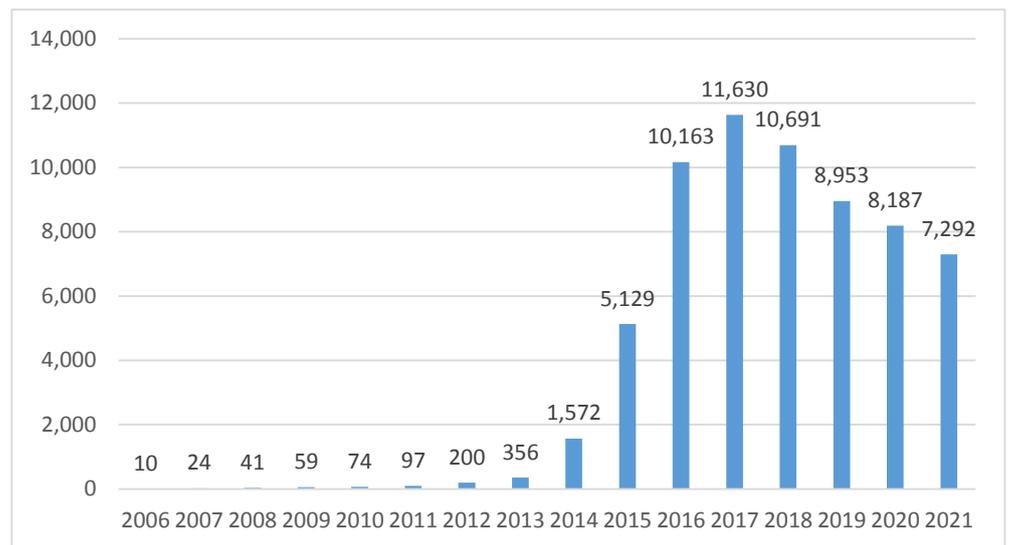
1.2 2.0时代：全国股转系统面世，市场快速扩容

2012年7月，国务院批准设立全国中小企业股份转让系统，原代办股份转让系统和报价转让系统挂牌公司转入全国股转系统。同年8月，经国务院批准，中国证监会决定扩大非上市股份公司股份转让试点，除中关村科技园区外，新增天津滨海、上

海张江和武汉东湖 3 家高新技术园区。2013 年 1 月，全国中小企业股份转让系统信息有限责任公司正式揭牌运营，新三板市场快速发展，不仅于 2013 年 6 月将系统试点扩大至全国，挂牌公司也在 2013 年 12 月纳入证监会非上市公众公司管理，挂牌公司数量自 2012 年的 200 家增长至 2015 年的 5129 家。

此后 2016 年至 2018 年，新三板陆续经历了一系列改革探索，如 2016 年 6 月实施分层管理，将新三板分为基础层和创新层；2017 年 12 月进一步对市场分层、信息披露和交易制度进行优化，2018 年 4 月与香港交易所联合推出“3+H”两地挂牌制度，实现企业在两地同时挂牌融资。随着市场分层、投资者适当性、融资及交易制度等方面改革的推进，新三板规模迅速攀升，2018 年底挂牌公司达 10691 家，股权融资规模也超过 4500 亿元。但与此同时，伴随着市场规模的快速增长，新三板融资功能下降、市场流动性不足、主动摘牌公司增加等问题也逐步显现。

图表 2：截至 2021 年 9 月 7 日股转挂牌公司数量变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

1.3 3.0 时代：扩容问题渐显，深化改革开启

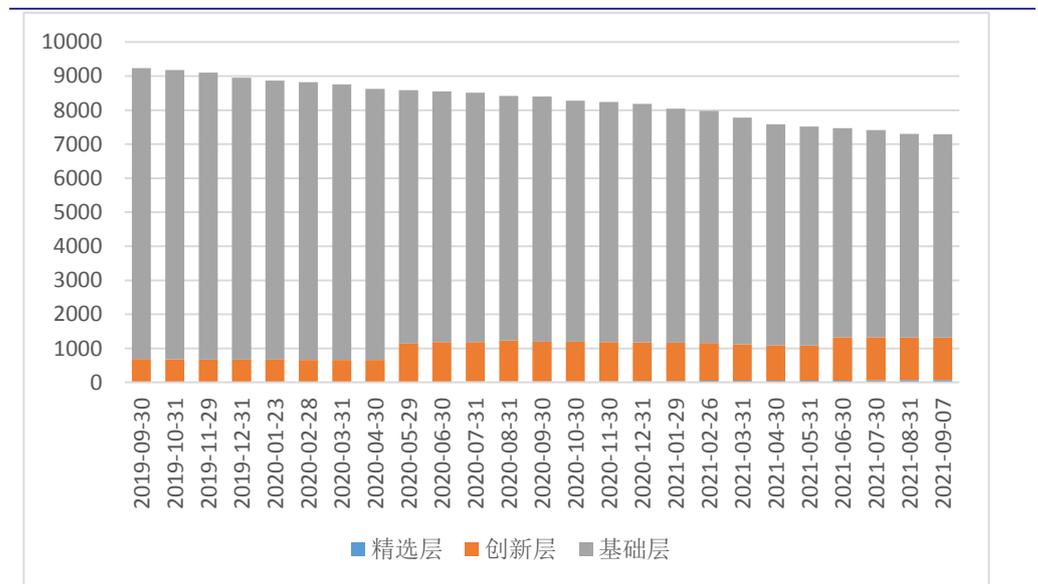
为保证新三板市场的健康发展，2019 年 10 月证监会正式启动全面深化新三板改革措施，具体包括：1) 完善定向发行，引入向不特定合格投资者公开发行制度；2) 在现有基础层、创新层基础上设立精选层，承接完成公开发行，具有发展潜力的优质挂牌公司；3) 建立精选层向交易所市场转板上市制度；4) 分层次降低合格投资者门槛；5) 优化交易制度，在精选层引入连续竞价制度；6) 实施分类监管，着力优化市场生态，提高违法成本，引导挂牌公司规范发展。

截至 2021 年 9 月 7 日，新三板市场挂牌公司共计 7292 家，其中精选层公司 66 家，创新层公司 1249 家，基础层公司 5977 家。

图表 3：新三板深化改革配套措施

时间	事件
2019年10月	证监会正式启动新三板全面深化改革
2019年12月	证监会修订《非上市公众公司监督管理办法》，明确发行人可以在挂牌同时或挂牌以后实施股票定向发行，增加企业自主选择权
2019年12月	股转公司修订《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》，设置基础层、创新层和精选层，允许符合条件的创新层企业公开发行并进入精选层
2020年1月	股转公司发布《股票公开发行并在精选层挂牌规则》，允许新三板挂牌满12个月的创新层公司面向不特定合格投资者公开发行并进入精选层
2020年6月	证监会发布《中国证监会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》，允许符合条件的精选层公司转板上市
2020年7月	阎庆民副主席在精选层设立暨首批企业晋层仪式上致辞，精选层敲钟开市，首批32家公司挂牌
2021年2月	沪深交易所发布精选层转科创板、创业板转板上市办法，明确转板条件
2021年3月	十四五规划提出：深化新三板改革
2021年4月	新三板挂牌公司股票代码由“.OC”调整至“.NQ”
2021年7月	沪深交易所发布精选层转板上市配套业务规划
2021年8月	证监会召开2021年系统年中监管工作会议，提出“进一步深化新三板改革，努力提升服务专精特新中小企业的能力和水平”

数据来源：华福证券研究所

图表 4：新三板各层公司数量变化


数据来源：Wind，华福证券研究所

二、 新三板未来：北京证券交易所

继9月2日晚间官宣设立北交所后，9月3日证监会便就北交所相关基础制度向社会公开征求意见，意见反馈截止日为10月3日，未来北交所运行脉络基本清晰。

图表 5：北交所相关制度清单

序号	制度名称	类型
1	《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》	新拟定
2	《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	新拟定
3	《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》	新拟定
4	《证券交易所管理办法》	配套修订
5	《非上市公众公司监督管理办法》	配套修订
6	《非上市公众公司信息披露管理办法》	配套修订

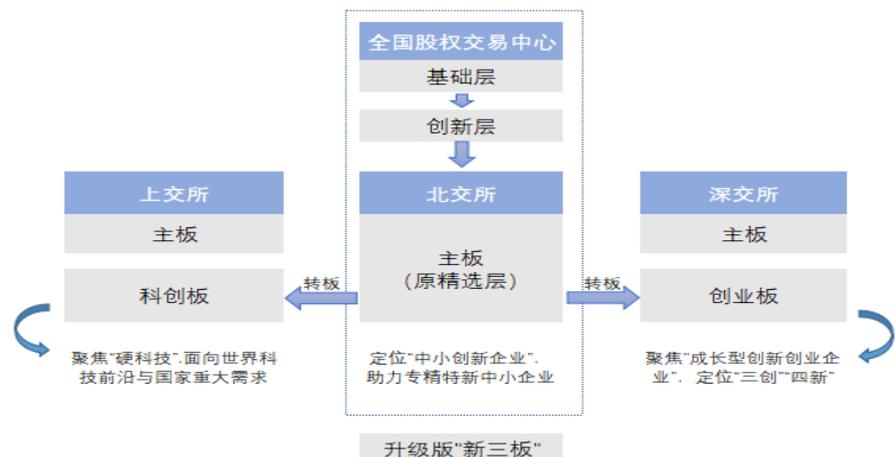
数据来源：证监会，华福证券研究所

2.1 市场定位：错位发展，定位创新型中小企业主阵地，贴合专精特新

虽然中小企业贡献了全国 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新成果和 80% 以上的劳动力就业，但“融资难、融资贵”却一直制约着中小企业发展。鉴于此，不仅“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出，要推动中小企业提升专业化优势，培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业，7 月 30 日召开的中共中央政治局会议更是明确，要开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业，8 月证监会系统年中监管工作会议也提出要“进一步深化新三板改革，努力提升服务专精特新中小企业的能力和水平”。

鉴于此，北交所将以现有的新三板精选层为基础组建，由创新层公司产生，形成基础层、创新层与北交所“层层递进”的市场结构，同时北交所与沪深交易所、区域性股权市场错位发展，构建多层次资本市场。未来，科创板聚焦“硬科技”，面向世界科技前沿与国家重大需求；创业板服务“成长型创新创业企业”，定位“三创”“四新”，即企业符合“创新、创造、创意”的大趋势，或者是传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”深度融合；北交所定位“中小创新企业”，助力专精特新中小企业茁壮成长。

图表 6：上交所、深交所、北交所关系



数据来源：华福证券研究所

2.2 运行方式：公司制，实行会员管理

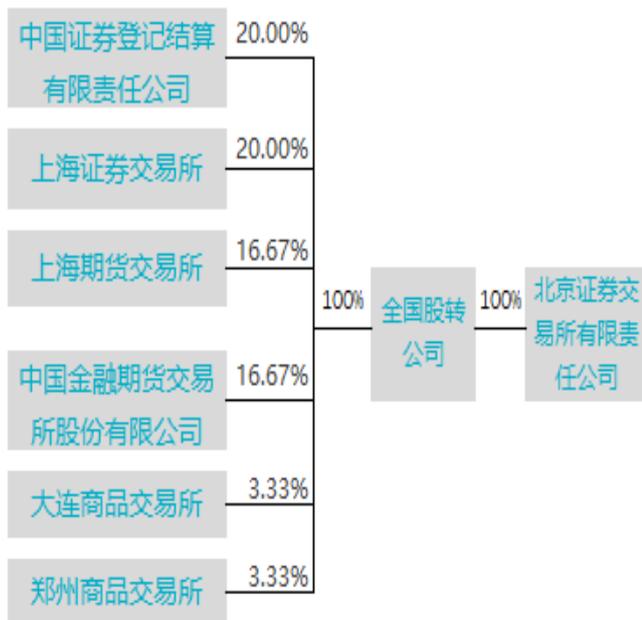
与上交所和深交所采用会员制不同，北交所采用公司制，虽然会员依旧是证券公司开展业务的资格载体，但会员已不享有财产所有权。9月3日，北京证券交易所有限责任公司完成工商注册，法定代表人为徐明，注册资本10亿元人民币，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为唯一股东。

图表 7：我国会员制和公司制证券交易所对比

	会员制	公司制
适用	上交所、深交所	北交所
组织架构	会员大会、理事会、总经理和监事会	股东会、董事会、总经理和监事会
最高权力机构	会员大会	股东会
章程制定和修改	经会员大会通过后，报中国证监会批准	由股东共同制定，并报证监会批准，
决策机构	理事会	董事会
法定代表人	理事长	董事长
监督机构	监事会	监事会
领导班子	会员理事由会员大会选举产生，非会员理事由证监会委派；总理由证监会任免；监事长由证监会提名，监事会通过	董事长、副董事长、监事长由证监会提名，分别由董事会、监事会通过；总理由证监会任免

数据来源：《证券交易所管理办法》（征求意见稿），华福证券研究所

图表 8：北京证券交易所有限责任公司股权结构



数据来源：华福证券研究所

图表 9：北京证券交易所有限责任公司高管团队

职位	人员	履历
法定代表人、董事长	徐明	全国股转公司董事长
副董事长、总经理	隋强	全国股转公司副董事长和总经理
董事	陈永民	全国股转公司副总经理
董事	李永春、张梅、王丽	全国股转公司党委委员、副总经理
董事	李继尊	证监会市场监管一部主任
董事	周贵华	证监会公众公司部主任
董事	王宗成	证监会会计部主任
董事	贾文勤	证监会北京监管局局长
监事会主席	党小舟	全国股转公司党委副书记、监事长
监事	王云龙	全国股转公司法律事务部总监
监事	尹舒	全国股转公司会计监管部副总监

数据来源：华福证券研究所

2.3 发行及存续期监管：试点注册制，维持转板机制

上市发行方面，北交所上市标准将平移精选层的四套“财务+市值”的条件，新增

上市公司将从新三板挂牌 12 个月后的创新层公司中产生，同时借鉴科创板、创业板试点注册制，突出专精特新特点，明确简便、包容、精准的发行条件。此外，为实现平稳过渡，在相关规章制度征求意见期间，相关部门将继续受理精选层公开发行申请，北交所上市后，目前精选层在审项目将平移至北交所，并按照注册制的要求继续审核。

图表 10：科创板、创业板、北交所上市条件对比

	北交所	科创板	创业板
发行方式	注册制	注册制	注册制
上市财务条件（多选一）	创新层挂牌满 12 个月后四选一： 1) 市值 2 亿元，近两年净利润均 ≥ 1500 万元且加权平均 ROE 平均 $\geq 8\%$ ，或者最近一年净利润 ≥ 2500 万元且加权平均 ROE $\geq 8\%$ ； 2) 市值 4 亿元，近两年营业收入平均 ≥ 1 亿元，且最近一年营业收入增长率 $\geq 30\%$ ，最近一年经营活动净现金流为正； 3) 市值 8 亿元，近一年营业收入 ≥ 2 亿元，近两年研发投入累计占比 $\geq 8\%$ ； 4) 市值 15 亿元，最近两年研发投入累计 ≥ 5000 万元。	五选一： 1) 市值 10 亿；近两年净利润均为正且累计 ≥ 5000 万，或近一年净利润为正且营业收入 ≥ 1 亿； 2) 市值 15 亿，近一年营业收入 ≥ 2 亿，近三年研发投入累计占比 $\geq 15\%$ ； 3) 市值 20 亿，近一年营业收入 ≥ 3 亿，近三年经营现金流 ≥ 1 亿； 4) 市值 30 亿，近一年营业收入 ≥ 3 亿； 5) 市值 40 亿，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，已取得阶段性成果。医药行业企业需取得至少一项核心产品获准开展二期临床试验。	三选一： 1) 最近两年净利润均为正且累计 ≥ 5000 万； 2) 市值 10 亿元；近一年净利润为正且营业收入 ≥ 1 亿元； 3) 市值 50 亿元，且最近一年营业收入 ≥ 3 亿元。
红筹及 AB 股架构企业财务条件		二选一： 1) 市值 1000 亿； 2) 市值 50 亿，近一年营业收入 ≥ 5 亿。	二选一： 1) 市值 100 亿元，且最近一年净利润为正； 2) 市值 50 亿，近一年净利润为正且营业收入 ≥ 5 亿元。
上市股本情况等要求	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 ≥ 3000 万元； 4) 公开发行后，公司股东人数 ≥ 200 人，公众股东持股比例 \geq 公司股本总额的 25%；公司股本总额 ≥ 4 亿元的，公众股东持股比例 \geq 公司股本总额的 10%。	1) 发行前股本 ≥ 3000 万股； 2) 发行后股本 < 4 亿股，公开发行比例 $\geq 25\%$ ；发行后股本 ≥ 4 亿股，公开发行比例 $\geq 10\%$ 。	1) 发行前股本 ≥ 3000 万股； 2) 发行后股本 < 4 亿股，公开发行比例 $\geq 25\%$ ；发行后股本 ≥ 4 亿股，公开发行比例 $\geq 10\%$ 。

数据来源：上交所、深交所、北交所，华福证券研究所

退市制度方面，从退市标准来看，借鉴科创板和创业板，北交所退市也分为主动退市与强制退市，其中强制退市分为交易类、财务类、规范类和重大违法类等四类情形，并构建了多元退市指标组合，但指标整体相比创业板和科创板有所宽松。

从退市流程来看，相比精选层，北交所新增了退市风险警示制度，同时明确强制退市由上市委员会审议，确保退市决定的严肃性和审慎性。

从退市去向来看，北交所公司被强制退市后，符合新三板基本挂牌条件或创新层条件的，可以进入相应层级挂牌交易；不符合新三板挂牌条件，且股东人数超过 200 人，转入退市公司板块。此外，北交所退市公司符合重新上市条件的，可以申请重新上市。

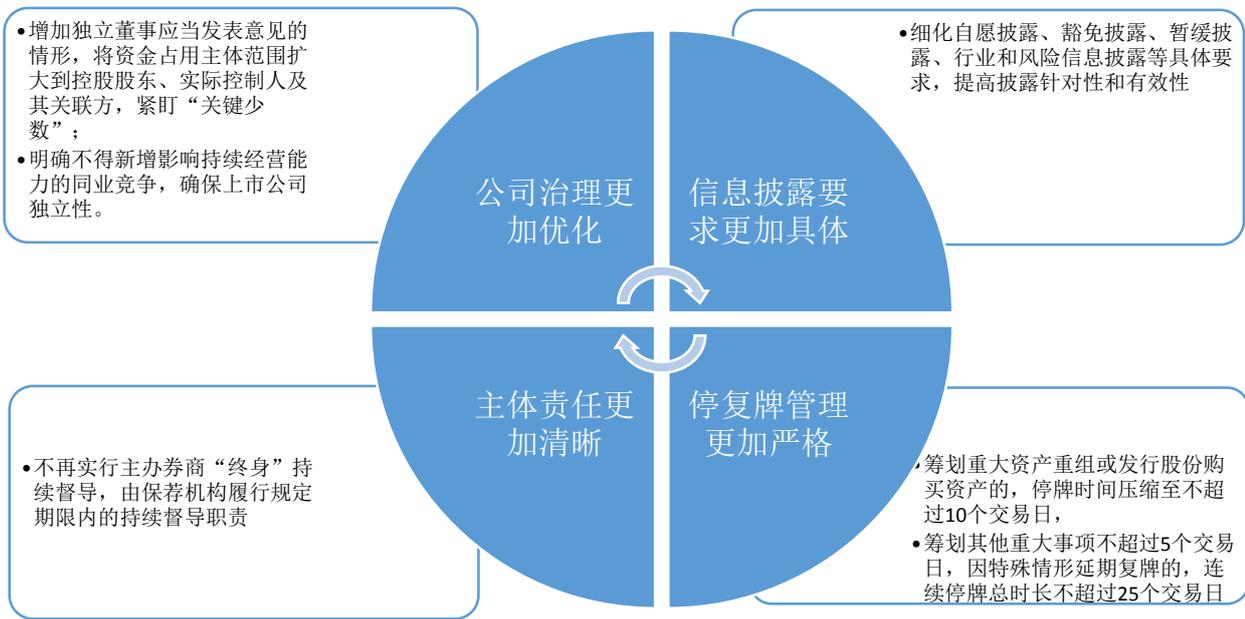
图表 11：科创板、创业板、北交所退市制度对比

	北交所	科创板和创业板
强制退市情形规定	1) 交易类 连续 60 个交易日出现下列情形之一： (1) 股票每日收盘价均<每股面值 (2) 股东人数均<200 人； (3) 按照市值 15 亿规则上市的，股票交易市值均<3 亿元； (4) 其他情况 2) 财务类 (1) 近一会计年度净利润为负值且营业收入< 5000 万元（含追溯，扣非孰低者） (2) 近一会计年度末净资产为负（含追溯） (3) 近一会计年度年报被出具无法表示意见或否定意见的审计报告； (4) 近一会计年度年报存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致相关财务指标实际已触及（1）、（2）项情形的； (5) 其他情况 3) 规范类 4) 重大违法类	1) 交易类 (1) 连续 120 个交易日累计股票成交量< 200 万股； (2) 连续 20 个交易日股票收盘价均低于股票面值； (3) 连续 20 个交易日股票市值<5 亿元； (4) 连续 20 个交易日股东数量<400 人； (5) 其他情况 2) 财务类 (1) 近一年净利润为负且营业收入<1 亿元（含追溯，扣非孰低者）； (2) 近一会计年度末净资产为负（含追溯） (3) 近一会计年度年报被出具无法表示意见或否定意见的审计报告； (4) 近一会计年度年报存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致相关财务指标实际已触及（1）、（2）项情形的； (5) 其他情况 3) 规范类 4) 重大违法类
退市去向	1) 符合新三板基本挂牌条件或创新层条件的，可以进入相应层级挂牌交易； 2) 不符合新三板挂牌条件，且股东人数超过 200 人的，转入退市公司板块	对应退市公司板块

数据来源：上交所、深交所、北交所，华福证券研究所

存续期监管方面，虽然北交所上市公司发行基本沿用精选层相关制度，但其存续期监管则更多借鉴科创板和创业板规则，在公司治理、信息披露、停复牌管理和主体责任方面较精选层规定更为严格。

图表 12：北交所存续期监管相比精选层变化



数据来源：上交所、深交所、北交所，华福证券研究所

2.4 交易制度：以合格投资者为主，涨跌幅放开至 30%

交易制度方面，未来北交所上市公司将采用精选层交易规则，如实行 30% 的价格涨跌幅限制；上市首日不设价格涨跌幅限制，实施临时停牌机制，即当盘中成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%、60% 时，盘中临时停牌 10 分钟，复牌时进行集合竞价以及有效申报价格范围等；买卖申报的最低数量为 100 股，每笔申报可以 1 股为单位递增；单笔申报数量不低于 10 万股或成交金额不低于 100 万元的，可以进行大宗交易。

图表 13：科创板、创业板、北交所交易制度对比

	北交所	科创板/创业板
交易时间	开盘集合竞价：9:15-9:25 连续竞价：9:30-11:30、13:00-14:57 收盘集合竞价：14:57-15:00	开盘集合竞价：9:15-9:25 连续竞价：9:30-11:30、13:00-14:57 收盘集合竞价：14:57-15:00 盘后固定价格交易：15:05-15:30
上市涨跌幅规定	上市首个交易日无涨跌幅限制	首次公开发行上市后前 5 个交易日无涨跌幅限制
日常涨跌幅限制	30%	20%
大宗交易	门槛：10 万股或 100 万元 申报时间：9:15-11:30；13:00-15:30 成交确认时间：15:00-15:30	门槛：30 万股或 200 万元 申报时间：9:15-11:30；13:00-15:30 盘后定价大宗交易申报：15:05-15:30 成交确认时间：15:00-15:30

数据来源：上交所、深交所、北交所，华福证券研究所

投资者门槛方面，未来北交所仍将以合格投资者为主，前期北交所或将延续精选

层投资者门槛（100万+2年交易经验），后续根据市场情况不断完善。

图表 14：原新三板投资者要求

	一类投资者	二类投资者	三类投资者
参与层级	基础层、创新层、精选层	创新层、精选层	精选层
资产要求	开通前10个交易日日均资产200万	开通前10个交易日日均资产150万	开通前10个交易日日均资产100万
交易经验	2年	2年	2年
风险等级	积极性或激进型	积极性或激进型	积极性或激进型

数据来源：全国股转中心，华福证券研究所

三、 新三板业务格局：中小券商为主导

新三板业务主要包括推荐挂牌、发行并购、持续督导、做市业务、经纪业务、转板上市保荐与承销业务等。整体来看，受企业规模比较小，前期流动性不足等因素影响，相关业务主要集中在中小券商，大型券商发力较少。随着北交所的运行，预计中小券商将继续深耕新三板，挖掘前端业务潜力，同时大型券商业务也将适度下沉。

3.1 推荐挂牌业务：中小券商依旧活跃，大型券商逐渐沉寂

截至9月7日，新三板推荐挂牌业务前十券商中，龙头券商仅见申万宏源证券（第一）和中信建投证券（第六），其余8家均为中小券商，且从近年来推荐挂牌情况来看，大型券商新三板挂牌业务着力明显下降，申万宏源证券、中信建投证券、兴业证券、招商证券、广发证券等2021年均无新增推荐挂牌公司。

图表 15：推荐挂牌主办券商前二十排名情况

序号	主办券商	合计挂牌数	2021	2020	2019	2018	2017	2016
1	申万宏源证券	453	—	4	7	15	48	122
2	安信证券	341	—	2	1	16	68	133
3	中泰证券	286	1	8	8	12	42	85
4	开源证券	254	17	32	54	53	73	21
5	东吴证券	240	3	9	14	13	44	74
6	中信建投证券	236	—	—	5	12	32	68
7	东北证券	207	—	—	1	9	34	75
8	长江证券	207	2	3	8	13	38	55
9	西南证券	192	1	4	8	6	39	82
10	国融证券	185	5	19	20	33	53	45
11	兴业证券	183	—	—	4	9	38	86
12	招商证券	181	—	—	3	9	28	64
13	广发证券	178	—	—	—	3	19	43
14	西部证券	157	1	2	2	14	23	56
15	财通证券	144	—	3	7	5	25	48
16	方正证券	136	—	—	2	7	35	46
17	国泰君安	133	—	—	2	3	4	43
18	光大证券	132	—	—	—	4	25	40
19	国信证券	131	—	—	—	—	14	29
20	东莞证券	129	3	2	3	11	30	49

数据来源：Wind，华福证券研究所

3.2 持续督导业务：开源、申万优势明显

截至9月7日，共计有23家券商持续督导挂牌公司数量超过100家，其中第一梯队开源证券和申万宏源证券持续督导公司数量分别达599家和558家，远超国融证券、东吴证券等第二梯队券商不到300家的规模水平。

图表 16：持续督导主办券商前二十五情况

序号	券商简称	挂牌家数	股份总量(万股)	可交易股份总量(万股)	资产合计(万元)	总资产均值(万元)
1	开源证券	599	2,535,068.90	1,183,615.05	9,362,878.72	15,630.85
2	申万宏源证券	558	4,424,061.86	2,712,587.69	18,602,838.93	33,338.42
3	国融证券	286	1,166,740.10	598,982.40	4,242,162.58	14,832.74
4	东吴证券	282	1,387,912.43	782,080.09	9,060,748.32	32,130.31
5	中泰证券	270	1,766,591.20	1,146,592.62	4,957,472.39	18,361.01
6	安信证券	265	1,533,181.80	839,508.41	8,511,035.62	32,117.12
7	长江证券	259	1,485,237.87	830,542.60	5,849,097.20	22,583.39
8	东北证券	210	1,257,378.40	796,487.10	4,503,094.03	21,443.30
9	兴业证券	180	1,198,221.61	779,594.02	8,600,364.50	47,779.80
10	财通证券	172	877,023.01	464,641.33	4,105,309.75	23,868.08
11	西南证券	157	1,006,816.78	607,371.17	3,806,176.17	24,243.16
12	西部证券	154	2,193,926.52	1,825,534.45	6,944,361.60	45,093.26
13	天风证券	152	1,063,495.42	696,912.22	4,161,351.13	27,377.31
14	东莞证券	147	747,699.54	370,759.94	3,848,596.79	26,180.93
15	中信建投证券	142	2,056,145.24	1,302,409.65	8,819,182.20	62,106.92
16	光大证券	136	1,723,244.72	1,268,436.79	10,551,950.22	77,587.87
17	恒泰长财证券	136	501,004.87	256,329.40	1,679,120.08	12,346.47
18	首创证券	130	586,707.53	342,369.36	2,082,161.42	16,016.63
19	方正承销保荐	126	439,576.12	206,589.15	1,886,550.14	14,972.62
20	浙商证券	109	615,941.78	358,916.86	2,268,358.65	20,810.63
21	海通证券	109	1,780,994.63	1,048,900.51	9,133,947.20	83,797.68
22	山西证券	107	1,964,046.66	1,516,546.93	4,071,082.06	38,047.50
23	太平洋	105	965,985.75	614,837.19	3,332,165.15	31,734.91
24	华英证券	99	479,204.36	276,045.56	1,746,452.16	17,640.93
25	国信证券	98	911,611.65	495,096.55	4,432,023.43	45,224.73

数据来源：Wind，华福证券研究所

3.3 做市业务：开源、申万优势明显，国泰君安明显收缩

从做市情况来看，开源证券、申万宏源证券和九州证券新三板做市业务表现较好，截至9月7日做市家数分别为95家，93家和76家，安信证券、广发证券、中山证券则后来居上，而历史新三板做市家数最多的国泰君安新三板做市业务收缩则较为明显。

图表 17：历史和当前做市券商情况

序号	券商列表	当前做市股票个数	累计做市股票个数	当前做市排名	累计做市排名	总市值(万元)	股份总量(万股)
1	开源证券股份有限公司	95	111	1	4	13,882,339.70	2,956,724.23
2	申万宏源证券有限公司	93	116	2	2	6,685,474.66	1,678,159.91
3	九州证券股份有限公司	76	112	3	3	11,535,165.57	3,096,568.74
4	安信证券股份有限公司	66	81	4	11	8,626,809.05	1,405,086.02
5	广发证券股份有限公司	65	76	5	16	7,705,405.48	1,670,896.53
6	中山证券有限责任公司	61	79	6	14	7,283,672.98	1,994,017.03
7	天风证券股份有限公司	59	104	7	6	8,728,422.12	2,014,840.97
8	上海证券有限责任公司	59	93	8	8	4,857,079.02	1,792,112.40
9	长江证券股份有限公司	59	81	9	12	6,680,551.13	1,363,344.54
10	东北证券股份有限公司	57	82	10	9	11,477,426.89	2,352,202.25
11	首创证券股份有限公司	56	63	11	20	7,021,607.83	1,028,497.16
12	粤开证券股份有限公司	54	98	12	7	9,705,237.48	2,236,055.32
13	海通证券股份有限公司	51	72	13	17	6,622,016.37	1,539,147.25
14	国泰君安证券股份有限公司	45	134	14	1	11,722,354.44	3,052,258.08
15	浙商证券股份有限公司	41	45	15	31	3,990,875.69	584,687.78
16	渤海证券股份有限公司	39	44	16	32	3,873,920.89	911,170.42
17	中泰证券股份有限公司	36	105	17	5	9,733,793.04	2,371,559.61
18	财信证券有限责任公司	32	46	18	29	7,460,190.53	1,767,728.72
19	国金证券股份有限公司	32	35	19	44	2,702,409.41	439,987.82
20	东莞证券股份有限公司	30	61	20	21	7,406,464.59	1,683,780.07

数据来源：Wind，华福证券研究所

3.4 整体执业质量评价：一梯队排名波动明显，前三甲低位稳固

根据全国股转公司发布的《2021年第二季度主办券商执业质量评价结果》，其中合计分值排名前5的券商分别为开源证券、安信证券、申万宏源、九州证券、东北证券、西部证券、东兴证券、华创证券、天风证券和华西证券，也主要以中小券商为主。

与2021年第一季度评价结果相比，二季度排名合计分值前三甲的券商变化不大，但4-10位的券商却变化较大，西部证券、东兴证券、华创证券和华西证券排名分别较一季度提升了31位、65位、41位和50位，而一季度分值排名行业第四、第六和第九的中泰证券、财通证券和长江证券，二季度排名则分别下滑至第11位、第17位和第27位。

图表 18：2021 年二季度主办券商执业质量评价情况

序号	券商简称	得分		排名			序号	券商简称	得分		排名		
		二季度	一季度	二季度	一季度	名次变化			二季度	一季度	二季度	一季度	名次变化
1	开源证券	162.47	160.78	1	1	0	51	华安证券	116.56	123.07	51	22	-29
2	安信证券	158.83	142.59	2	3	1	52	中原证券	116.49	115.52	52	59	7
3	申万宏源	148.02	157.64	3	2	-1	53	德邦证券	116.49	115.11	53	63	10
4	九州证券	148.01	128.44	4	8	4	54	银泰证券	116.29	113.64	54	69	15
5	东北证券	141.29	132.85	5	5	0	55	湘财证券	116.27	117.22	55	48	-7
6	西部证券	140.06	119.99	6	37	31	56	国都证券	115.69	116.05	56	53	-3
7	东兴证券	133.81	113.39	7	72	65	57	国元证券	115.58	120.48	57	34	-23
8	华创证券	130.54	116.91	8	49	41	58	国盛证券	115.49	115.61	58	56	-2
9	天风证券	130.16	126.37	9	15	6	59	华林证券	115.37	111.04	59	88	29
10	华西证券	129.69	115.51	10	60	50	60	长城证券	115.12	115.67	60	55	-5
11	中泰证券	128.92	133.24	11	4	-7	61	大通证券	114.82	115.59	61	57	-4
12	广发证券	128.84	128.54	12	7	-5	62	中金公司	114.81	110.66	62	89	27
13	山西证券	128.74	122.93	13	23	10	63	五矿证券	114.66	113.67	63	68	5
14	国泰君安	128.56	126.81	14	12	-2	64	南京证券	114.18	116.77	64	50	-14
15	海通证券	127.22	123.26	15	21	6	65	华龙证券	113.99	115.3	65	62	-3
16	金元证券	127.13	113.25	16	73	57	66	大同证券	113.8	110.47	66	90	24
17	财通证券	126.76	130.28	17	6	-11	67	新时代证券	113.57	114.72	67	66	-1
18	兴业证券	125.38	127.67	18	10	-8	68	华鑫证券	113.51	113.39	68	71	3
19	银河证券	125.13	125.34	19	16	-3	69	爱建证券	113.38	112.67	69	77	8
20	国融证券	124.85	126.48	20	14	-6	70	英大证券	113.19	112.95	70	75	5
21	华泰证券	124.67	125.13	21	17	-4	71	东方证券	113.12	117.52	71	46	-25
22	上海证券	124.13	120.63	22	32	10	72	中天国富	113.07	111.9	72	84	12
23	东莞证券	123.97	126.92	23	11	-12	73	江海证券	112.93	119.42	73	39	-34
24	中信建投	123.12	126.61	24	13	-11	74	信达证券	112.83	111.34	74	87	13
25	东海证券	123.07	115.08	25	64	39	75	万联证券	112.81	115.33	75	61	-14
26	首创证券	122.82	122.36	26	26	0	76	红塔证券	112.65	117.59	76	45	-31
27	长江证券	121.98	128.29	27	9	-18	77	华融证券	112.61	114.4	77	67	-10
28	东吴证券	121.57	125.09	28	18	-10	78	中银证券	112.4	111.76	78	85	7
29	中信证券	121.46	122.2	29	27	-2	79	世纪证券	112.29	113.01	79	74	-5
30	西南证券	121.24	120.94	30	31	1	80	川财证券	112.18	112.89	80	76	-4
31	中山证券	120.75	121.95	31	28	-3	81	宏信证券	112.15	112.11	81	80	-1
32	中航证券	120.5	114.94	32	65	33	82	华兴证券	112.02	108.02	82	93	11
33	光大证券	120.41	122.63	33	24	-9	83	长城国瑞	111.82	112.09	83	82	-1
34	浙商证券	120.19	120.62	34	33	-1	84	申港证券	111.64	110.23	84	91	7
35	平安证券	119.96	121.68	35	29	-6	85	中信华南	111.43	111.35	85	86	1
36	方正证券	119.7	120.3	36	36	0	86	中邮证券	111.24	112.08	86	83	-3
37	国信证券	119.56	122.36	37	25	-12	87	万和证券	111.19	115.76	87	54	-33
38	华福证券	119.54	117.28	38	47	9	88	渤海证券	111.16	115.57	88	58	-30
39	粤开证券	119.54	120.96	39	30	-9	89	国开证券	110.87	112.11	89	81	-8
40	东方财富	119.48	118.65	40	41	1	90	财达证券	110.08	117.95	90	43	-47
41	国联证券	119.37	118.51	41	42	1	91	华金证券	109.88	112.22	91	78	-13
42	国海证券	119.32	117.92	42	44	2	92	中金财富	109.02	113.41	92	70	-22
43	第一创业	118.77	116.44	43	51	8	93	网信证券	107.44	112.13	93	79	-14
44	民生证券	118.52	123.45	44	20	-24	94	甬兴证券	104.09	102.04	94	96	2
45	招商证券	117.96	124.53	45	19	-26	95	金圆统一	104.01	102	95	98	3
46	联储证券	117.92	116.16	46	52	6	96	东亚前海	102.68	102	96	97	1
47	恒泰证券	117.82	120.38	47	35	-12	97	中天证券	102.43	102.82	97	94	-3
48	太平洋证券	117.62	119.13	48	40	-8	98	华宝证券	102.27	102.26	98	95	-3
49	财信证券	116.96	119.69	49	38	-11	99	瑞银证券	102	——	99	——	——
50	国金证券	116.67	108.44	50	92	42							

数据来源：Wind，华福证券研究所

四、 投资建议

当前监管层提高直接融资占比意图明确，北京证券交易所的设立不仅是本轮新三板全面深化改革的重要跨越，也是本轮资本市场改革融资端改革的又一重要举措，有助补足多层次资本市场普惠金融短板。政策红利释放直接利好券商。前期证券板块业绩和市场表现持续背离导致当前证券板块估值仍处于低位，建议继续重点关注财富管理主线和投行业务主线。

五、 风险提示

经济复苏不达预期；政策落地不达预期；市场利率超预期下行；权益市场超预期波动。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn