

计算机

行业研究/动态报告

两大维度解析北交所带来的投资机会

—北交所投资者适当性管理办法事件点评

行业动态报告/计算机

2021年09月22日

报告摘要:

● 北交所建设再迎催化，投资者门槛进一步放宽

9月17日北交所投资者适当性管理办法出台，门槛下降至50万元与两年交易经验。当前精选层在投资者规模、交易额与换手率等指标上与科创板有着数倍的差距，我们认为投资者门槛下降（原精选层需100万起）将进一步提升北交所流动性，券商与金融科技公司迎来重磅催化。

● 全面对标科创板：投资者数量、交易活跃度、IT系统建设如何预测？

从投资者数量看，我们参照几个可比指标，包括上交所50万账户数量556万、精选层投资者数量175万、科创板开户数789万，考虑到20年以来市场活跃情况，预计北交所投资者规模将达到500-800万；从交易活跃度看，我们选取科创板100亿市值以下公司的交易指标做参考，当前精选层日均换手率、单公司日均交易额仍有4、7倍的提升空间；从IT系统建设的角度，参考科创板设立于创业板注册制改革，我们预计证券IT市场增量空间达到15.17亿元。

● 北交所带来哪些投资机会？金融科技与证券IT厂商迎来绝佳布局时机！

从基本面看，北交所带来的市场交易额提升及活跃度增强将直接利好券商与金融科技企业的收入，而IT系统建设为证券IT公司带来确定性的市场空间增量；从估值看，考虑到近期市场极致的结构化风格，金融科技与证券IT公司遭受情绪上的错杀，核心公司同花顺、恒生电子的估值分位数已降至23%、1.3%，当前估值具备极高的性价比。

● 投资建议

北交所将为金融科技、证券IT厂商带来显著的利好，金融科技领域关注同花顺、东方财富；证券IT领域推荐恒生电子，建议关注金证股份。

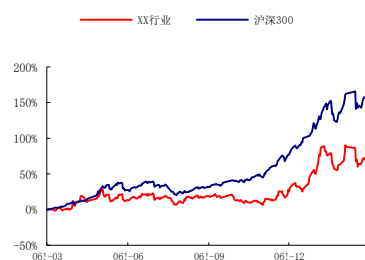
● 风险提示

北交所建设进度不及预期；投资者开户数不及预期；证券IT系统建设不及预期

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭新宇

执业证号：S0100518120001

电话：01085127654

邮箱：guoxinyu@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：01085127654

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

1. 民生计算机周报 20210913：AI+IoT 大潮潜力可期，看好龙头产业化变现能力
2. 民生计算机周报 20210906：中小市值百花齐放，细分行业景气可期

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月17日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300033	同花顺*	133.77	3.21	4.05	5.17	42	33	26	暂未评级
300059	东方财富*	34.70	0.58	0.70	0.93	75	49	37	暂未评级
600570	恒生电子	54.79	1.27	1.09	1.33	61	50	41	推荐
600446	金证股份*	13.97	0.42	0.41	0.52	37	34	27	暂未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：*表示盈利预测采用wind一致预期）

目录

1	从交易活跃度与 IT 系统建设两大维度，看北交所带来的机遇	3
1.1	北交所时间线与基本情况梳理	3
1.2	全面对标科创板：从交易扩容与 IT 建设两个维度看北交所	4
2	聚焦公司，金融科技与证券 IT 厂商充分受益	7
2.1.	同花顺：天量交易额推动、北交所催化，公司有望估值重	7
2.2.	证券 IT：资本市场改革带来确定性需求增量，估值处于底部	8
3	风险提示	9
	北交所建设进度不及预期；投资者开户数不及预期；证券 IT 系统建设不及预期	9
	插图目录	10
	表格目录	10

1 从交易活跃度与 IT 系统建设两大维度，看北交所带来的机遇

1.1 北交所时间线与基本情况梳理

投资者门槛与科创板一致，北交所活跃程度有望进一步加强。自 9 月 2 日晚习近平总书记宣布成立北交所以来，相关的制度建设加速推进，北交所的前景也逐渐明晰。尤其是 9 月 17 日发布的投资者适当性管理办法，明确了北交所投资者的门槛：前 20 个交易日资产日均规模达到 50 万，投资经验超过 2 年，与科创板保持一致。相较于原精选层制度（100 万门槛）放宽幅度明显，我们认为投资者门槛放宽将进一步提升市场流动性，加强市场的活跃程度。

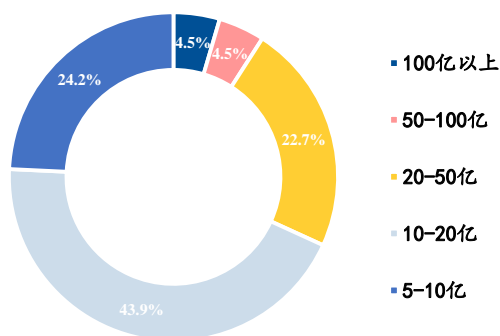
表1: 北交所制度建设时间线梳理

时间线	政策与事件	核心内容
9 月 17 日	投资者适当性管理办法	北交所： 前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（原精选层门槛 100 万）；参与证券交易 24 个月以上 新三板： 创新层投资者准入资金门槛由 150 万元调整为 100 万元
9 月 3 日	上市规则、交易规则、会员制度 IPO、再融资、重大资产重组制度	发行与审核： 试点注册制；重组上市审核最长不超过 3 个月，其他审核事项最长不超过 2 个月 交易规则： 实行 30% 的价格涨跌幅限制；上市首日不设涨跌幅限制；盘中上涨/下跌达到 30%、60% 时，临时停牌 10 分钟；买卖申报的最低数量为 100 股
9 月 2 日	坚持错位发展、突出特色建设北京证券交易所	建设思路： 总体平移精选层各项基础制度，上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北交所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。 建设原则： 坚守“一个定位”：北交所服务创新型中小企业；处理好“两个关系”：北交所与沪深交易所、区域股权市场错位发展和互联互通，北交所与新三板基础层、创新层统筹协调和制度联动；实现“三个目标”：构建契合创新型中小企业的资本市场制度，畅通北交所在多层次资本市场的纽带作用，培育一批专精特新中小企业。
9 月 2 日	习近平总书记与 2021 中国国际服务贸易交易会致辞	北交所设立： 支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地

资料来源：北交所官网，民生证券研究院

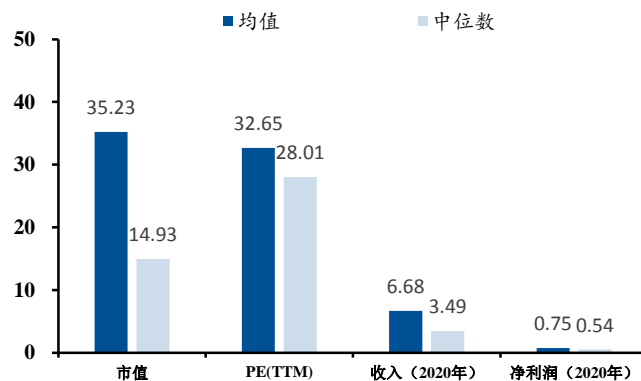
回到精选层基本面看，上市公司估值仍有望提升。当前精选层上市公司共 66 家，从市值分布看：100 亿以上、50-100 亿区间公司数量分别为 3 家；公司规模主要集中在 50 亿以下，其中 20-50 亿、10-20 亿、5-10 亿区间的公司数量分别为 15、29、16 家。从市值与估值指标看，精选层公司动态 PE 均值为 33 倍、中位数为 28 倍，显著低于科创板公司（整体动态 PE 均值 48 倍，100 亿市值公司动态 PE 均值 53 倍），估值水平在流动性提升的背景下仍有提升空间。

图1: 新三板精选层上市公司市值分布一览



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 新三板精选层上市公司关键指标



资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 全面对标科创板: 从交易扩容与 IT 建设两个维度看北交所

对标科创板, 看北交所建设与发展的路径。从北交所的建设思路看, 科创板的建设及发展历程有很好的借鉴意义。从共性上看, 二者在上市融资、交易、投资者门槛制度上基本一致, 北交所的建设进度也参照科创板的路径演进; 从定位上看, 科创板专注于服务前沿科技创新企业, 而北交所定位服务中小企业, 充分发挥“专精特新”小巨人的成长属性。因此, 对标科创板, 我们能够较好的理解北交所的发展前景。

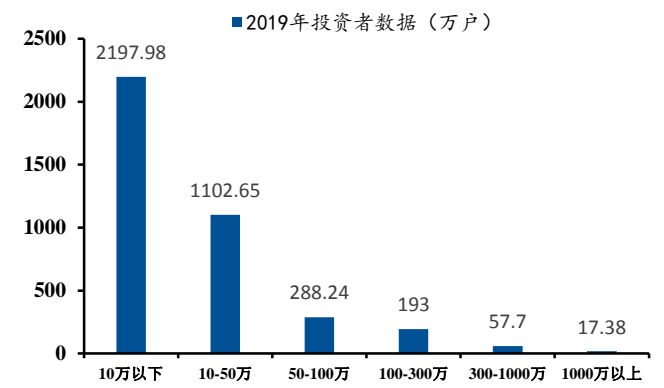
表2: 北交所与科创板全方位对比

	北交所	科创板
宣布设立	2021.9.2, 习总书记在 2021 年中国国际服务贸易交易会上致辞, 宣布设立北交所	2018.11.5, 习总书记在中国国际进口博览会开幕式, 宣布设立科创板并试点注册制。
建设进度	2021.9.2 宣布设立 2021.9.5 上市、交易、会员三大基础制度 2021.9.10 IPO、再融资、重组审核规则 2021.9.17 投资者适当性管理	2018.11.5 宣布设立 2019.3.1 发行制度正式通过 2019.6.13 科创板开板 2019.6.15 券商完成科创板技术测试 2019.7.22 科创板正式开市
投资者门槛	前 20 交易日日均资产不低于 50 万元; 参与交易 24 个月以上	
开户投资者数量	2021 年 7 月末精选层投资者 175 万	21 年 7 月末投资者 789 万
上市公司数量	66 家	首发 25 家, 当前 341 家
市值指标	总市值 2325 亿, PE(TTM) 均值 33 倍	首发 25 家: 总市值 5300 亿, PE(TTM) 均值 104 倍 当前 341 家: 总市值 4.9 万亿, PE(TTM) 均值 80 倍
交易指标 (近三个月)	日均总交易额: 8.18 亿 日均换手率: 1.51%	日均总交易额: 610 亿 日均换手率: 5.12%

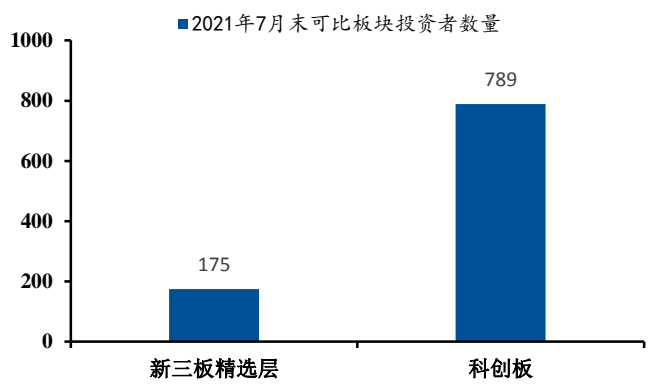
资料来源: Wind, 科创板官网, 北交所官网, 民生证券研究院

北交所投资者潜在空间有多少? 预计将在 500-800 万之间。北交所对投资者门槛的放宽是最为值得关注的焦点之一, 通过几个参照指标, 我们认为北交所投资者数量相较于精选层时期将迎来成倍增长。根据上交所的数据, 2019 年我国自然投资者资产 50 万以上的数量为 556 万

户；聚焦到新三板与科创板，截至 2021 年 7 月末新三板精选层（100 万门槛）合格投资者为 175 万，科创板投资者规模为 789 万。综合考虑 20 年以来市场活跃度、上交所、精选层与科创板的数据，我们认为北交所潜在投资者数量空间有望达到 500-800 万。

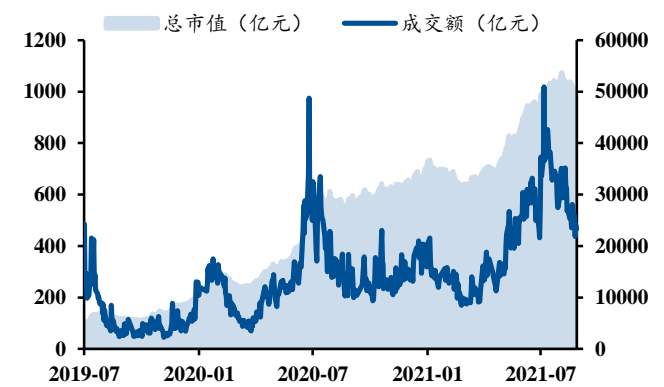
图3: 2019 年末上交所自然人持股账户数及结构情况


资料来源:《上海证券交易所统计年鉴(2020)》, 民生证券研究院

图4: 可比板块投资者数量情况 (万户)


资料来源: 新三板官网, 科创板官网, 民生证券研究院

交易量将如何变化? 我们选择科创板 100 亿市值以下的公司做参考。目前精选层 66 家公司总市值达到 2325 亿元, 但从交易数据看与科创板 100 亿以下公司在活跃度上相比有较大差距, 其中日均换手率、日均公司成交额分别存在 3.8、6.6 倍的差距。

图5: 科创板开市以来总市值与日成交额情况


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 精选层 VS 科创板 100 亿以下市值交易数据

近1个月市场数据	目前新三板精选层	科创板100亿以下公司
上市公司家数	66	213
日均换手率 (%)	1.51	5.83
日均总成交额 (亿元)	8.22	176.40
日均公司成交额 (亿元)	0.12	0.83
动态PE均值	33	53

资料来源: Wind, 民生证券研究院

IT 系统建设增量空间如何? 预计市场空间有望达到 15 亿元以上。从 IT 系统建设的角度, 北交所将带来证券 IT 系统的扩建升级, 按客户的角度: 对于券商, 重点交易系统改造和配套的系统建设; 对于买方, 资管、风控、接口等模块的改造是重点。对于市场空间, 我们认为科创板及创业板注册制改革可以作为参考, 其中科创板改造带来的平均客单价约为 500 万元, 创业板改革平均客单价约为 300 万元。我们按照券商系统 500 万、买方系统 300 万客单价的假设估算, 预计北交所将为证券 IT 市场带来 15.17 亿的增量空间。

表3: 北交所带来的证券IT市场空间测算

	公司数量 (家)	客单价 (万元)	市场空间 (亿元)
券商	139	500	6.95
公募基金	151	300	4.53
保险资管	30	300	0.9
银行理财子	25	300	0.75
信托	68	300	2.04
市场空间估算			15.17

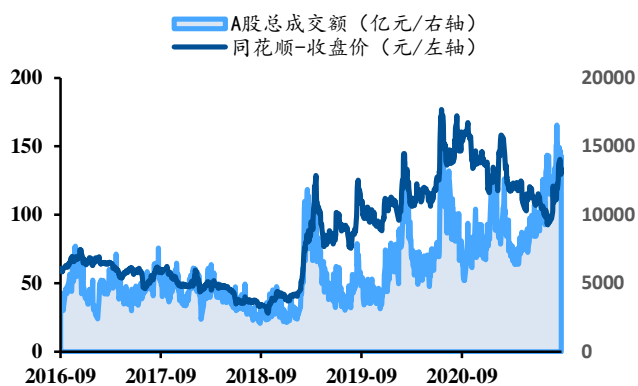
资料来源: 民生证券研究院测算

2 聚焦公司，金融科技与证券 IT 厂商充分受益

2.1. 同花顺：天量交易额推动、北交所催化，公司有望估值重塑

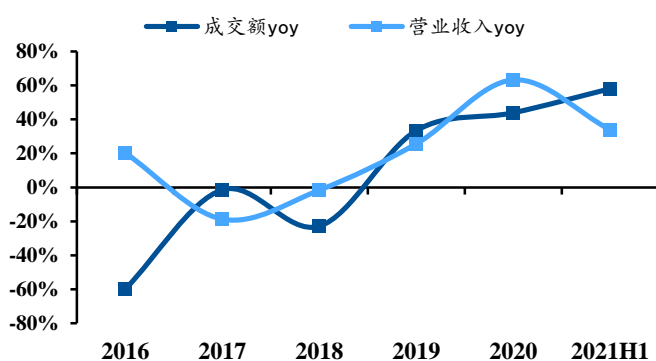
市场活跃度对同花顺有何促进？从短期市场情绪看，日成交额阶段性的大幅提升都为公司股价走势带来催化；从长期视角，市场成交额的同比增速与公司营收的同比增速有比较明显的相关性。从传导逻辑看，同花顺收入结构中电信增值、广告及推广、基金代销均与 A 股市场活跃程度有强相关性，北交所的设立有望带来进一步催化。

图7: 同花顺走势与 A 股成交额对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

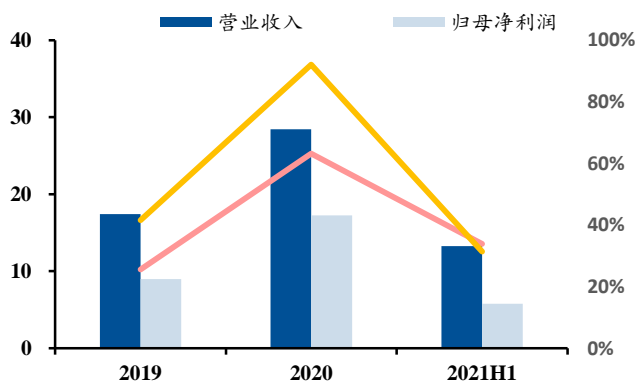
图8: 同花顺营收增速与 A 股成交额同比增速对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

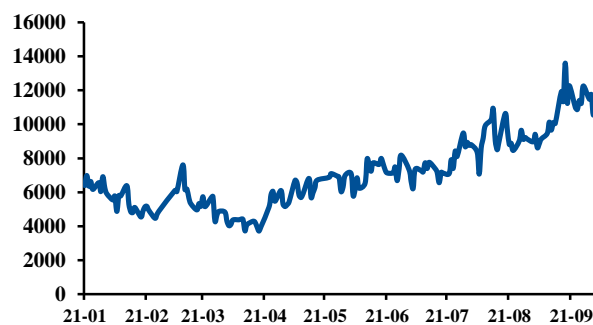
当前公司基本面如何？估值极具性价比，业绩有望超预期增长。同花顺 2020 年实现营收与归母净利润的高速成长，21 年中报在高基数的前提下增速有所放缓，因此估值短期承压。当前公司动态 PE 为 39 倍，远低于过去 3 年 61 倍的平均值。但考虑到今年下半年 A 股成交量大幅提升（上半年合计成交金额 70.38 万亿，7 月 1 日至 9 月 17 日成交金额合计已达到 54.9 万亿），我们认为在持续的天量交易额以及新设北交所的刺激下，公司业绩有望在下半年重回高速增长态势，当前估值极具性价比。

图9: 同花顺 19-21H1 营收利润情况 (单位: 亿元)



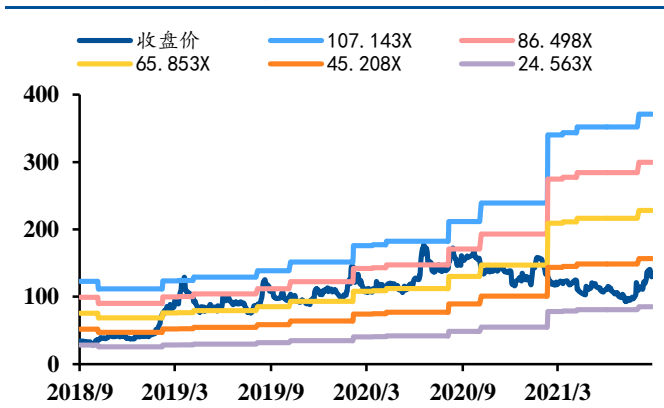
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 2021 年 A 股日成交额变化情况 (单位: 亿元)



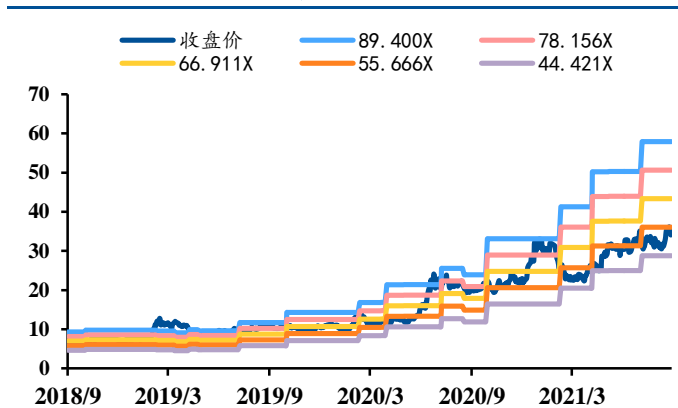
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图11: 同花顺近三年 PE-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 东方财富近三年 PE-Band

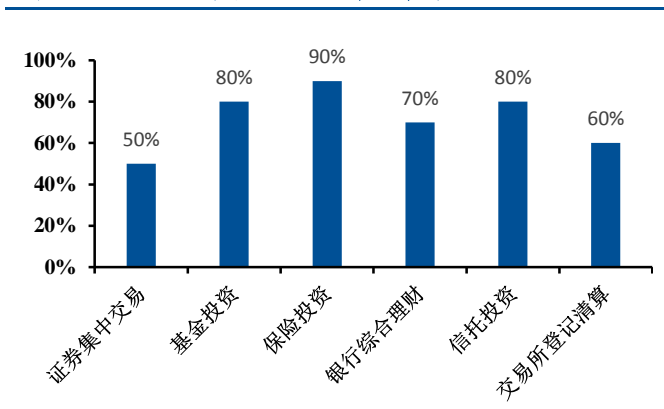


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2. 证券 IT: 资本市场改革带来确定性需求增量, 估值处于底部

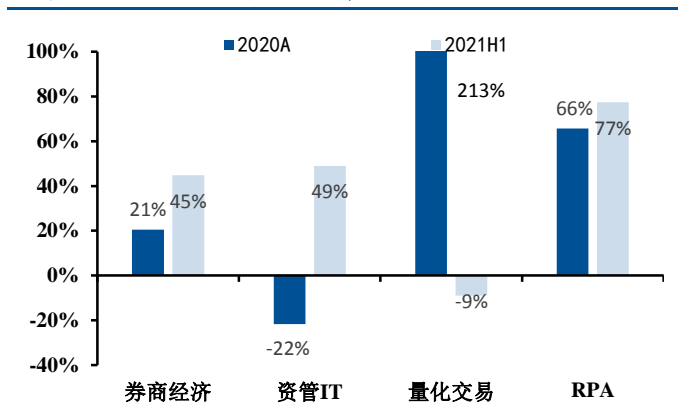
证券 IT 市场扩容最利好哪些公司? 龙头恒生电子与边际改善明显的金证股份。具体看, 行业龙头恒生电子有望凭借在各个细分领域的绝对优势, 充分享受北交所带来的市场扩容红利; 老牌证券 IT 公司金证股份, 在更换领导体系后迎来积极的边际变化, 完善资管 IT 全产品体系, 同时在 RPA、量化交易等新兴领域有领先地位。

图13: 恒生电子各细分领域市占率情况



资料来源: 公司公告, 公司官网, 民生证券研究院

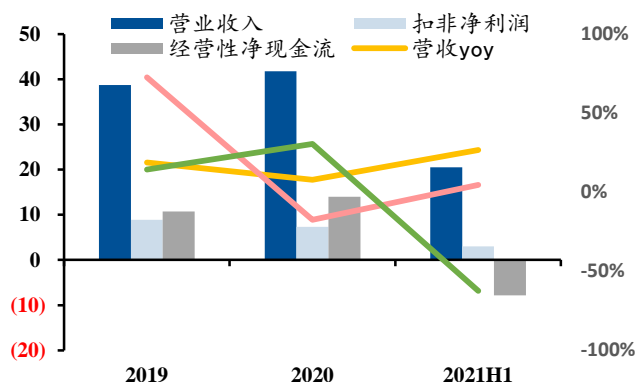
图14: 金证股份各细分业务营收增速



资料来源: 金证股份公司公告, 民生证券研究院

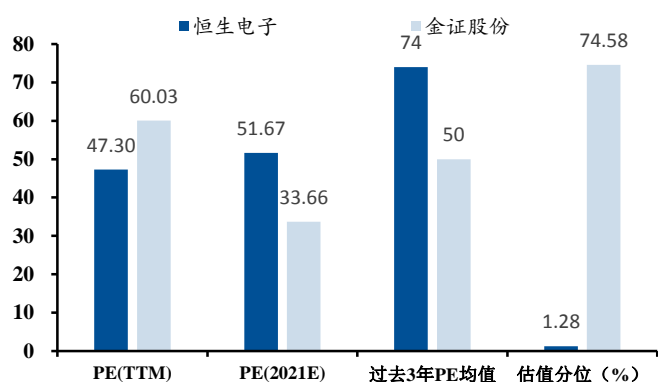
当前证券 IT 公司基本面如何? 业绩稳健增长, 估值处于底部。证券 IT 公司正迎来绝佳的长期配置机会, 从基本面角度, 经历了会计准则调整、疫情影响交付等冲击, 证券 IT 公司仍能够保持良好的增长; 从估值角度, 目前恒生已经处于过去 3 年估值的 1.28% 分位, 金证相较于过去 3 年的 PE 均值也有较大空间。

图15: 同花顺 19-21H1 营收利润情况 (单位: 亿元)



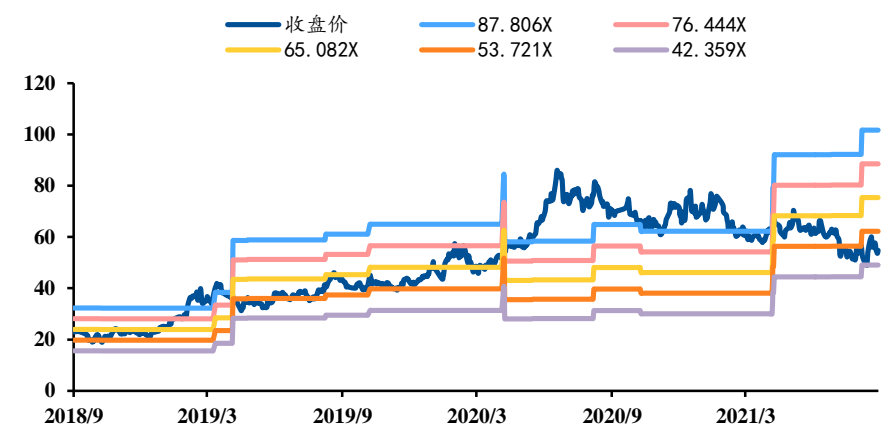
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 恒生电子与金证股份估值指标



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 恒生电子近三年 PE-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 风险提示

北交所建设进度不及预期；投资者开户数不及预期；证券IT系统建设不及预期

插图目录

图 1: 新三板精选层上市公司市值分布一览	4
图 2: 新三板精选层上市公司关键指标	4
图 3: 2019 年末上交所自然人持股账户数及结构情况	5
图 4: 可比板块投资者数量情况	5
图 5: 科创板开市以来总市值与日成交额情况	5
图 6: 精选层 VS 科创板 100 亿以下市值交易数据	5
图 7: 同花顺走势与 A 股成交额对比	7
图 8: 同花顺营收增速与 A 股成交额同比增速对比	7
图 9: 同花顺 19-21H1 营收利润情况 (单位: 亿元)	7
图 10: 2021 年 A 股日成交额变化情况 (单位: 亿元)	7
图 11: 同花顺近三年 PE-Band	8
图 12: 东方财富近三年 PE-Band	8
图 13: 恒生电子各细分领域市占率情况	8
图 14: 金证股份各细分业务营收增速	8
图 15: 同花顺 19-21H1 营收利润情况 (单位: 亿元)	9
图 16: 恒生电子与金证股份估值指标	9
图 17: 恒生电子近三年 PE-Band	9

表格目录

表 1: 北交所制度建设时间线梳理	3
表 2: 北交所与科创板全方位对比	4
表 3: 北交所带来的证券 IT 市场空间测算	6

分析师与研究助理简介

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。