

行业研究

北交所的投资逻辑与市场机会

——北交所系列跟踪报告之二

要点

有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配企业在不同生命周期的融资需求。通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，可以提升资本市场对于中小企业的服务能力。判断资本市场功能是否完善，除了传统的流动性，还有风险定价的准确、有效和专业。充足的流动性是接近公允的市场化定价的前提，只有定价准确、合理，资本才能配置到经济社会发展最需要的地方。北交所在参与者上不断扩容，险资、公募基金和个人投资者等各方面参与热情较高，有助于解决新三板长期存在的流动性问题。从目前我国资本市场建设层次来看，北京证券交易所是为了进一步满足从VC/PE机构到主板上市之间中小企业在公开市场的股权融资需求。从定位看北交所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”。首批北交所上市企业的特征：制造业和信息技术行业为主、80%的企业市值不足30亿、净利和营收增速相对较高。从首批上市企业来看，基本符合创新型中小企业的定位。

与主板和创业板不同，北交所针对创新型中小企业在制度设计上进行了诸多尝试与创新。1) 试点注册制审核。流程上由北交所负责审核公司的上市申请，中国证监会负责履行发行注册程序。2) 多元化上市条件，综合考虑市值、收入、净利润、研发投入、现金流等各种条件，不规定连续盈利、最低扣非净利润等硬性财务指标。3) 针对中小企业还会设置特殊化规则，比如对现金分红比例不作硬性要求；对股权激励允许合理设置低于股票市价的期权行权价格，以增强激励功效。4) 审核进程透明可预期：IPO交易所2个月内形成审核意见，证监会注册期限为20个工作日；再融资交易所2个月形成审核意见（授权发行3个工作日），证监会注册期限为15个工作日。5) 涨跌幅幅度更大，北交所股票新股上市后的首个交易日不设涨跌幅限制，上市5日后涨跌幅限制放宽至30%。6) 多元的退市制度。

投资建议：回顾历史，中国资本市场发轫于国企脱困，三十年来市场建设强化了金融资本和产业资本的连接；展望未来，以北交所为契机，将延伸金融资本对于实体经济尤其是民营资本、中小企业的支持广度和深度。北交所的成立具有重大历史意义，最终将有助打造中国特色的资本市场内循环体系。从对证券行业的影响来看，目前首批上市公司总市值约3000亿元左右，对于券商交易量贡献有限。从投行业务来测算，参照科创板、创业板一年100家左右的上市速度，假设明年上市80-100家，预计贡献增量投行业务收入30-50亿元。资本市场参与热情将进一步激活，除了券商投行业务，未来市场交易、跟投等各项业务都有望跟进。

从二级市场来看，北交所定位于创新型中小企业，其特征是高收益与高风险并存，理论上科技类公司有更高的风险收益比。从战略投资者或者打新收益来看，由于北交所要求挂牌一年以上且为创新层的企业，在正式上市前已经经历过一段时期的公开交易与估值的消化，打新和参与战略投资需要参考在创新层的股价波动。从创新层与基础层来看，北交所带动基础层、创新层的活跃度，资金可以通过定增、二级市场公开交易等方式提前布局。

风险提示：市场流动性不及预期；本报告涉及的个股仅供分析佐证，不构成投资建议。

非银金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

匹配创新型中小企业融资，资本市场扩容加速——北交所系列跟踪报告之一（2021-09-03）

目 录

1、北交所有何异同与特征？	4
1.1、定位创新型中小企业，完善多层次资本市场建设	4
1.1.1 强化融资功能互补，投资人扩容提升流动性	4
1.1.2 科技创新需要金融资本的支持，交易所是重要连接场所	4
1.1.3 成长创新型中小企业为主，“更早”、“更新”比“更小”重要	5
1.2、北交所的差异化制度：试点注册制，更加包容的制度条件	5
2、首批北交所上市公司画像：成长型中小企业的特征明显	6
2.1、基本情况：经济发达地区较多，成长型企业为主	6
2.2、财务情况：首批上市企业业绩亮眼	7
2.3、上市情况：市值以 30 亿元以下为主，PE 估值在 40 倍左右	8
3、北交所的投资策略与机会	9
3.1、北交所的投资策略：兼顾价值与成长性	9
3.1.1 科技类公司：成长性特征明显，风险收益比较高	9
3.1.2 初创类、成长类公司，估值更需要结合定性分析与定量分析	10
3.2、打新收益需结合转板前表现，创新层有提前布局机会	10
3.2.1 从“创新层”到“北交所”，打新收益及参与战略投资需结合转板前表现	10
3.2.2 提前布局创新层：制造业和信息技术行业为主，研发费用率普遍较高	11
3.3、北交所成立对证券行业的短期与长期影响测算	11
4、风险提示：	12

图目录

图 1：首批北交所上市企业省市分布	6
图 2：首批北交所上市企业地域分布	6
图 3：首批北交所上市企业行业分布	7
图 4：首批北交所上市公司营收同比增速与 A 股其它板块上市公司对比.....	8
图 5：首批北交所上市公司净利润同比增速与 A 股其它板块上市公司对比	8
图 6：首批北交所上市公司盈利情况	8
图 7：首批北交所上市企业市值分布情况	9
图 8：从费城半导体指数看科技行业在历史不同时间段的代表产品	10

1、北交所有何异同与特征？

1.1、 定位创新型中小企业，完善多层次资本市场建设

i. 强化融资功能互补，投资人扩容提升流动性

有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配企业在不同生命周期的融资需求。通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，可以有效扩大资本市场对于中小企业的服务能力。从目前我国资本市场建设层次来看，北京证券交易所是为了进一步满足从VC/PE机构到主板上市之间中小企业在公开市场的股权融资需求。从定位看北交所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”。北交所定位中小企业的主要特征有两个：创新（观测指标：研发支出）和符合重点支持行业（制造业和先进服务业、“专精特新”等）。

判断资本市场功能是否完善，除了传统的流动性，还有风险定价的准确、有效和专业。充足的流动性是接近公允的市场化定价的前提，只有定价准确、合理，资本才能配置到经济社会发展最需要的地方。北交所在参与者上不断扩容，险资、公募基金和个人投资者等各方面参与热情较高。公募基金已经有8只获得审批，另有多家公募基金产品在排队等待审批。另一方面根据北交所数据，截至11月12日开市后合计可参与北交所交易的投资者超400万户，累计有超210万户投资者预约开通北交所合格投资者权限。我们认为投资人关注度和参与热情的提升有助于提升市场的流动性，从而发挥交易所对于中小企业的融资与定价功能。

表 1：北交所的定位与主要功能

原则	具体内容
一个定位	坚持服务创新型中小企业的市场定位。尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段，提升制度包容性和精准性。
互联互通的功能	1) 北京证券交易所与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能。
	2) 北京证券交易所与新三板现有创新层、基础层坚持统筹协调与制度联动，维护市场结构平衡。
	3) 畅通北京证券交易所在多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径。
	4) 培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

资料来源：Wind，证监会官网，光大证券研究所

1.1.2 科技创新需要金融资本的支持，交易所是重要连接场所

技术改革的改革和突破从来不是独立的，而是与社会经济环境、制度改革的突破紧密相连，北交所明确提出支持科技创新，对于资本市场支持科技创新有良好的示范带动作用。经济学家熊彼特把经济增长的重要波动和技术革命解释为“连续的工业革命”，认为成批的重大创新有赖于金融资本。一方面，技术创新的初期需要金融资本的支持。金融资本的流动性、扩散性可以推进科技创新，金融和制度创新决定了技术的释放潜力。另一方面，科技创新的产业化和商业化往往伴随着金融资本的投资。最后，资本市场能够提供一个管理风险的新机制。资本市场可以分散科技投资风险，将投资风险进行转移、缓释或者化解，同时降低信息不对称风险。

借鉴美国纳斯达克的发展史，我们认为对于北交所主要有以下几点借鉴意义：1) 一个交易所能否成功归根结底在于是否有优秀的上市公司。美国纳斯达克交易所的兴起就伴随着新一代信息技术革命的发展。2) 典型公司的示范和品牌效应，带动了一批上市公司。纳斯达克在初期就吸引了微软、思科等公司，成为了科技公司的代名词，具有了品牌效应。3) 国际化的发展道路有助于增强实力和影响力。我们认为北交所的国际化除了资金端，还可以在中概股回归、海外优质上市公司等资产端发挥更大的作用。

1.1.3 成长创新型企业为主，“更早”、“更新”比“更小”重要

刘鹤副总理在全国“专精特新”中小企业高峰论坛上表示，“中小企业好，中国经济才会好”，并提出充满活力的中小企业，多样性、差异化的经济生态，是我国经济韧性最重要的保障。我们认为中小企业的定位符合我国多层次资本市场的现状，有利于中小企业更快地获得资本市场融资，同时推动中小企业更早熟悉、更早进入资本市场，增强信息披露和规范经营意识。

北交所重点支持行业包括先进制造业、新材料行业和现代服务业等。证监会曾明确提出把“努力提升服务专精特新中小企业的能力和水平”列为下半年要扎实做好的重点工作之一，截止目前工业和信息化部公布的专精特新“小巨人”企业已达 4762 家。北交所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，目前精选层企业主要包括的行业有新材料、电子和软件、制药和生物科技等。从全部新三板上市公司来看，目前分布的主要行业是工业、信息技术、消费品、原材料和医疗保健等。限制行业包括金融业、房地产业等。

1.2、北交所的差异化制度：试点注册制，更加包容的制度条件

（一）发行条件的创新拓展了上市的包容性，针对性更强

与主板和创业板不同，北交所针对创新型中小企业在制度设计上进行了诸多尝试与创新。1) 初步试点注册制审核。流程上由北交所负责审核公司的上市申请，中国证监会负责履行发行注册程序。2) 多元化上市条件，综合考虑市值、收入、净利润、研发投入、现金流等各种条件，不再规定连续盈利、最低扣非净利润等硬性财务指标。从定位上来看北交所更加注重公司的科技创新能力以及发展潜力，这就为初具规模的科创公司提供了新的融资途径。虽然从实际来看包含净利润指标的“上市标准一”的上市公司占到申报量的 80%以上，并且从实际来看目前已上市公司营业收入、净利润和 ROE 等财务指标都相对较好，但至少从制度上已经开始了上市发行制度的改革与创新。3) 针对中小企业还会设置特殊化规则，比如对现金分红比例不作硬性要求；对股权激励允许合理设置低于股票市价的期权行权价格，以增强激励功效。

表 2：北交所与其它交易所上市标准比较

上市标准	创业板	科创板	北交所
市值+净利润或市值+净利润+收入	最近 2 年净利润均为正 累计净利润≥5000 万元	市值≥10 亿元 最近 2 年净利润均为正 累计净利润≥5000 万元	市值≥2 亿元 最近两年净利润均≥1500 万元 加权平均 ROE 平均≥8%
市值+净利润或市值+净利润+收入	市值≥10 亿元 最近一年净利润为正 营业收入≥1 亿元	市值≥10 亿元 最近一年净利润为正 营业收入≥1 亿元	市值≥2 亿元 最近一年净利润≥2500 万元 加权平均 ROE 平均≥8%
市值+收入+研发投入	无对应条件	市值≥15 亿元 最近一年营业收入≥2 亿 最近三年累计研发投入占最近三年 累计营业收入的比例≥15%	市值≥8 亿元 最近一年营业收入≥2 亿 最近两年研发投入合计占最近两营 业收入合计比例≥8%
市值+收入+经营活动现金流	无对应条件	市值≥20 亿元 最近一年营业收入≥3 亿元 最近三年经营活动产生的现金流量 净额累计≥1 亿元	市值≥4 亿元 最近两年营业收入平均≥1 亿 最近一年营业收入增长率≥30% 最近一年经营活动产生的现金流量 净额为正
市值+收入	市值≥50 亿元 最近一年营业收入≥3 亿	市值≥30 亿元 最近一年营业收入≥3 亿元	无对应条件
市值+技术优势（研发投入）	无对应条件	市值≥40 亿元 符合科创板定位	市值≥15 亿元 最近两年研发投入合计≥5000 万

资料来源：证监会，沪深交易所，全国中小企业股转系统，光大证券研究所整理

（二）发行定价与交易制度遵循市场化原则

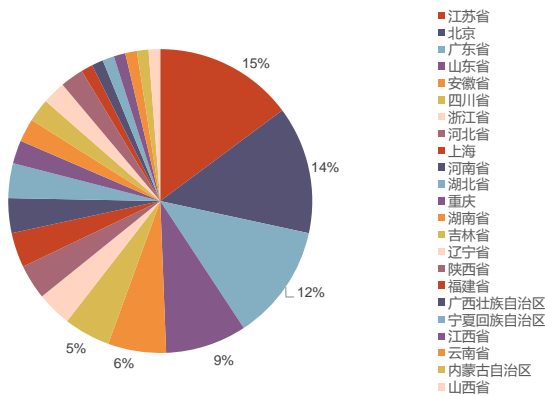
为了提高北交所上市公司的市场化定价能力，在发行制度和交易制度上也进行了制度创新。1) 审核进程透明可预期：IPO 交易所 2 个月内形成审核意见，证监会注册期限为 20 个工作日；再融资交易所 2 个月形成审核意见（授权发行 3 个工作日），证监会注册期限为 15 个工作日。2) 北交所新股上市后的首个交易日不设涨跌幅限制，上市 5 日后涨跌幅限制放宽至 30%。涨跌幅限制的放松有助于提升交易活跃度及降低制度设计对市场化定价的干扰。3) 多元的退市制度。在市场指标类退市方面构建成交量、股票价格、股东人数和市值四类退市标准，指标体系更加丰富完整；在财务指标方面，不再采用单一的连续亏损退市指标，增加了信息披露或者规范运作存在重大缺陷等合规性的退市指标。

2、首批北交所上市公司画像：成长型中小企业的特征明显

2.1、基本情况：经济发达地区较多，成长型企业为主

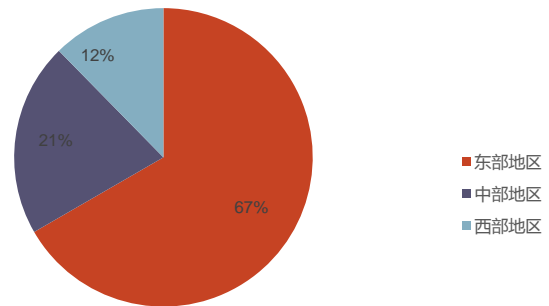
涉及地域广泛，东南沿海省市占比大。首批北交所上市的 81 个企业共分布于我国 23 个省市，涉及地域较为广泛，但分布相对不均衡，主要表现为多集中于东部沿海地区，所占比例为 67%。其中，仅江苏省（15%）、北京市（14%）、广东省（12%）、山东省（9%）四个省市就占据将近一半的比例。中、西部地区占比相对较少，分别为 21%和 12%。西部省市中四川省表现亮眼，占据首批上市企业总数量的 5%。

图 1：首批北交所上市企业省市分布



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止日期 11 月 12 日）

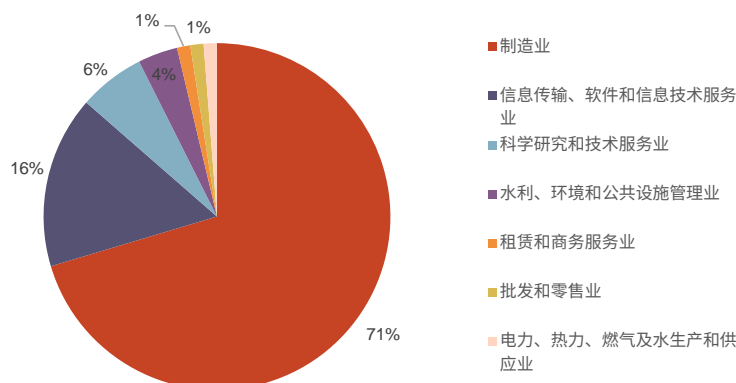
图 2：首批北交所上市企业地域分布



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止日期 11 月 12 日）

制造业和信息技术行业为主。北交所的市场定位为坚守服务于创新性中小企业，概括来讲，即“专精特新”优质企业。“专精特新”即为中央政治局会议中所提出的“专业化、精细化、特色化、新颖化中小企业”，在首批上市公司中有 16 家。在首批北交所上市企业中，制造业和信息技术企业占比高达 87%，而在科创板中，这一数字仅为 56%。北交所将为高端装备制造和信息技术研究企业提供便捷的上市通道、全方位的服务体系来助力此类高精尖企业发展。

图 3：首批北交所上市企业行业分布



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

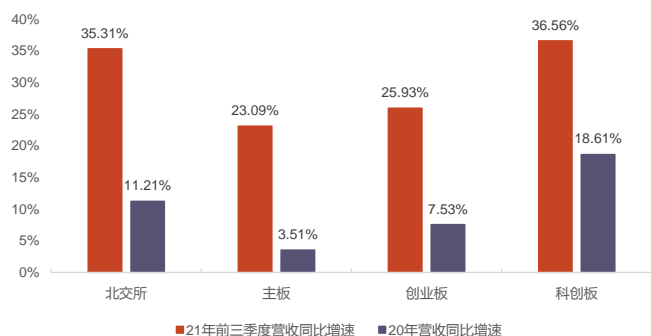
以发展较为成熟的成长型企业为主，上市后增长潜力将大幅提升。81 个上市企业中，几乎全部企业成立年限在 10 年以上，七成成立年限在 10 至 20 年区间内，超 27% 的企业成立年限超过 20 年，均为发展相对成熟的、处于成长期的中小型创新企业。

以高盈利企业为主，超九成企业符合北交所“标准一”的审核标准。北交所从市值和财务标准出发，设置四套准入条件，每套标准对应遴选不同类型的企业，分别是高盈利能力、高成长性、高市场认可度及强创新能力的企业。四套标准互相嵌套，相互衔接，与企业层层递进的发展阶段相适配。同时北交所允许未盈利但创新能力较强的企业上市，门槛较低，兼顾覆盖不同类型、规模和行业企业。首批上市企业中，近 95% 的企业符合“标准一”审核标准，即高盈利能力企业，预计未来上市企业类型将更加多元化。

2.2、 财务情况：首批上市企业业绩亮眼

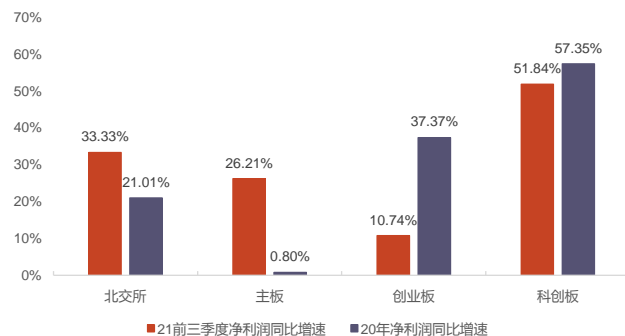
北交所首批上市企业业绩表现亮眼，营收及净利润增速较快。81 家上市企业 21 年前三季度平均净资产收益率为 9.1%，排名最高的五家企业分别为吉林碳谷（36.5%）、长虹能源（23.8%）、五新隧装（21.1%）、海希通讯（18.0%）、广咨国际（17.9%）。营业收入层面，与 A 股其他板块上市公司相比，北交所首批上市企业营收同比增速仅次于科创板，21 年前三季度营收同比增速高达 35.31%，与 2020 年的 11.21% 相比增速大幅提升。净利润层面，北交所首批上市企业 21 年前三季度净利润增速高达 33.33%，远超主板及创业板，次于科创板。

图 4：首批北交所上市公司营收同比增速与 A 股其它板块上市公司对比



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

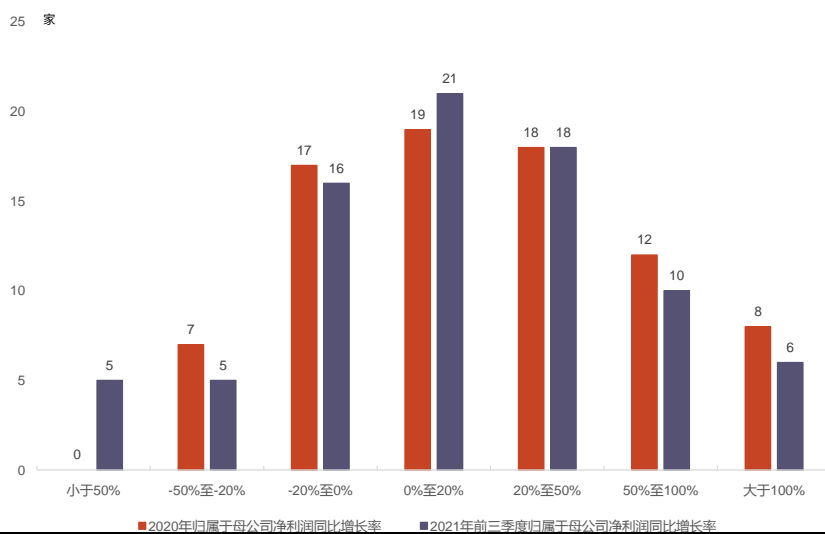
图 5：首批北交所上市公司净利润同比增速与 A 股其它板块上市公司对比



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

净利润增长幅度趋稳，盈利企业数量占比大。北交所首批上市企业净利润同比增长率多集中于 0%-20% 区间，2021 年前三季度位于这一区间的企业为 21 家，占比达 29%，而 2020 年仅有 23% 的企业位于这一区间。盈利企业数量方面，精选层企业仅 2 家亏损，盈利水平较好。

图 6：首批北交所上市公司盈利情况

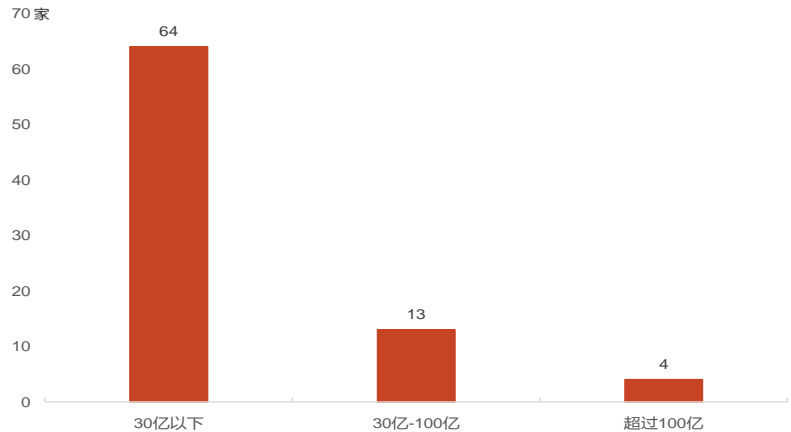


资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

2.3、上市情况：市值以 30 亿元以下为主，PE 估值在 40 倍左右

以中小企业为主，近八成市值不足 30 亿。上市首日，81 家企业中有 4 只股票市值超 100 亿元，分别为贝特瑞、连城数控、吉林碳谷、长虹能源，市值分别达 911.9 亿元、283 亿元、147.3 亿元、129.4 亿元。21 年 3 季度贝特瑞归母公司净利润同比增长率为 207.9%，业绩实现高速增长，有望成为北交所上市企业中的龙头股。北交所近八成上市企业市值不足 30 亿，为中小盘股，整体上市门槛较低，符合北交所服务于创新性中小企业的战略定位。

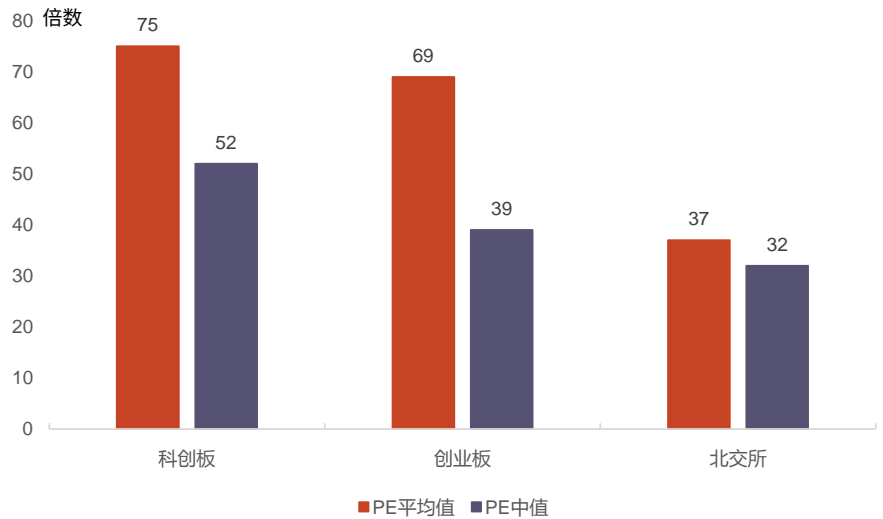
图 7：首批北交所上市企业市值分布情况



资料来源：资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

估值水平整体相对较低，开市后将形成价值修复。市盈率层面，上市首日 81 家上市企业 PE_TTM 为 37 倍。与 A 股其他板块对比，无论是均值亦或是中值，北交所首批上市企业估值相对较低，相关公司仍有较大成长空间。北交所开市后流动性充裕的条件下，预计短期内将会形成估值修复。

图 10：科创板、创业板、北交所上市企业 PE-TTM 对比（剔除负值）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至日期 11 月 12 日）

3、北交所的投资策略与机会

3.1、北交所的投资策略：兼顾价值与成长性

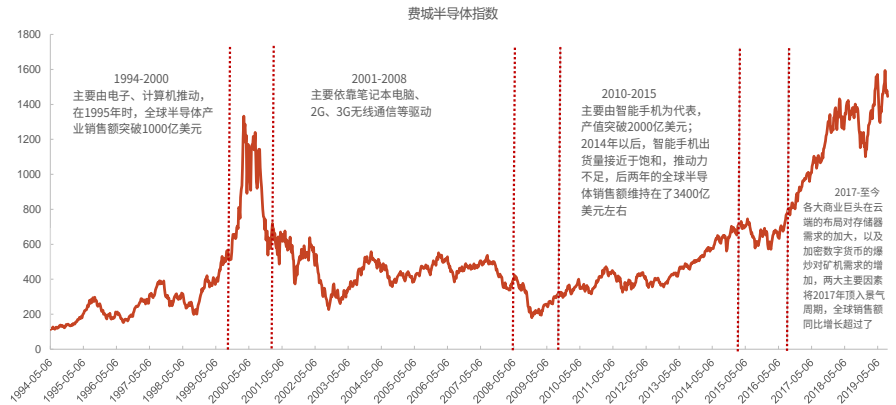
3.1.1 科技类公司：成长性特征明显，风险收益比较高

与传统行业相比科技行业也有周期性的波动特征。主要原因有：一是受经济周期、金融周期影响，科技型公司的发展与经济金融环境息息相关；二是科技存在技术迭代，不同技术发展路径存在周期；三是市场投资情绪会放大科技股的波动。创新型中小企业具有以下特点：一是在某些行业和某些业务领域具有创新性

贡献;二是其产品或服务在某个行业或细分市场占有一定规模;三是研发投入占比较高。

高科技公司在享受高成长、高溢价的同时有着高风险特点。北交所定位于创新型中小企业,其特征是高收益与高风险并存。科技公司作为技术创新的重要组织形式,一个显著的发展特点就是高成长性。但同时,技术更迭速度不断提升,市场持续发生快速变化,使高科技公司面临的外部环境不确定性较传统企业更高。另一方面在产品、技术更迭频繁的情况下,高科技公司的生存率和成功率低于传统行业,因而具有高风险的特征。

图 8: 从费城半导体指数看科技行业在历史不同时间段的代表产品



资料来源: wind, 光大证券研究所整理 (截止至 2019 年 6 月份)

3.1.2 初创类、成长类公司, 估值更需要结合定性分析与定量分析

从北交所定位来看, 主要涉及初创期和成长型的公司, 更需要定性分析与定量分析的结合。行业中的公司所处的生命周期不同, 估值过程中所面临的参数也会发生变化。企业的生命周期包括几个阶段: 从初创公司(一般是非上市)、年轻的成长型公司(即将或已经上市)、再到成熟公司(提供多元化产品和服务的公司), 最后到衰退型公司。从成长周期看, 初创类、成长类公司面临的不确定性较大, 估值更需要结合行业背景、技术背景等定性因素。而从定量的角度来看, 在每一个阶段, 现金流、增长率和贴现率三个的估值参数均不同。从销售额和利润来看, 早期发展阶段, 公司的销售额加速增长、利润逐步开始显现; 公司快速成长期, 销售额持续增长利润急剧增加; 在稳定增长阶段, 销售额和利润的增长速度开始下降。

3.2、 打新收益需结合转板前表现, 创新层有提前布局机会

3.2.1 从“创新层”到“北交所”, 打新收益及参与战略投资需结合转板前表现

北交所来源为挂牌满一年的创新层企业, 打新收益需结合转板前的市场表现。北交所来源均为挂牌满一年的创新层企业, 故而在北交所上市之前, 这些公司已经在创新层经历了一段时间的市场交易, 因此我们认为北交所的打新收益及战略投资者对于估值的评估, 需结合转板前表现。

现阶段上市制度为平移精选层发行条件以及有关盈利能力、成长性、市场认可度、研发能力等方面的上市条件, 并同时试点公开发行注册制。一方面推行以

信息披露为中心的监管制度，另一方面有更加简便、包容、精准的发行条件。创新层、基础层主要对不同成长阶段、不同类型的中小企业，除了精选层，目前北交所的上市公司来源是满足挂牌满十二个月的创新层挂牌公司。从上市条件来看“创新层”转向“精选层”的关键要素有两个：一是市值的有效提升（最低要求2亿元），二是净利润、营收和现金流、研发投入和研发投入占比的提升（四选一）。我们认为随着北交所的成立，创新层和精选层的企业有望进一步扩容。

表 3：新三板创新层和精选层公开发行股票条件

条件类型	具体内容
“创新层”发行人公开发行股票需要符合的条件（三选一）	1、最近两年净利润均不低于 1000 万元，最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 8%，股本总额不少于 2000 万元
	2、最近两年营业收入平均不低于 6000 万元，且持续增长，年均复合增长率不低于 50%，股本总额不少于 2000 万元
	3、最近有成交的 60 个做市或者集合竞价交易日的平均市值不低于 6 亿元，股本总额不少于 5000 万元；采取做市交易方式的，做市商家数不少于 6 家
“精选层”发行人公开发行股票需要符合的条件（四选一）	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%
	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
	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%
	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

资料来源：《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》，光大证券研究所整理

3.2.2 提前布局创新层：制造业和信息技术行业为主，研发费用率普遍较高

北交所将带动新三板基础层、创新层的活跃度，基础层、创新层上市公司的融资渠道进一步打开。此外，投资人可通过二级市场交易、定增折价等方式，在基础层、创新层进行提前布局。我们目前筛选出大概 300 余家符合北交所要求的上市公司，目前看主要特征如下：

主要行业包括制造业、信息技术和科研技术服务业等。从行业来看，北交所主要服务创新型中小企业，重点支持制造业、信息技术和科研技术服务业等领域的企业，目前具备“精选层”公开发行股票条件的公司主要集中在制造业（104 家）、信息技术（48 家）、科研技术服务业（19 家）、建筑业（11 家）和水利、环境和公共设施管理业（9 家）。从全部创新层上市公司来看，目前分布的主要行业是制造业（612 家）、信息技术（242 家）、科研技术服务业（64 家）、批发零售业（52 家）、建筑业（50 家）。

具备“精选层”公开发行条件的公司研发费用率普遍高于其他创新层公司。近两年具备“精选层”公开发行条件的公司研发投入合计占营业收入合计比例均值分别为 4.6%、4%，远远高于平均水平（2.8%、3%）。截至 2020 年底，研发费用率最高的五家公司分别为赛特斯（29.7%）、华成智云（26.5%）、新道科技（23.8）、海迈科技（22.6%）、先临三维（21.9%）。其中，先临三维属于制造业，其余四家公司属于信息技术服务业，均属于北交所重点支持行业，以新三板精选层为基础组建的北交所将为专精特新“小巨人”带来机遇。

3.3、北交所成立对证券行业的短期与长期影响测算

目前首批上市公司总市值约 3000 亿元左右，对于券商交易量贡献有限。从投行业务来测算，参照科创板、创业板一年 100 家左右的上市标准，假设 22 年上市 80-100 家，预计贡献增量投行业务收入 30-50 亿元。中小企业是我国经济体系中最具活力的一部分，我们认为随着北交所的成立，转板和挂牌创新层的企业数量有望快速扩容，有助于资本市场在服务中小企业、引领科技创新中发挥更大作用。北交所的成立后资本市场参与热情将进一步激活，除了券商投行业务，未来市场交易、跟投等各项业务都有望跟进，整体利好券商基本面。北交所定位

于创新型中小企业，其特征是高收益与高风险并存，对于券商的产业研究和投资定价能力有更高要求。除了传统龙头券商，我们认为新三板挂牌项目丰富的券商或有客户的储备优势。

4、风险提示：

市场流动性不及预期；本报告涉及的个股仅供分析佐证，不构成投资建议。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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%至 15%；
	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE