



北交所开辟增量市场，证券行业景气度延续

——北交所设立对证券行业影响分析

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 龚思匀（联系人）

证书编号：S0790120110033

邮箱：gongsiyun@kysec.cn

2021 年 11 月 2 日

1. 北交所以新三板精选层为基础，坚持错位发展，为中小企业发展提供助力

北交所以新三板精选层为基础，总体平移精选层各项基础制度，坚持北交所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。资金端有所放开，北交所对个人投资者门槛从100万元降低至50万元，公募基金此前仅可参与新三板精选层投资，目前北交所股票属于上市公司股票，公募基金也可进行投资。与科创板和创业板相比，三者均采用注册制发行，在板块定位、发行条件、交易规则等方面有所差异。体量上看，目前北交所体量与其他板块相比较小，短期对券商行业盈利影响贡献不大，未来随着北交所扩容，占资本市场比重将持续提升，长期对券商各项业务均有利好。

2. 新三板业务储备丰富的券商将直接受益，券商各项业务均有利好

北交所设立后，新三板储备丰富的公司将直接受益，从持续督导数量、推荐挂牌数量等方面看，中小券商新三板业务较强。北交所成立后有望提升直接融资占比，带来资本市场扩容，市场活跃度提升下将带来经纪业务增量，更多企业寻求在北交所上市，将直接带来投行业务增量，同时，部分券商早期入股或旗下直投公司投资新三板企业，北交所成立后退出渠道有所增加，新三板股票资产重估下将大幅增加券商投资收益，券商各项业务均有利好。长期看，目前证券行业正处于资本市场改革红利期，北交所设立继续释放政策积极信号，改革实验田扩容，全面注册制改革有望持续推进。

3. 投资结论：证券行业迎来发展机遇期，景气度持续向好

基本面看，证券行业2019-2020年连续两年高增长，2021年前3季度盈利延续高景气度；资金面看，券商估值低于历史中枢，机构资金对于低估值、低配置且盈利持续改善板块的关注度提升，券商板块的资金配置有所提升，北交所设立等资本市场政策利好持续，财富管理赛道成长性延续，证券行业正迎来发展机遇期。首推大财富管理主线龙头东方证券、广发证券和东方财富，受益标的长城证券、兴业证券、中金公司（H股）、申万宏源。

4. 风险提示：市场波动风险，政策落地不及预期。

目录

CONTENTS

- 1 北交所设立基本情况
- 2 北交所与A股各板块对比
- 3 券商经纪、投行、直投等业务迎来利好
- 4 投资观点
- 5 风险提示

北交所以新三板精选层为基础，坚持错位发展，为中小企业发展提供助力

9月2日，习总书记表示将继续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，北交所以新三板精选层为基础，总体平移精选层各项基础制度，坚持北交所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。

2021年10月30日证监会发布北交所发行上市、再融资等规范性文件，基础制度生效日期为11月15日，或意味着北交所开市临近。

表1: 北交所以新三板精选层为基础，坚持错位发展

设立思路	总体平移精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。
基础制度	按照“坚守一个定位、处理好两个关系、实现三个目标”的原则，北京证券交易所将整体平移精选层各项基础制度，探索建立适合创新型中小企业特点的发行上市制度和信息披露制度安排。
组织架构	由全国股转公司出资设立，采取公司制。
与沪深交易所错位发展	在市场功能方面，北京证券交易所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”；在制度安排方面，北京证券交易所着力构建契合中小企业特点的基础制度，坚持上市公司从符合条件的创新层企业中产生。 在市场运行方面，北京证券交易所坚持以合格投资者为主，投资者结构和风险偏好与沪深交易所所有较大差异。
与创新层、基础层协同发展	北交所整体承接精选层，将精选层现有挂牌公司全部转为北京证券交易所上市公司，创新层、基础层是北京证券交易所上市公司的来源，主要对不同成长阶段、不同类型的中小企业进行培育和规范，提供更加包容、精准的市场服务。

资料来源：证监会、开源证券研究所

北交所实施注册制

表2: 北交所实施注册制

IPO 发行 条件	<p>发行条件: (1) 发行人为在全国股转系统连续挂牌满 12 个月的创新层挂牌公司; (2) 最近一年期末净资产不低于 5000 万元; (3) 公开发行的股份不少于 100 万股, 发行对象不少于 100 人; (4) 公开发行后, 公司股本总额不少于 3000 万元; (5) 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%。</p>
	<p>财务条件 (至少符合一项): (1) 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%; (2) 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; (3) 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%; (4) 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。</p>
审核 时长	<p>北交所收到注册申请文件后, 应当在 5 个工作日内作出是否受理的决定; 北交所自受理注册申请文件之日起 2 个月内形成审核意见; 中国证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或不予注册的决定。</p>
发行 定价	<p>发行人可以与主承销商自主协商直接定价, 也可以通过合格投资者网上竞价, 或网下询价等方式确定股票发行价格和发行对象。</p>
涨跌 幅	<p>涨跌幅限制比例为 30%, 新股上市首日和退市整理期首日不设涨跌幅。</p>
投资 者门 槛	<p>(1) 申请权限开通前 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 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (2) 参与证券交易 24 个月以上。</p>

资料来源: 北交所、开源证券研究所

资金端：个人投资者门槛有所降低，公募基金可投资北交所上市公司

从资金端上看，北交所对个人投资者门槛从100万元降低至50万元，公募基金此前仅可参与新三板精选层投资，目前北交所股票属于上市公司股票，公募基金可进行投资，保险资金投资新三板仍未放开。

表3：北交所对个人投资者门槛有所降低

个人投资者	北交所个人投资者资金门槛从100万元降低至50万元，机构投资者准入不设置资金门槛；创新层投资者准入资金门槛由150万元调整为100万元。
公募基金	2020年1月证监会明确公募基金投资新三板仅限于投资精选层股票，所投资股票被调出精选层的，自调出之日起，基金管理人不得新增投资该股票；目前监管部门明确，北交所股票属于国内依法发行上市交易的股票，公募基金可按照合同约定进行投资，公募基金参与新三板投资仍参考此前相关指引执行。
私募基金	私募基金可投资新三板股票。
保险资金	保险资金参与新三板的相关的规则未出台，目前不能参与新三板的投资。

资料来源：证监会、北交所、基金业协会、开源证券研究所

北交所与科创板、创业板在板块定位、发行条件和交易等方面均有差异

表4: 北交所与科创板、创业板在板块定位等方面有所不同

	北交所	科创板	创业板
板块定位	打造服务创新型中小企业主阵地	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
交易所体制	由全国股转公司出资设立的公司, 北交所采取公司制, 建立股东会、监事会, 形成高效透明的治理架构, 落实交易所主体责任, 明确主要管理制度, 促进交易所自律管理职能有效发挥	上交所、深交所均为事业单位, 事业单位是由政府利用国有资产设立的, 从事教育、科技、文化、卫生等活动的社会服务组织	
IPO审核时间	北交所收到注册申请文件后, 应当在5个工作日内作出是否受理的决定 北交所自受理注册申请文件之日起 2个月内 形成审核意见 中国证监会在20个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或不予注册的决定	交易所收到注册申请文件后, 5个工作日内作出是否受理的决定。 交易所应当自受理注册申请文件之日起 3个月内 形成审核意见。 中国证监会在20个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或者不予注册的决定	

资料来源: 北交所、深交所、上交所、开源证券研究所

表5: 北交所与科创板、创业板在发行条件有所不同

	北交所	科创板	创业板
上市制度	注册制	注册制	注册制
发行条件	发行人应当为在全国股转系统连续挂牌满十二个月的创新层挂牌公司	标准1: 预计市值不低于人民币10亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元, 或者预计市值不低于人民币10亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元	标准1: 最近两年净利润均为正, 且累计净利润不低于人民币5000万元
	标准1: 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2: 预计市值不低于人民币15亿元, 最近一年营业收入不低于人民币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%	标准2: 预计市值不低于人民币10亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元
	标准2: 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3: 预计市值不低于人民币20亿元, 最近一年营业收入不低于人民币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人民币1亿元	标准3: 预计市值不低于人民币50亿元, 且最近一年营业收入不低于人民币3亿元
	标准3: 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4: 预计市值不低于人民币30亿元, 且最近一年营业收入不低于人民币3亿元	
	标准4: 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5: 预计市值不低于人民币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。	

资料来源: 北交所、深交所、上交所、开源证券研究所

表6: 北交所与科创板、创业板在交易方面有所不同

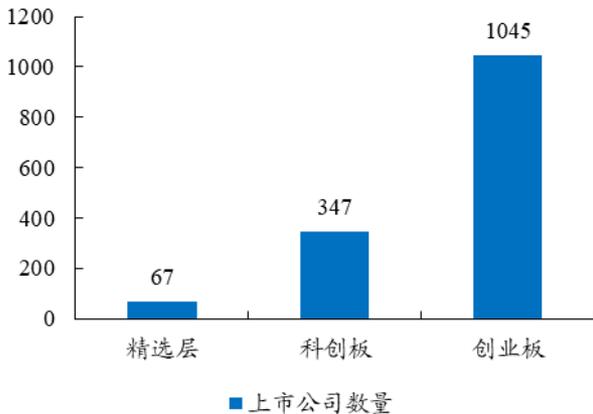
项目	北交所	科创板	创业板
涨跌幅	连续竞价交易, 新股上市首日不设涨跌幅限制, 自次日起涨跌幅限制为30%, 增加市场弹性。	新股上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制, 涨跌幅限制比例为20%	
价格申报范围限制	连续竞价期间, 对限价申报设置基准价格上下5%的申报有效价格范围	连续竞价期间, 对限价申报设置基准价格上下2%的申报有效价格范围	
单笔最高申报数量上限	投资者买卖股票的单笔申报数量应当不低于100股; 股票交易单笔申报最大数量不得超过100万股, 每笔申报可以1股为单位递增。	单笔申报数量应当不小于200股, 且不超过10万股; 通过市价申报买卖的, 单笔申报数量应当不小于200股, 且不超过5万股。卖出时, 余额不足200股的部分, 应当一次性申报卖出。	设置限价申报单笔数量不超过10万股, 市价申报单笔数量不超过5万股。保留现行创业板每笔最低申报数量为100股的制度安排。
大宗交易	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	上市公司股东通过大宗交易方式减持股票在交易量上需要满足单笔买卖申报数量应当不低于30万股, 或者交易金额不低于200万。交易所可以根据市场情况调整大宗交易的最低限额。	
投资者门槛	(1) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于 50 万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (2) 参与证券交易 24 个月以上	(1) 申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于 50万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); (2) 参与证券交易24个月以上	(1) 申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于10万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券) (2) 参与证券交易24个月以上

资料来源: 北交所、深交所、上交所、开源证券研究所

新三板精选层目前体量相对较小

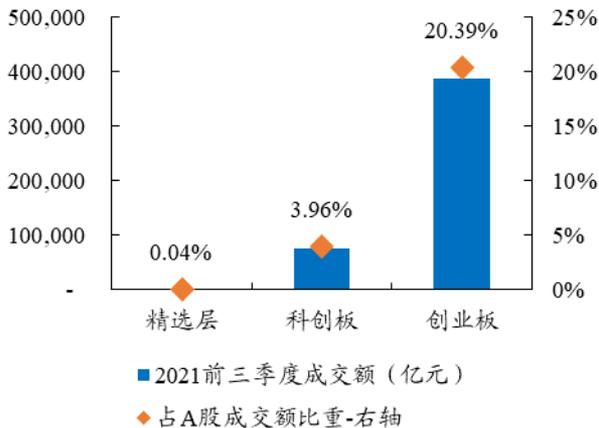
- 截至10月25日，精选层上市公司数量仅67家，2021前三季度成交额727亿元，占A股成交额比重仅0.04%，IPO规模46亿元，占全市场IPO规模比重约1.2%。
- 目前北交所体量与其他板块相比较小，短期对券商行业盈利影响贡献不大，未来随着北交所扩容，占资本市场比重将持续提升，长期对券商各项业务均有利好。

图1: 精选层上市公司数量少于科创板和创业板



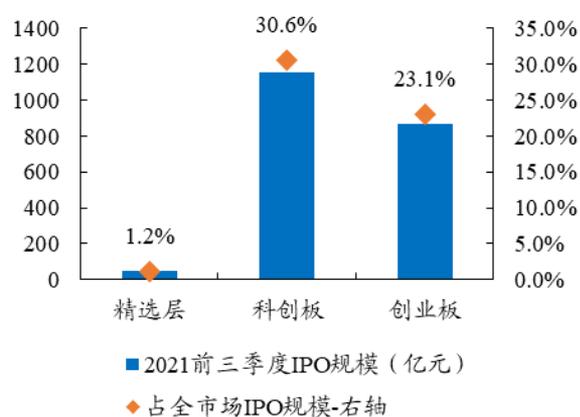
数据来源: Wind、开源证券研究所
注: 上市公司数量截至2021年10月25日

图2: 精选层成交额比重较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 精选层IPO规模占比较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.1 券商经纪、投行、直投等业务迎来利好

经纪：市场活跃度提升下将带来经纪业务增量

- 精选层于7月27日正式设立并开市交易，2020年和2021前三季度，精选层成交额分别为274/727亿元，日均换手率分别为1.0%/0.6%；
- 2020和2021前三季度，创业板日均换手率为2.24%/1.78%，科创板日均换手率为1.29%/1.00%，9月精选层日均换手率1.6%，未来北交所设立后，投资者门槛有所降低，市场活跃度将明显提升，以创业板和科创板为参考，我们假设2021和2022年北交所日均换手率分别为1.2%/2.0%，在25%的所得税假设下，预计2022年经纪业务收入将增加6.51亿元，占2020年净利润比重约0.31%，预计2022年北交所成交额将占市场总成交额0.48%。

表7：预计2022年经纪业务将拉动行业净利润+0.31%

	2020	2021Q1-Q3	2021E	2022E
精选层成交额（亿元）	274	727	2,930	12,932
YOY			970%	341%
交易日	108	184	244	244
日均股票成交额（亿元）	2.54	3.95	12.01	53
日均换手率	1.00%	0.60%	1.2%	2.0%
精选层流通市值（亿元）	301	1,005	1700	3600
精选层公司数量	41	66	85	180
单家公司流通市值（期末值）	7.34	15.23	20	20
佣金率			0.0252%	0.0252%
经纪业务收入（亿元）			1.47	6.51
经纪业务净利润（亿元）（考虑所得税）			1.11	4.88
行业2020年净利润（亿元）			1575	1575
占2020年净利润比重			0.07%	0.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 券商经纪、投行、直投等业务迎来利好

投行：更多企业将在北交所挂牌上市，券商投行业务迎来机遇

- 北交所整体采用注册制发行，截至10月25日，精选层共67家公司，创新层公司中满足精选层挂牌条件的企业共555家，排队申请精选层公司共53家；
- 科创板和创业板同样采用注册制审核，2021前三季度，科创板和创业板IPO数量分别为126/145家，参考科创板和创业板审核速度，预计到2021年末，北交所上市公司共85家，2022年北交所IPO公司有望达95家，参考精选层以往承销费用，我们预计2022年投行业务将为证券行业带来收入9.98亿元，拉动净利润增长0.63%。

表8：预计2022年投行业务将拉动行业净利润+0.63%

	2020	2021前三季度	2021E	2022E
精选层上市数量	41	25	85	95
承销及保荐费用（亿元）	7.01	3.25	29.75	33.25
单家公司承销及保荐费用（亿元）	0.17	0.13	0.35	0.35
承销净利率	30%	30%	30%	30%
IPO增加净利润（亿元）	2.10	0.98	8.93	9.98
行业2020年净利润（亿元）			1575	1575
占2020年净利润比重			0.63%	0.63%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2020年科创板和创业板IPO数量分别为145/107家

	2020年	2021前三季度
科创板上市数量	145	126
创业板上市数量	107	145

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 券商经纪、投行、直投等业务迎来利好

直投：北交所设立后，新三板企业价值重估将为券商带来直投收益

- 部分券商早期入股或旗下直投公司投资新三板企业，北交所成立后退出渠道有所增加，资产重估下将大幅增加券商投资收益；
- 以贝特瑞为例，部分券商在2015年作为做市商参与配售，截至2021年10月27日未退出，股票浮盈402%，南京证券2020年参与配售，截至2021年10月27日，投资收益约418万元。

表10：截至2021年10月27日，获得贝特瑞配售券商有较高收益

名称	配售日期	配售日期 价格（元）	持股数量 （万股）	参与配售原因	退出日期	现价（2021/10/27）/ 退出日期股价（元）	收益（万元）
南京证券	2020-07-06	41.80	3.12	自营账户参与配售		175.75	418
国信证券	2015-12-28	35.00	70.00	作为做市商参与配售		175.75	9,853
华泰证券	2015-12-28	35.00	70.00	作为做市商参与配售	2018/11/5	7.82	-1,903
招商证券	2015-12-28	35.00	70.00	作为做市商参与配售	2019/7/30	13.80	-1,484
东北证券	2015-12-28	35.00	70.00	作为做市商参与配售		175.75	9,853
光大证券	2015-12-28	35.00	50.00	作为做市商参与配售	2019/7/26	13.81	-1,060
长江证券	2015-12-28	35.00	20.00	作为做市商参与配售		175.75	2,815

数据来源：贝特瑞公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2 新三板业务储备丰富的券商将直接受益

中小券商新三板业务较强，新三板储备丰富的券商将直接受益

新三板业务储备丰富的券商将通过投行、经纪、投资等业务直接受益，从持续督导数量上看，申万宏源和开源证券创新层和精选层持续督导家数最多，截至10月27日，分别为129/100家。

表11: 申万宏源和开源证券精选层和创新层持续督导家数最多

公司名称	持续督导数量				持续督导市值(亿元)			
	基础层	创新层	精选层	创新层+精选层	基础层	创新层	精选层	创新层+精选层
申万宏源	477	123	6	129	950	755	167	922
开源证券	509	96	4	100	540	490	286	776
东吴证券	236	48	2	50	401	278	17	295
长江证券	209	47	3	50	305	304	36	341
安信证券	214	39	5	44	352	280	87	366
中信建投	91	34	10	44	247	503	206	710
中泰证券	228	38	2	40	345	151	40	191
兴业证券	139	36	1	37	213	238	27	265
天风证券	115	36	1	37	209	189	14	203
财通证券	140	30		30	208	129		129
东北证券	176	25	3	28	303	110	29	140
国融证券	258	26	1	27	420	137	11	149
海通证券	79	26	1	27	160	234	13	247
光大证券	108	25	1	26	372	143	21	163
首创证券	106	23		23	144	117		117
太平洋	82	21		21	165	133		133
国元证券	70	17	4	21	114	110	37	147
国泰君安	66	21		21	323	292		292

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 数据截至10月27日

3.2 新三板业务储备丰富的券商将直接受益

中小券商新三板业务较强，新三板储备丰富的券商将直接受益

中小券商新三板业务整体较强，2021Q3主办券商执业质量评价结果中，开源证券、申万宏源和长江证券居行业前三。

表12: 2021Q3主办券商执业质量评价结果中，开源证券、安信证券和申万宏源居行业前三

序号	券商简称	基础分值	专业质量得分							合规质量扣分							合计分值
			推荐挂牌业务	发行并购业务	持续督导业务	做市业务	经纪业务	综合业务	专业质量得分合计	推荐挂牌业务	发行并购业务	持续督导业务	做市业务	经纪业务	综合业务	合规质量扣分合计	
1	开源证券	100	20	9.51	19.39	12.93	0.31	5.1	67.23	2	0	6.67	0	0	0	8.67	158.56
2	申万宏源	100	4.44	3.27	19.63	11.92	5	4.23	48.5	0	0	1.33	0	0	0	1.33	147.16
3	长江证券	100	8.89	2.05	13.84	7.04	2.48	2.68	36.97	0	0	0	0	0	0	0	136.97
4	中泰证券	100	0	6.54	14.17	10.69	3.74	2.2	37.33	0	0	0	0	4	0	4	133.33
5	广发证券	100	0	3.8	10.43	9.1	5.25	3.54	32.12	0	0	0	0.22	0	0	0.22	131.9
6	东吴证券	100	8.89	4.6	14.37	4.48	1.31	2	35.64	0	4	0	0	0	0	4	131.64
7	国泰君安	100	0	2.72	11.36	7.37	4.74	4.75	30.95	0	0	0	0	0	0	0	130.95
8	国融证券	100	6.67	7.09	14.19	0	0.07	2.82	30.83	0	0	0	0	0	0	0	130.83
9	中信证券	100	4.44	4.65	9.96	4.44	8.88	2.2	34.57	0	4	0	0	0	0	4	130.57
10	安信证券	100	0	1.48	13.96	13.66	2.42	6	37.52	6	0	2	0	0	0	8	129.52
11	东莞证券	100	0	4.67	12	4.3	1.12	6.75	28.85	0	0	0	0	0	0	0	128.85
12	东北证券	100	0	1.52	12.87	10.42	1.58	2	28.39	0	0	0	0	0	0	0	128.39
13	九州证券	100	0	4	10.27	11.93	0.05	2.2	28.45	0	0	0	0.22	0	0	0.22	128.23
14	天风证券	100	2.22	3.38	12.18	8.87	0.45	2	29.1	0	0	1.33	0	0	0	1.33	127.77
15	兴业证券	100	0	2.88	12.56	3.31	2.07	5.66	26.47	0	0	0	0.22	0	0	0.22	126.25

数据来源：全国中小企业股份转让系统、开源证券研究所

3.2 新三板业务储备丰富的券商将直接受益

中小券商新三板业务较强，新三板储备丰富的券商将直接受益

主办券商执业质量主要通过主办券商专业服务质量、合规执业质量等进行评价，基础分值100分，主办券商季度执业质量评价分值=基础分值+专业质量得分-合规质量扣分

表13: 主办券商专业质量评价指标

业务类别	指标项	指标占比
推荐挂牌业务(20分)	推荐挂牌公司家数	100%
发行并购业务(20分)	股票发行次数	27.50%
	股票发行金额	27.50%
	并购重组次数	20%
	债券发行次数	7.50%
	债券发行金额	7.50%
	优先股发行次数	5%
	优先股发行金额	5%
持续督导业务(20分)	持续督导挂牌公司家数	50%
	持续督导挂牌公司定期报告披露率	20%
	持续督导挂牌公司临时报告错误率	10%
	持续督导挂牌公司违规率	20%
做市业务(20分)	主要包括做市商做市规模、流动性提供情况和报价质量	
经纪业务(10分)	代理买卖股票金额	50%
	新增合格投资者开户数量	50%
综合业务(10分)	发布新三板行业及个股研究报告数量	20%
	新三板行业研究报告覆盖率	20%
	发行已投资新三板挂牌股票的产品数量	20%
	发行已投资新三板挂牌股票的产品净值	20%
	配合测试完成情况	20%

资料来源: 全国中小企业股份转让系统、开源证券研究所

3.3 未来全面注册制进程有望加快

证券行业处于政策红利期，未来全面注册制进程有望加快

北交所设立不仅加大对中小企业融资支持，也是资本市场改革的重要一步，自2019年科创板注册制落地后，注册制正式拉开帷幕，目前证券行业正处于资本市场改革红利期，北交所设立也是全面注册制进程中重要一环，利于完善多层次资本市场体系，往后看，全面注册制进程有望加快。

表14：注册制进程持续推进

时间	政策	影响
2019/3/1	科创板注册制正式落地	注册制正式拉开帷幕
2020/2/14	再融资新规正式落地	吸引长期资金入市，提高直接融资比重
2020/6/3	新三板转板制度落地	精选层挂牌满一年，且符合上市条件的新三板企业，将可直接申请赴上交所科创板，或深交所创业板上市，进一步打造多层次资本市场体系， 激发市场活力
2020/6/12	创业板注册制正式落地	注册制正式进入存量市场
2020/12/31	退市新规落地	加大市场出清力度，利于股市优胜劣汰
2021/2/5	证监会批复深交所合并主板与中小板	利于优化深交所板块结构，突出创业板市场定位，为全面注册制减轻改革阻力
2021/2/26	沪深交易所分别发布实施全国中小企业股份转让系统挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法	新三板精选层转板上市基础性制度建立，新三板公司转板上市进入实操阶段
2021/4/6	深交所主板与中小板正式合并	利于优化深交所板块结构，突出创业板市场定位，为全面注册制减轻改革阻力
2021/9/3	北交所设立	利于中小企业融资，加快全面注册制进程

资料来源：证监会、开源证券研究所

3.3 未来全面注册制进程有望加快

注册制后，科创板和创业板体量不断扩大

科创板自2019年开板之后，体量不断扩大，成交额占比从2019年的1%提升至2021前三季度的4%，总市值占比从1.5%提升至5.8%，截至2021年9月30日，跟投收益率为152%，为券商贡献较高盈利，创业板总市值和IPO规模占比均有所提升。

表15: 科创板体量不断扩大

科创板 (亿元)	2019年	2020年	2021前三季度
成交额	13294	65,932	75,336
占A股成交额比重	1.0%	3.2%	4.0%
IPO融资规模	824	2226	1153
占全市场IPO规模	33%	47%	31%
总市值	8731	34916	50173
总市值占比	1.5%	4.4%	5.8%
跟投收益	24.93	135.10	227.35
累计跟投收益率	81%	133%	152%

数据来源: Wind、开源证券研究所

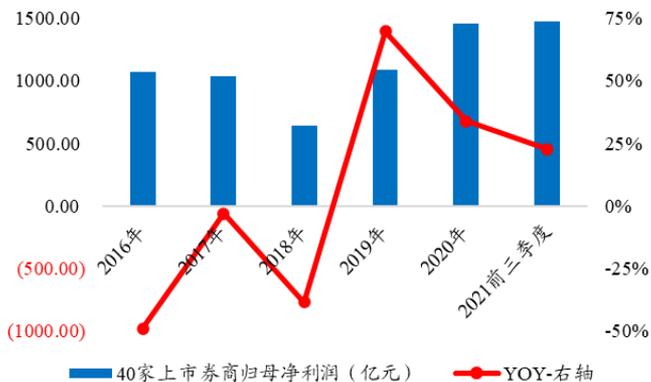
表16: 创业板总市值和IPO规模占比有所提升

创业板 (亿元)	2020前三季度	2021前三季度
成交额	341437	387989
占A股成交额比重	21.6%	20.4%
IPO融资规模	574.38	870.3
占全市场IPO规模	16%	23%
总市值	95,014.85	128,455.60
总市值占比	13%	15%

数据来源: Wind、开源证券研究所

- 基本面看，证券行业2019-2020年连续两年高增长，2021年前3季度盈利延续高景气度；资金面看，券商估值低于历史中枢，机构资金对于低估值、低配置且盈利持续改善板块的关注度提升，券商板块的资金配置有所提升，北交所设立等资本市场政策利好持续，财富管理赛道成长性延续，证券行业正迎来发展机遇期。
- 选股思路：（1）在资管新规正式实施、地产投资吸引力下降以及养老金制度推出等边际变化下，大财富管理仍是券商成长性最强的主线；（2）优选低估值龙头券商；（3）北交所设立下，新三板业务较强的公司。
- 首推大财富管理主线龙头东方证券、广发证券和东方财富，受益标的长城证券、兴业证券、中金公司（H股）、申万宏源。

图4：2021前三季度券商盈利延续高景气度



数据来源：Wind、开源证券研究所

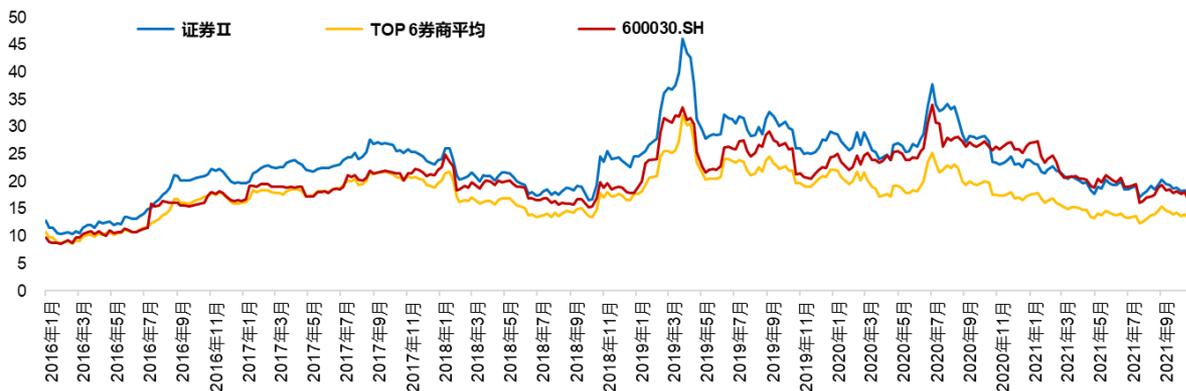
图5：2019年以来券商ROE保持上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 基本面看，证券行业2019-2020年连续两年高增长，2021年前3季度盈利延续高景气度；资金面看，券商估值低于历史中枢，机构资金对于低估值、低配置且盈利持续改善板块的关注度提升，券商板块的资金配置有所提升，北交所设立等资本市场政策利好持续，财富管理赛道成长性延续，证券行业正迎来发展机遇期。
- 选股思路：（1）在资管新规正式实施、地产投资吸引力下降以及养老金制度推出等边际变化下，大财富管理仍是券商成长性最强的主线；（2）优选低估值龙头券商；（3）北交所设立下，新三板业务较强的公司。
- 首推大财富管理主线龙头东方证券、广发证券和东方财富，受益标的长城证券、兴业证券、中金公司（H股）、申万宏源。

图6：券商板块PE低于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：受益标的估值表

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
			2021/11/02	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600958.SH	东方证券	买入	13.04	0.38	0.78	0.97	34.32	16.72	13.44
000776.SZ	广发证券	买入	18.88	1.32	1.63	2.00	14.30	11.58	9.44
300059.SZ	东方财富	买入	32.00	0.58	0.87	1.11	55.29	36.78	28.83
601377.SH	兴业证券	未评级	8.60	0.60	0.75	0.90	14.39	11.39	9.59
3908.HK	中金公司	未评级	18.96	1.60	2.15	2.65	11.86	8.84	7.14
000166.SZ	申万宏源	未评级	5.35	0.31	0.30	0.31	17.26	18.09	17.33
002939.SZ	长城证券	未评级	10.70	0.48	0.50	0.56	22.29	21.40	19.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方证券、广发证券和东方财富外，其余EPS和PE数据均来自Wind一致性预期

- 市场波动风险;
- 政策落地不及预期。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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，属于机密材料，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券