

证券 II

2022 年 08 月 03 日

全面注册制驱动市场扩容，大投行业务直接受益

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

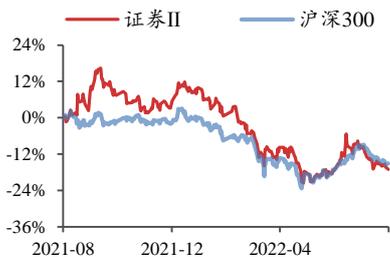
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《环比改善同比承压，关注基金净申购和全面注册制—上市券商 2022 中报业绩前瞻》-2022.7.19

《Beta 弱化 Alpha 强化，看好长逻辑和成长型标的一券商板块深度复盘暨 2022 年中期投资策略》-2022.6.29

《行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性—证券行业 2022 年度投资策略》-2021.11.21

● 全面注册制驱动资本市场长期扩容，大投行业务将更进一步

(1) 注册制下，科创板和创业板 IPO 增量明显，审批效率显著提升，定价更加市场化，直接利好券商大投行业务。我们测算注册制对券商 IPO、经纪、两融和科创板跟投业务的直接影响，2019-2021 年注册制直接增厚证券行业净利润 8%/15%/12%，利润贡献自大到小排序为科创板跟投、IPO、两融和经纪。注册制对头部券商净利润的拉动作用更加明显，驱动行业净利润集中度有所上升。(2) 全面注册制渐行渐近，2022 年年内政策落地概率较大，主板 IPO 审核效率将大幅提升。仅考虑 IPO 发行制度松绑对券商经纪、两融和 IPO 业务的影响，中性假设下我们预计全面注册制直接增厚行业净利润 1.6%，未来影响深远，资本市场改革红利或将逐渐释放。(3) 全面注册制提升 IPO 效率，资本市场扩容直接利好大投行利润贡献高的券商，同时加速机构化趋势，机构业务突出的头部券商更加受益，推荐中信证券、华泰证券，受益标的中金公司（H 股）、中信建投。资本市场长期扩容下，促进居民财富向权益资产迁移，利好大财富管理主线标的，推荐东方财富、广发证券和东方证券。受益标的兴业证券、长城证券。推荐盈利景气度较强，具有长期成长性的国联证券。此外，创投类企业也将充分受益于全面注册制。

● 回顾：注册制利好券商大投行业务，头部券商更加受益

注册制试点以来，科创板和创业板 IPO 项目增量显著，审核效率提升，定价更加市场化。创业板 IPO 数量自 2019 年 52 单增长至 2021 年 199 单，审核时间由 2019 年的 594 天缩短至平均 306 天，审核效率翻倍，首发市盈率打破原有 23 倍的桎梏。全面注册制促进新股发行效率提升，直接利好大投行业务，2019-2021 年注册制直接增厚证券行业净利润 8%/15%/11%，利润贡献自大到小排序为跟投、IPO、两融和经纪，间接影响财富管理业务线、直投业务以及衍生品业务。从投行业务来看，头部券商更加受益于注册制，2020/2021 年增量 IPO 收入拉动“三中一华”净利润 9.6%/6.7%（行业平均水平为 3.4%/3.4%）。头部券商在经纪、融资融券、机构业务以及大财富管理业务的优势更加突出，更加受益于注册制。

● 展望：全面注册制渐行渐近，资本市场扩容长期影响深远

2021 年中央经济工作会议、2022 年两会政府工作报告均提及全面注册制，根据易会满在 2022 年 4 月和 7 月的相关表态，我们预计全面注册制年内落地概率较大。主板定位于蓝筹市场，重点支持相对成熟的企业融资发展，我们预计主板 IPO 审核程序将有所简化，审核效率将会明显提升，融资融券或将有所放松，发行标准或放松但仍将高于创业板与科创板。仅考虑主板 IPO 发行制度松绑对券商投行、经纪、两融的直接影响，我们预计主板 IPO 数量翻倍，在 2023 年新增 IPO 130 单的假设下，预计注册制直接增厚行业净利润 1.6%，长期影响深远。

● **风险提示：**相关政策落地表现不及预期；市场大幅波动；疫情反复对投行业务带来不确定性。

目 录

1、 回顾：注册制利好券商大投行业务，头部券商更加受益.....	4
1.1、 注册制促进资本市场扩容，引入长期资金提升市场活跃度.....	4
1.2、 注册制直接利好大投行业务，头部券商更加受益.....	8
2、 展望：全面注册制渐行渐进，资本市场扩容长期影响深远.....	15
2.1、 全面注册制渐行渐进.....	15
2.2、 全面注册制是资本市场改革的新起点.....	17
2.3、 主板发行制度松绑直接利好券商大投行业务.....	19
3、 投资建议.....	21
4、 风险提示.....	22

图表目录

图 1： 创业板注册制推行后 IPO 数量高增.....	4
图 2： 创业板注册制下各行业首发市盈率更加市场化.....	4
图 3： 注册制缩短创业板 IPO 审核时间.....	4
图 4： 注册制显著提升创业板 IPO 审核效率.....	4
图 5： 退市呈现常态化趋势.....	5
图 6： 注册制促进市场流通市值扩容.....	6
图 7： 科创板与创业板 IPO 项目显著增长.....	8
图 8： 2019 年注册制以来，投行集中度加剧.....	8
图 9： 2019 年以来，PE 子公司净利润提升显著.....	11
图 10： 2019 年以来，另类投资子公司净利润提升显著.....	11
图 11： 2019 年以来，PE 子公司 ROE 提升显著.....	12
图 12： 2019 年以来，另类投资子公司 ROE 提升显著.....	12
图 13： 2019 年起非货/偏股基金规模快速增长.....	13
图 14： 2019 年起大财富管理利润贡献高增.....	13
图 15： 注册制后上市券商净利润 CR13 有所上升，CR6 小幅下降.....	14
表 1： 资本市场扩容，一系列政策提升上市公司质量.....	5
表 2： 引入中长期资金政策成效明显.....	6
表 3： 引入中长期资金，提升市场活跃度.....	6
表 4： 2019/2020/2021 年注册制带来的增量 IPO 拉动证券行业净利润提升 2.6%/3.4%/3.4%.....	8
表 5： 股票成交额由换手率和流通市值共同影响.....	9
表 6： 2019/2020/2021 年增量 IPO 流通市值驱动经纪业务增长，增厚券商行业净利润 0.3%/0.5%/0.4%.....	10
表 7： 注册制下两融特殊化机制.....	11
表 8： 2019/2020/2021 年增量 IPO 贡献两融规模驱动两融业务增长，增厚行业净利润 0.4%/1.0%/0.7%.....	11
表 9： 2019/2020/2021 科创板跟投业务为券商带来浮盈 26/149/272 亿.....	12
表 10： 2019/2020/2021 年注册制直接拉动行业净利润 8.1%/14.7%/11.6%.....	14
表 11： 头部券商更加受益于注册制.....	15
表 12： 头部券商投行业务净利率更高.....	15
表 13： 全面注册制有望在 2022 年内出台.....	16
表 14： 主板 IPO 审核程序相对复杂.....	17

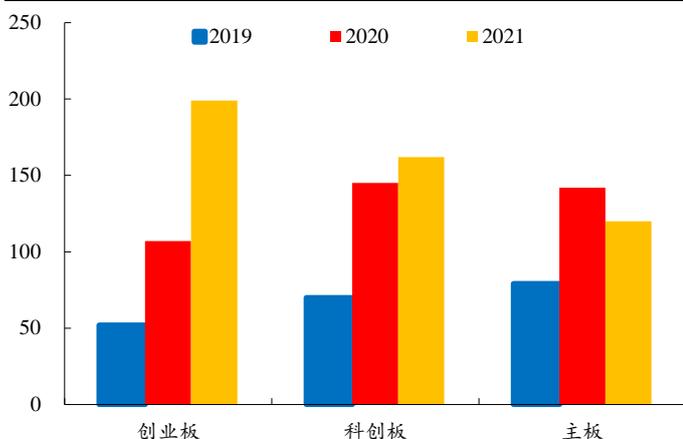
表 15: 主板发行标准相对较高	18
表 16: 主板交易涨跌幅与融资融券制度限制更严	18
表 17: 谨慎/中性/乐观假设下, 预计主板增量 IPO 拉动券商行业净利润+0.5%/+0.9%/+1.2%	19
表 18: 谨慎/中性/乐观假设下, 预计增量经纪业务拉动券商行业净利润+0.1%/+0.2%/+0.3%	20
表 19: 谨慎/中性/乐观假设下, 预计增量两融业务拉动券商行业净利润+0.5%/+0.6%/+0.8%	20
表 20: 谨慎/中性/乐观假设下, 预计全面注册制直接增厚行业净利润 1.1%/1.6%/2.2%	20
表 21: 2019 年以来券商大投行业务利润同比有所提升	21
表 22: 受益标的估值表	22

1、回顾：注册制利好券商大投行业务，头部券商更加受益

1.1、注册制促进资本市场扩容，引入长期资金提升市场活跃度

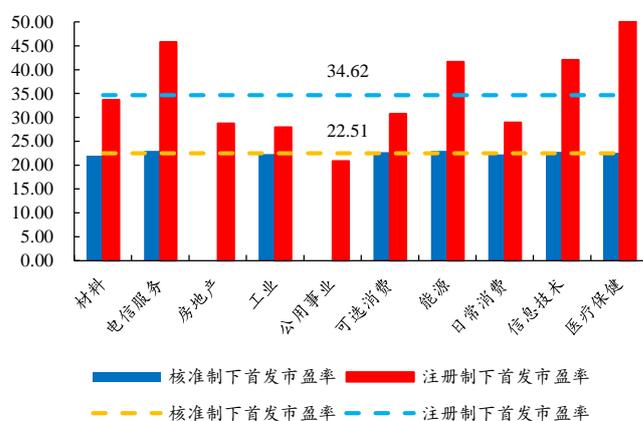
注册制以来，IPO 项目数增量显著，审核效率有所提升，定价市场化提升企业和市场积极性。创业板注册制推行后，IPO 项目数量快速增长，创业板 IPO 数量自 2019 年 52 单增长至 2021 年 199 单，审核时间由 2019 年的 594 天缩短至平均 306 天。我们用当年 IPO 平均耗时/当年 IPO 公司数从两维度衡量各板块审核效率，注册制下，创业板审核效率提升 1 倍，创业板与科创板审核效率优于主板。此外，注册制打破原有较低的首发市盈率限制，有助于提升企业与市场积极性。

图1：创业板注册制推行后 IPO 数量高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：创业板注册制下各行业首发市盈率更加市场化



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 核准制平均首发市盈率选取创业板 IPO 上市日在 2014 年 1 月至 2020 年 7 月区间内的项目首发市盈率计算平均值

(2) 注册制平均首发市盈率选取创业板 IPO 上市日在 2020 年 8 月至 2022 年 7 月区间内的项目首发市盈率计算平均值

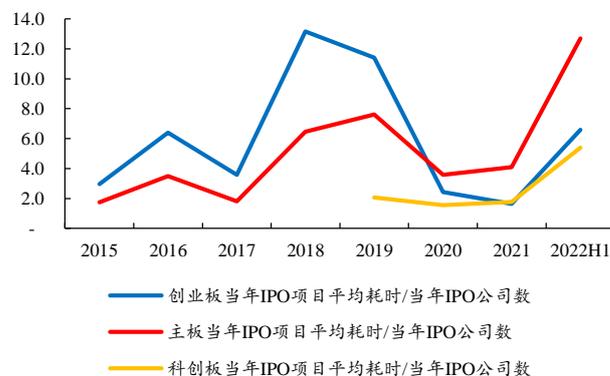
图3：注册制缩短创业板 IPO 审核时间



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：因数据披露不全，2015-2019 年 IPO 审批时间计算选取公告披露审核时间的样本公司计算平均值；2020 年-2022 年 6 月 IPO 审核时间计算选取当年全部 IPO 企业计算平均值

图4：注册制显著提升创业板 IPO 审核效率



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述指标数值越低表示效率越高

(2) 因数据披露不全，2015-2019 年 IPO 审批时间计算选取公告披露审核时间的样本公司计算平均值；2020 年-2022 年 6 月 IPO 审核时间计算选取当年全部 IPO 企业计算平均值

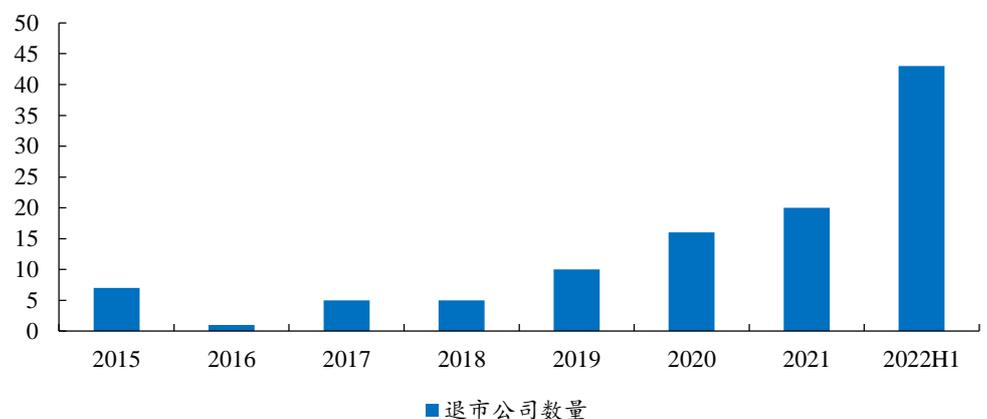
以科创板和创业板注册制为核心的一揽子政策从资本市场资产端、资金端以及证券行业松绑三方面全面铺开，资本市场改革为证券行业高质量发展营造良好政策环境。从资产端政策来看，自2019年以来，科创板、创业板相继试点注册制，退市新规落地、深交所主板与中小板合并、设立北京证券交易所等重大改革顺利落地，上市公司数量与质量有所提高。

表1：资本市场扩容，一系列政策提升上市公司质量

类型	时间	政策	影响
资产端：提升上市公司数量与质量	2019/3/1	科创板注册制正式落地	注册制正式拉开帷幕
	2019/10/18	并购重组松绑	取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、缩短“累计首次原则”计算期、解禁创业板上市公司重组上市以及恢复重组上市配套融资等，激发市场活力
	2019/12/27	新三板改革方案落地	在全国股转系统连续挂牌满12个月创新层挂牌公司，可以申请公开发行并进入精选层，打造多层次资本市场体系，激发市场活力
	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，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
	2020/6/8	科创板针对红筹企业回归出台新规定	允许红筹企业及同股不同权回归A股，吸引优质红筹企业登陆科创板，促进科创板市场做优做大
	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	A股退市新规落地	围绕新一轮退市制度改革，沪深交易所正式发布新修订的《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》以及《上海证券交易所科创板股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等多项配套规则，退市制度进一步完善
	2021/4/6	深市主板与中小板合并	提升市场活力和韧性，促进资本要素市场化配置
	2021/9/3	北交所正式成立	促进创新型中小企业股权融资，激发市场活力

资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

图5：退市呈现常态化趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

吸引增量资金入市，提升交易活跃度，市场流通市值扩容。（1）从资金端以及证券行业相关政策来看，取消 QFII/RQFII 额度限制，公募基金扩容，科创板做市交易试点，个人养老金制度落地等一系列政策有助于市场活跃度提升。券商账户管理功能优化试点，允许券商“一参一控一牌”等政策对证券行业监管有所放松。（2）从资金流入情况来看，偏股基金流入金额显著增多，保险、私募、信托和 QFII 持股市值呈上升趋势，引入中长期资金政策成效明显。（3）2013-2019 年 A 股流通市值 6 年 CAGR16%，受市场涨跌幅影响为 11%，自然增长率 5%；2019-2021 年 A 股流通市值 2 年 CAGR25%，受市场涨跌幅影响为 17%，自然增长率 7%，注册制带来的增量 IPO 有助于提升自然增长率。

表2：引入中长期资金政策成效明显

引入长期资金（亿元）	2019	2020	2021
偏股基金净申购金额	2,958	24,703	22,863
北向资金净买入金额	3,517	2,089	4,322
保险资金投向股票和证券投资余额变化	5,145	5,457	-316
银行理财投向权益类资产余额变化	-2,026	-6,137	-3,500
资金信托投向股票余额变化	-251	314	1,882
QFII 持股市值规模变化	369	964	314
私募证券投资基金规模变化	2,112	13,159	23,585

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：注册制促进市场流通市值扩容



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）市场涨跌幅对流通市值的影响选用万得全 A 指数年涨跌幅指标

（2）IPO、再融资、解禁和退市对流通市值影响（自然增长率）= $(1 + \text{流通市值年涨幅}) / (1 + \text{万得全 A 年涨跌幅}) - 1$

表3：引入中长期资金，提升市场活跃度

类型	时间	政策	影响
资金端： 提升市 场活 跃 度	2019/4/30	放开科创板转融通证券出借业务	扩大科创板证券出借券源，提高转融通业务效率，提升科创板市场活力
	2019/6/21	放开公募基金参与转融券	扩大两融规模，提升市场活跃度
	2019/8/9	优化两融细则，两融标的扩容	扩大两融标的；取消最低维持担保比例不低于 130% 的统一限制，提升两融业务潜力，激发市场活跃度

2019/11/8	证监会批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权, 中金所上市沪深 300 股指期货	吸引中长期资金入市, 增强市场内在稳定性
2019/12/6	证监会发布 MOM 产品指引	吸引中长期资金, 提升投资灵活度
2020/4/1	取消外资股比限制并允许美国独资的服务提供者进入证券、基金管理和期货服务领域	金融业对外开放加速, 吸引海外资金流入
2020/4/17	允许公募基金投资新三板挂牌股票	改善新三板投资者结构, 提升市场交易活跃度, 降低中小企业融资成本
2020/4/30	基础设施领域公募 REITs 试点正式启动	有效盘活存量资产, 促进基础设施高质量发展
2020/5/7	取消 QFII/RQFII 额度限制、本外币一体化管理、简化 QFII/RQFII 投资汇出机制等规定	进一步便利境外投资者参与国内金融市场
2020/5/29	上交所提出研究单次“T+0”交易机制	提高交易活跃度, 激发市场活力
2020/6/12	放开创业板转融通证券出借业务	扩大创业板证券出借券源, 提高转融通业务效率, 提升创业板市场活力
2020/6/19	上交所调整上证综指编制方法	提高上证综指稳定性和收益率, 激发市场活力
2020/7/2	险资允许参与国债期货交易	提高险资风险管理能力, 扩充市场流动性
2020/9/29	放开合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者参与境内证券期货业务限制	吸引海外资金流入, 允许 QFII、RQFII 参与债券回购、证券交易所融资融券、转融通证券出借交易
2021/12/3	保险资金允许参与出借证券业务	盘活险资存量资产, 优化资本市场供需结构
2022/4/21	个人养老金顶层指导意见落地	长期增量资金入市, 利好权益资产配置为核心的头部资管公司
2022/4/26	加快推进公募基金行业高质量发展	16 项举措加快推进公募基金行业高质量发展, 利好公募基金行业扩容
2022/5/15	科创板做市交易试点	盘活存量资产, 提高市场活跃度, 促进价格发现, 增强市场稳定性
2022/6/22	中证 1000 股指期货、股指期权合约相关规则征求意见稿发布	场内新标的发布利好券商衍生品、做市、融券和经纪等机构业务
2022/6/24	交易型开放式基金纳入互联互通	丰富跨境投资品种, 促进增量外资流入
2022/6/24	个人养老金投资公募基金规定公开征求意见	明确个人养老金投资公募基金制度安排, 为公募基金行业带来稳定的增量资金
2019/9/5	中信证券、华泰证券、招商证券获结售汇业务试点资格	允许在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务, 并按规定参与银行间外汇市场交易
2020/1/23	券商风控指标新规正式落地	高评级券商净资本进一步释放, 提升杠杆上限
2020/3/1	新《证券法》正式实施	为证券公司实施股权激励和员工持股奠定法律基础
2020/3/6	券商开启公募基金投顾试点	加速券商经纪业务向财富管理转型
2020/4/6	7 家头部券商试点并表监管	有利于头部券商净资本释放, 提升杠杆率上限
2021/12/3	券商账户管理功能优化试点, 同意 10 家证券公司从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展账户管理功能优化试点	证券公司账户管理体系进一步优化
2022/5/20	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则出台	允许券商一参一控一牌

资料来源: 证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

1.2、注册制直接利好大投行业务，头部券商更加受益

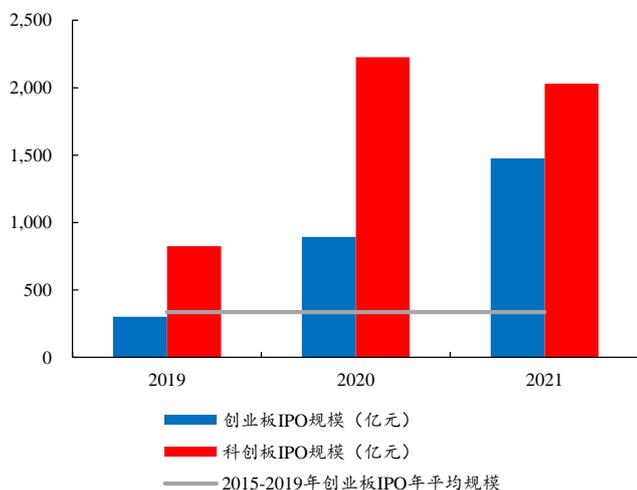
(1) 投行：

注册制下，科创板和创业板 IPO 规模增量显著。(1) 科创板：2019 年 7 月 22 日首批 25 家公司于科创板上市，标志着设立科创板并试点注册制正式落地。2019/2020/2021 年科创板 IPO 规模 824/2226/2029 亿，占上一年全市场 IPO 规模的 60%/88%/42%，为市场带来显著增量。(2) 创业板：实行注册制之前，2015-2019 年创业板每年 IPO 平均规模 335 亿，平均单数 77 单。2020 年 8 月创业板注册制首批 18 家企业上市标志创业板试行注册制落地。2020/2021 年创业板 IPO 规模 893/1475 亿，较注册制前的增量规模为 558/1140 亿，占上一年全市场 IPO 的 22%/24%。

注册制放大头部券商投行业务优势，IPO 集中度提升。随着 IPO 审核效率提升，头部券商专业能力、项目与人员储备方面的优势被放大，注册制后券商投行业务集中度显著提升（2018 年监管趋严，头部券商项目质量的优势更加突出），2022 上半年“三中一华”IPO 规模/单数/收入市占率分别达 60%/38%/43%。（2014-2017 年平均市占率分别为 25%/18%/22%）

2019/2020/2021 年注册制带来的增量 IPO 拉动证券行业净利润提升 2.6%/3.4%/3.4%，IPO 增量利润占 2019 年行业净利润的 1.2%/3.4%/4.6%。我们测算注册制在 2019/2020/2021 年为市场带来增量 IPO 收入为 48/138/190 亿，在 IPO 收入净利率 30.4% 的假设下，2019/2020/2021 年注册制带来的增量 IPO 拉动证券行业净利润提升 2.6%/3.4%/3.4%，IPO 增量利润占 2019 年行业净利润的 1.2%/3.4%/4.6%。

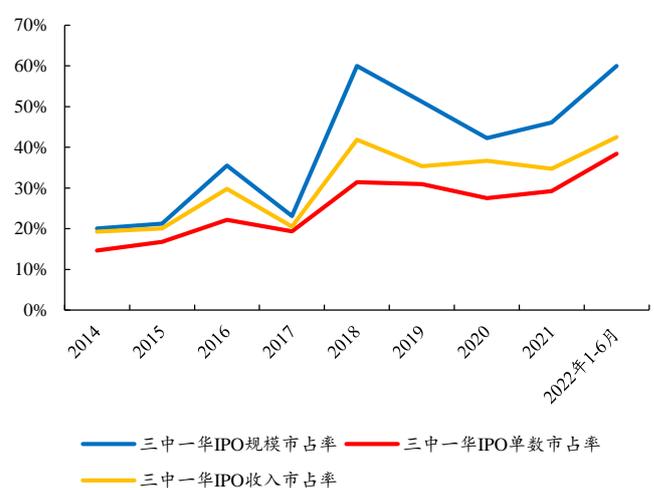
图7：科创板与创业板 IPO 项目显著增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2020 年 8 月 24 日创业板注册制首批 18 家企业上市，标志着创业板注册制正式落地

图8：2019 年注册制以来，投行集中度加剧



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：“三中一华”包括中信证券、中信建投、中金公司和华泰证券

表4：2019/2020/2021 年注册制带来的增量 IPO 拉动证券行业净利润提升 2.6%/3.4%/3.4%

单位：亿元		2019 年	2020 年	2021 年
科创板	增量规模	824	2,226	2,029
	增量收入	48	111	107

单位：亿元	2019年	2020年	2021年
创业板	增量规模	558	1,140
	增量收入	27	82
北交所	增量规模		19
	增量收入		1
注册制带来的 IPO 增量收入	48	138	190
增量收入占上一年 IPO 收入的比例	86%	122%	80%
增量 IPO 净利润	14	42	58
占上一年证券行业净利润比例	2.6%	3.4%	3.4%
占 2019 证券行业净利润比例	1.2%	3.4%	4.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）假设 IPO 收入的净利率 30.4%

（2）2020/2021 年创业板 IPO 增量规模=2020/2021 年创业板 IPO 总规模-2015 至 2019 年创业板 IPO 规模平均值(335 亿)

（2）经纪：

新股贡献增量流通市值，驱动经纪业务增长。2019-2021 年经纪业务快速提升，主要由于市场股票成交量增长驱动，2021 年日均股票成交额 1.06 万亿，较 2018 年提升 187%。我们从成交金额=流通市值*换手率视角分析，交易量高增一部分源于换手率提升，一部分源于流通市值增长。其中，流通市值的增长包括市场上涨、新股上市或限售股解禁等。为分析注册制对交易量的直接影响，以下我们仅考虑注册制下增量新股贡献的流通市值对交易量的影响。

表5：股票成交额由换手率和流通市值共同影响

单位：亿元	2018	2019	2020	2021
券商经纪业务收入（不含代销）	623	788	1161	1338
YOY	-24%	26%	47%	15%
股票日均成交额	3,692	5,202	8,482	10,587
YOY	-19%	41%	63%	25%
日均换手率	0.90%	1.20%	1.57%	1.54%
YOY	-17.2%	33.6%	30.8%	-1.4%
年度月均流通市值（亿元）	411,895	434,320	541,373	685,618
YOY	-2.7%	5.4%	25%	27%

数据来源：Wind、开源证券研究所

增量流通市值：（1）科创板：2019/2020/2021 年科创板新股贡献增量流通市值 1245/3862/3410 亿，占上一年全市场流通市值的 0.4%/0.8%/0.5%。（2）创业板：2015-2019 年每年创业板新股贡献的流通市值平均为 1271 亿，2020/2021 年创业板新股贡献流通市值 2172/2704 亿，受注册制影响的增量新股贡献流通市值为 901/1433 亿，占上一年全市场流通市值的 0.3%/0.3%。

2019/2020/2021 年增量 IPO 贡献的流通市值驱动券商经纪业务增长，增厚行业净利润 0.3%/0.5%/0.4%，经纪业务增量利润占 2019 年行业净利润的 0.1%/0.5%/0.5%。注册制在 2019/2020/2021 年为市场带来的增量新股贡献流通市值达 1245/4763/4893 亿，拉动流通市值增长 0.4%/1.0%/0.8%。在不考虑换手率的情况下，增量新股贡献的流通市值将驱动券商经纪业务收入增长，我们测算 2019/2020/2021 年增量 IPO 贡

献的流通市值驱动券商经纪业务增长，增厚行业净利润 0.3%/0.5%/0.4%，经纪业务增量利润占 2019 年行业净利润的 0.1%/0.5%/0.5%。

表6：2019/2020/2021 年增量 IPO 流通市值驱动经纪业务增长，增厚券商行业净利润 0.3%/0.5%/0.4%

单位：亿元	2019 年	2020 年	2021 年
A 股流通市值	482,110	642,601	750,558
科创板增量 IPO 流通市值	1,245	3,862	3,410
创业板增量 IPO 流通市值		901	1,433
北交所增量 IPO 流通市值			50
注册制增量 IPO 流通市值合计	1,245	4,763	4,893
增量 IPO 流通市值占上一年全市场流通市值	0.4%	1.0%	0.8%
增量经纪业务收入	2.20	7.74	8.79
占上一年券商经纪业务收入	0.4%	1.0%	0.8%
增量经纪业务利润	1.65	5.84	6.63
占上一年证券行业净利润比例	0.3%	0.5%	0.4%
占 2019 年证券行业净利润比例	0.1%	0.5%	0.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 只考虑增量 IPO 带来的流通市值对经纪业务影响，即注册制影响，不考虑换手率影响

(2) 2020/2021 年创业板增量 IPO 流通市值=2020/2021 年 IPO 流通市值-2015 至 2019 年创业板 IPO 流通市值平均值

(3) 增量经纪业务收入=增量 IPO 流通市值占上一年全市场流通市值*上一年行业经纪业务收入

(4) 增量经纪业务利润=增量经纪业务收入*(1-所得税率)

(3) 两融：

注册制下新股可作为两融标的带来增量业务规模。2019 年 8 月，两融标的数量扩大至 1600 只，取消最低维持担保比例不低于 130%的统一限制。注册制下，科创板和创业板新股上市首日起即可作为两融标的，战略投资者配售股票纳入可出借范围，推出转融通市场化约定申报方式。注册制之前，新股上市当年无法贡献两融规模，注册制后两融规模扩张明显。

增量新股入选两融标的池，驱动两融业务增长。(1) 科创板：2019/2020/2021 年科创板新股贡献两融规模 77/313/224 亿，占上一年全市场两融规模的 1%/3%/1%。(2) 创业板：2020/2021 年创业板新股贡献两融规模 83/148 亿，占上一年全市场流通市值的 0.8%/0.9%。

2019/2020/2021 年增量 IPO 贡献两融规模驱动两融业务增长，增厚行业净利润 0.4%/1.0%/0.7%，两融业务增量利润占 2019 年行业净利润的 0.2%/1.0%/0.9%。注册制在 2019/2020/2021 年为市场带来的增量新股贡献的两融规模达 77/396/372 亿，拉动两融规模增长 1%/3%/1%。在 4%利差的假设下，增量新股贡献的两融规模将驱动券商两融业务收入增长，我们测算 2019/2020/2021 年增量 IPO 贡献的两融规模驱动券商两融业务增长，增厚行业净利润 0.4%/1.0%/0.7%，两融业务增量利润占 2019 年行业净利润的 0.2%/1.0%/0.9%。

表7：注册制下两融特殊化机制

科创板	创业板
自上市首日起可作为融资买入及融券卖出标的的证券	自上市首日起可作为融资买入及融券卖出标的的证券
战略投资者可作为出借人，通过约定申报和非约定申报方式参与科创板证券出借	战略投资者可以作为出借人参与证券出借
市场主体可通过约定申报、非约定申报方式参与科创板证券出借、科创板转融券业务	市场主体可以通过约定申报和非约定申报方式参与转融券业务

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

表8：2019/2020/2021 年增量 IPO 贡献两融规模驱动两融业务增长，增厚行业净利润 0.4%/1.0%/0.7%

单位：亿元	2019 年	2020 年	2021 年
科创板增量 IPO 带来的两融规模扩张	77	313	224
创业板增量 IPO 带来的两融规模扩张		83	148
增量两融规模合计	77	396	372
利差	4%	4%	4%
增量两融业务净收入	3.06	15.83	14.88
增量两融业务净利润	2.30	11.87	11.16
占上一年证券行业净利润比例	0.4%	1.0%	0.7%
占 2019 年证券行业净利润比例	0.2%	1.0%	0.9%

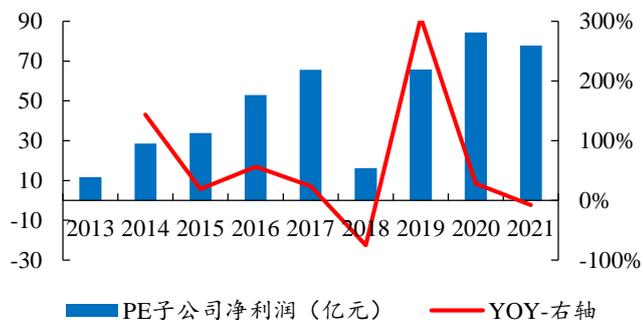
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：增量两融业务净收入=增量两融规模合计*利差；增量两融业务净利润=增量两融业务净收入*(1-所得税率)

(4) 直投、跟投：

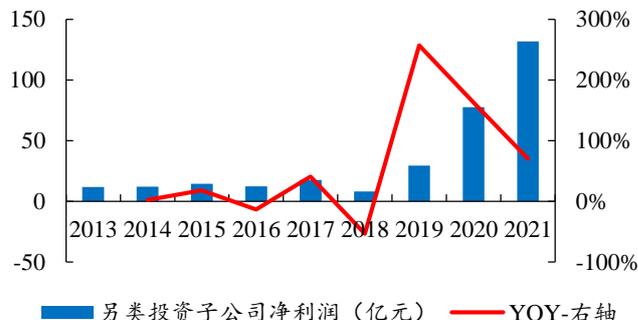
券商直投跟投业务迎来长足发展，头部机构 ROE 优于行业平均。注册制缩短 IPO 审查时间，提高 IPO 效率，打通 PE 和另类投资子公司项目退出通道，2019 年以来 PE 和另类投资子公司净利润提升显著。净资产 TOP6 券商直投和跟投 2018-2021 年四年平均 ROE 分别为 10.1%/8.9%，明显优于行业平均水平（行业中位数为 5.4%/5.6%）。科创板跟投业务作为科创板注册制试点带来的新业务，为券商带来了可观的收益，2022Q1 末券商科创板跟投累计实现浮盈 172 亿，投行实力强的券商受益明显。

图9：2019 年以来，PE 子公司净利润提升显著

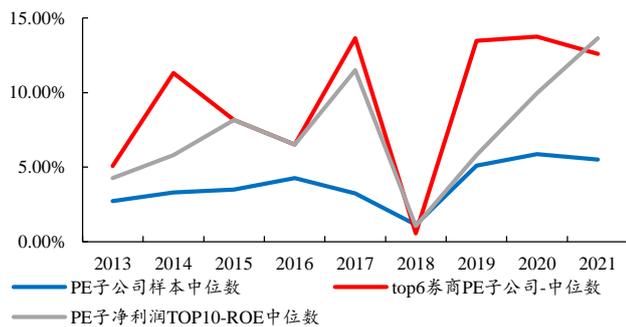


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2019 年以来，另类投资子公司净利润提升显著

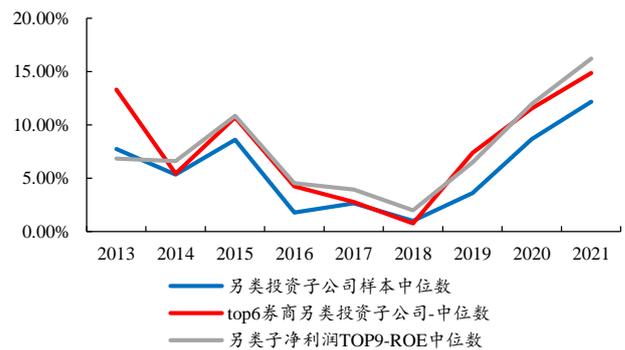


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2019年以来，PE子公司ROE提升显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 上述数据取自上市券商披露的32家样本PE子公司数据
 (2) top6券商PE子指中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券的PE子公司，下同

图12：2019年以来，另类投资子公司ROE提升显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 上述数据取自上市券商披露的27家样本PE子公司数据

表9：2019/2020/2021 科创板跟投业务为券商带来浮盈 26/149/272 亿

单位：亿元	科创板跟投业务累计浮盈浮亏（假设锁定期后一直持仓）					2021年以来新增项目浮动盈亏	
	2019末	2020末	2021末	2022Q1	2022Q2	2022Q1	2022Q2
中信建投	2.50	11.83	22.69	16.61	25.55	9.93	16.37
中信证券	3.66	18.42	37.33	19.95	24.26	8.75	10.82
中金公司	4.13	27.01	32.37	20.61	22.60	4.59	7.15
海通证券	1.39	22.68	31.60	20.31	21.66	2.63	3.31
华泰证券	1.77	9.26	18.16	10.14	12.27	2.02	2.97
民生证券	0.96	2.84	14.00	10.54	11.26	5.71	5.78
国泰君安	2.35	11.43	16.74	9.83	11.07	1.06	2.48
国信证券	1.70	5.10	11.71	5.76	9.55	0.77	0.72
招商证券	0.88	5.80	8.92	5.25	6.72	1.60	2.71
东兴证券	0.70	3.91	8.47	5.76	6.62	0.53	0.56
广发证券	0.67	2.42	5.95	4.36	4.35		
光大证券		4.11	5.83	5.43	3.96	0.95	1.56
兴业证券	0.26	0.85	4.71	3.00	3.85	3.10	4.07
东吴证券	0.15	1.29	4.12	2.98	3.67	2.20	2.85
安信证券	1.06	2.70	5.72	2.91	3.59	1.78	2.20
信达证券		0.70	2.78	2.53	3.07		
东方证券	0.09	1.01	1.53	0.77	2.62	0.44	2.24
券商行业科创板跟投业务合计	26.14	149.30	272.06	172.16	199.48	55.40	76.49

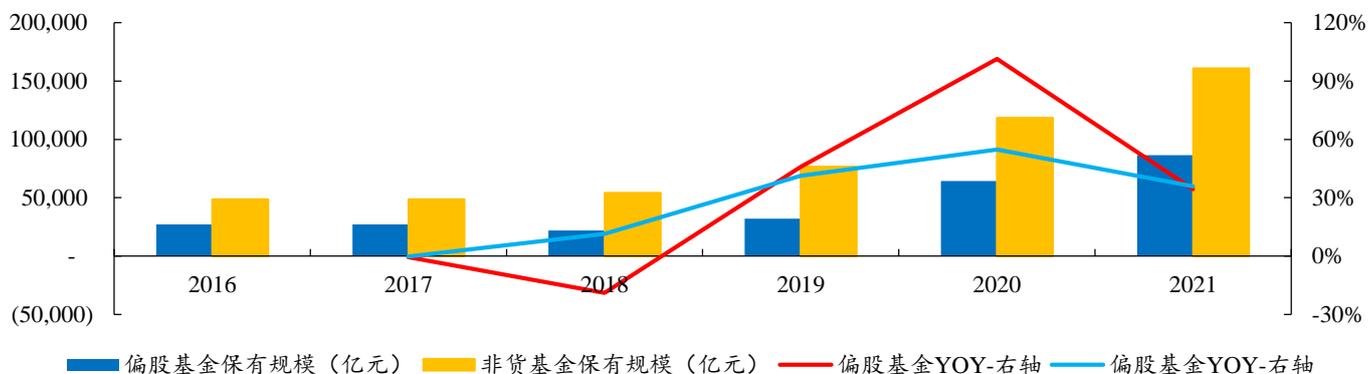
数据来源：Wind、开源证券研究所

(5) 大财富管理：

大财富管理业务线利润贡献高增。注册制下直接融资比例提升，相关配套政策相继落地，吸引长期资金入市，基金新发注册持续提速。2019年起，基金市场规模迎来快速增长，驱动券商大财富管理业务线利润快速增长，利润贡献明显提升，2021年

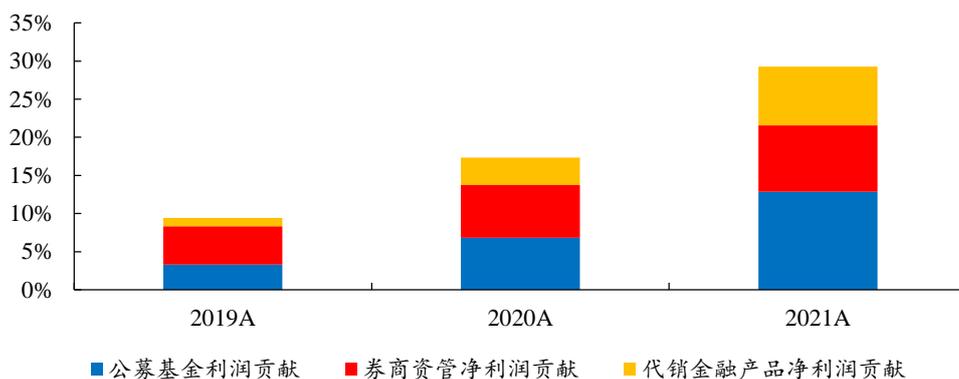
上市券商大财富管理业务线利润贡献达 29% (2019 年为 9%)，公募基金/券商资管/代销金融产品分别贡献 13%/9%/8% (2019 年分别为 3%/5%/1%)。

图13: 2019 年起非货/偏股基金规模快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2019 年起大财富管理利润贡献高增



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

(6) 总结:

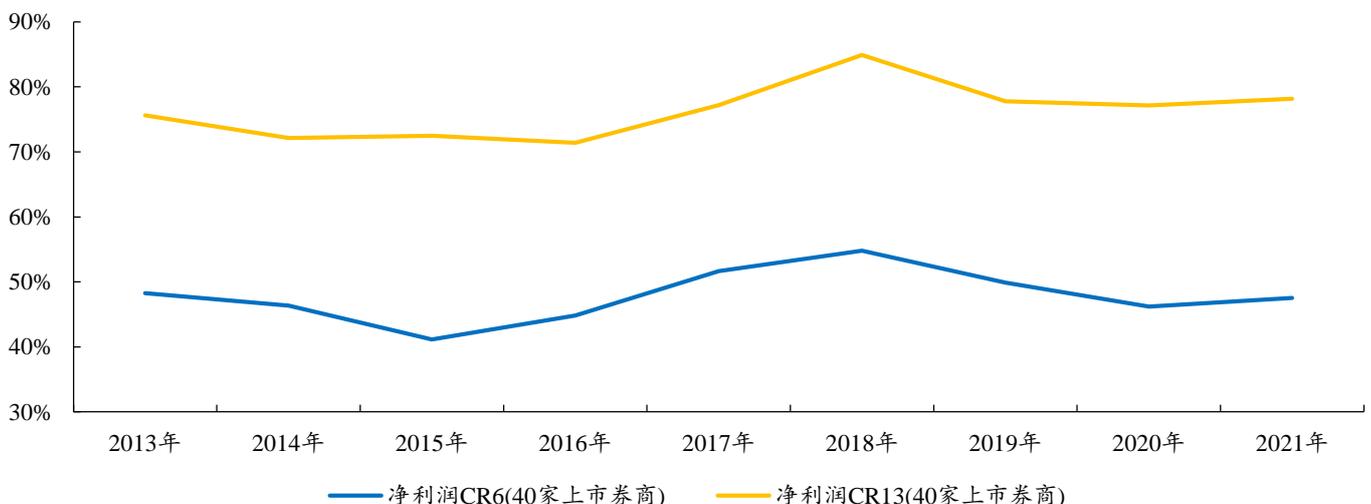
2019-2021 年注册制直接增厚证券行业净利润 8%/15%/12%，潜在影响更大，市场扩容利好机构业务。注册制促进新股发行效率提升，直接利好投行、经纪、两融、跟投业务，我们测算 2019/2020/2021 年注册制增量利润 45/183/198 亿，拉动行业净利润 8.1%/14.7%/11.6%，占 2019 年净利润 3.6%/14.7%/15.9%。注册制是资本市场改革的重要抓手，市场扩容利好机构业务（研究所、衍生品、资产管理、融资融券等），对券商各业务的间接影响深远。

注册制增厚券商行业利润，行业集中度提升，头部券商更加受益。自 2019 年注册制试点后，上市券商净利润 CR6 小幅下降，CR13 有所提升。注册制增厚全行业利润，排名靠前的中大型券商在投行、经纪、大财富管理、机构业务的优势更突出，增长弹性更大。从投行业务来看，头部券商更加受益于注册制，2020/2021 年增量 IPO 收入拉动“三中一华”净利润 9.6%/6.7%（行业平均水平为 3.4%/3.4%）。头部券商在经纪、融资融券、机构业务以及大财富管理方面优势更加突出，更加受益于注册制。

表10：2019/2020/2021 年注册制直接拉动行业净利润 8.1%/14.7%/11.6%

单位：亿元	2019	2020	2021
科创板增量 IPO 单数	70	145	162
创业板增量 IPO 单数	0	30	122
增量 IPO 单数合计	70	175	284
直接影响			
投行增量利润	14	42	58
增量拉动行业净利润	2.2%	3.4%	3.4%
经纪增量利润	2	6	7
增量拉动行业净利润	0.2%	0.5%	0.4%
两融增量利润	2	12	11
增量拉动行业净利润	0.3%	1.0%	0.7%
跟投业务浮盈浮亏（期间值）	26	123	123
增量拉动行业净利润	4.7%	9.9%	7.2%
注册制直接带来的利润增量	45	183	198
拉动行业净利润比例	8.1%	14.7%	11.6%
占 2019 年证券行业净利润比例	3.6%	14.7%	15.9%
间接影响			
PE 子公司当年净利润	66	84	78
YOY	306%	28%	-8%
财富管理线当年净利润贡献（代销+资管+公募基金）	178	252	318
YOY		42%	26%
注册制间接影响带来的利润增量		93	59
拉动行业净利润比例		7.5%	3.5%
占 2019 年证券行业净利润比例		7.5%	4.8%

数据来源：中证协、Wind、各公司公告、开源证券研究所

图15：注册制后上市券商净利润 CR13 有所上升，CR6 小幅下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：头部券商更加受益于注册制

单位：亿元	2014-2018 年平	增量 IPO 收入		增量 IPO 利润		增量 IPO 拉动净利润比例	
	均 IPO 收入	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
中信证券	6.7	17	30	6.9	12.3	5.6%	8.2%
华泰证券	4.3	11	16	4.1	5.8	4.6%	5.4%
中金公司	5.3	16	16	4.3	4.2	10.1%	5.9%
中信建投	4.8	23	16	9.9	7.0	18.0%	7.3%
头部券商平均						9.6%	6.7%
证券行业平均						3.4%	3.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 增量 IPO 利润=增量 IPO 收入*近三年投行业务净利率平均

(2) 华泰证券 IPO 净利率取中信证券、中金公司和中信建投投行业务净利率平均值

(3) 增量 IPO 拉动净利润比例=当年增量 IPO 利润/上年公司归母净利润

表12：头部券商投行业务净利率更高

证券简称	近三年股	投行业务营	投行业务营	投行业务营	投行业务收	投行业务收	投行业务收	近三年投行
	承收入占	业利润率	业利润率	业利润率	入净利率	入净利率	入净利率	
	比	2019	2020	2021	2019	2020	2021	平均
海通证券	29.68%	40.9%	53.9%	53.0%	30.7%	40.4%	39.7%	36.9%
中信证券	43.19%	47.9%	60.0%	54.6%	35.9%	45.0%	41.0%	40.7%
中金公司	31.28%	36.8%	33.1%	39.0%	27.6%	24.8%	29.2%	27.2%
中信建投	40.70%	58.0%	64.6%	53.2%	43.5%	48.4%	39.9%	43.9%
招商证券	43.96%	54.6%	57.1%	60.1%	41.0%	42.8%	45.1%	43.0%
广发证券	28.99%	54.9%	6.5%	-50.7%	41.2%	4.9%	-38.0%	2.7%
国泰君安	30.30%	52.2%	51.0%	40.7%	39.1%	38.3%	30.6%	36.0%
国信证券	43.61%	32.3%	39.5%	35.5%	24.2%	29.7%	26.6%	26.8%
东方证券	31.27%	5.6%	33.9%	7.8%	4.2%	25.4%	5.8%	11.8%
申万宏源	27.72%	34.1%	46.5%	40.1%	25.6%	34.9%	30.1%	30.2%
东兴证券	49.28%	35.1%	41.4%	30.3%	26.3%	31.1%	22.7%	26.7%
上市券商中位数	31.3%	27.5%	39.2%	30.5%	21.1%	29.5%	22.8%	24.8%

数据来源：中证协、各公司公告、开源证券研究所

2、展望：全面注册制渐行渐近，资本市场扩容长期影响深远

2.1、全面注册制渐行渐近

以全面注册制为核心的一揽子政策利好券商各项业务。2021 年中央经济工作会议、2022 年两会政府工作报告均提及全面注册制，我们预计全面注册制年内落地概率较大。随着未来主板注册制落地，IPO 效率进一步提高，大投行产业链迎来长足发展。同时，从资产端、资金端全面铺开的资本市场改革政策将全面利好券商经纪、两融、自营、资管等业务，催化券商板块盈利提升，头部券商或更受益。此外，注册制将配套引入长期资金作为压舱石，市场将更加健康地发展，利于吸引居民财富向权益类金融资产迁移，利好财富管理线条。

表13: 全面注册制有望在 2022 年内出台

时间	主体	全面注册制落地信号梳理	具体内容
2021.12.10	中央经济工作会议	中央经济工作会议提到“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。”	中央经济工作会议中提到“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。”首次将“全面实行股票发行注册制”写入中央经济工作会议对下一年经济工作安排中。
2022.1.6	易会满	证监会主席易会满表示“注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备。证监会正抓紧制定全市场注册制改革方案，确保这项重大改革平稳落地。”	人民日报、新华社、中央广电总台、经济日报围绕贯彻中央经济工作会议精神对易会满主席进行了采访，易会满表示：“目前来看注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备。证监会正抓紧制定全市场注册制改革方案，确保这项重大改革平稳落地。”
2022.1.17	证监会	证监会 2022 年系统工作会议提出“全面注册制”条件逐渐具备	会议认为，全面深化资本市场改革向纵深推进，全面实行股票发行注册制条件逐渐具备。会议强调，以全面实行股票发行注册制为主线，深入推进资本市场改革。
2022.1.28	证监会	证监会制定 2022 年度立法工作计划，要求落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署	2022 年证监会立法工作三方面主要内容之一：落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署，制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。
2022.2.18	证监会	证监会在两会代表委员建议提案的答复中提到“深入总结试点经验，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件”	证监会在对 2021 年全国两会代表委员建议提案《关于废除新股配售完善注册制配套制度的提案》中回复，证监会将认真贯彻党中央、国务院决策部署，在国务院金融委的统一指挥协调下，深入总结试点经验，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。
2022.3.5	李克强	李克强在《2022 政府工作报告》的 2022 年政府工作任务中提及“完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。”	李克强总理在《政府工作报告》第三部分“2022 年政府工作任务”的第（三）点“坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力”中提到“完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展”。参考 2021 年政府工作报告中提到“稳步推进注册制改革”，同年 9 月北交所设立，11 月开市实行注册制，我们认为全面注册制或于 2022 年内落地。
2022.4.9	易会满	易会满在中国上市公司协会第三届会员代表大会表示证监会将扎实推进全面实行股票发行注册制改革平稳落地	易会满在上市公司协会第三届会员代表大会上表示“证监会将扎实推进全面实行股票发行注册制改革平稳落地，以注册制改革为牵引，统筹推进资本市场基础制度建设、法治体系完善、监管转型与能力提升等重点改革任务落地见效，进一步增强基础制度的适应性包容性，持续优化市场结构和生态，更好发挥资本形成和资源配置功能。”
2022.5.31	上交所	上交所“十四五”发展规划提及“坚持注册制改革‘三原则’，稳步推进全市场注册制改革”	上交所编制《上海证券交易所“十四五”发展规划》以有效对接国家“十四五”规划主要目标和重点任务。《规划》在规划举措方面提出 11 项重点任务，提到“坚持注册制改革‘三原则’，稳步推进全市场注册制改革；优化股票发行审核机制，明确交易所审核职能定位，履行好审核把关职责；完善新股发行承销机制。”
2022.6.25	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会，邀请有关专家学者和市场机构负责人共同总结前期股票发行注册制改革试点经验，为即将到来的全面注册制改革建言献策。
2022.7.22	易会满	易会满在科创板企业座谈会上表示完善试点注册制安排，加快监管转型，扎实做好全面实行股票发行注册制的各项准备	易会满表示，下一步，证监会将坚守科创板定位，不断深化改革创新，着力提升科创板科技引领力和国际竞争力。一是完善支持“硬科技”制度安排，加快做市商制度落地，丰富科创板指数及产品体系，引入更多中长期资金，推动科创板做优做强。二是完善试点注册制安排，加快监管转型，扎实做好

时间	主体	全面注册制落地信号梳理	具体内容
			全面实行股票发行注册制的各项准备。三是持续加强科创板监管，压实发行人、中介机构责任，依法严惩欺诈发行、财务造假等违法违规行为。
2022.7.29	证监会	证监会强调扎实推进股票发行注册制改革	2022年系统年中监管工作会议暨巡视整改常态化长效化动员部署会议表示要扎实推进股票发行注册制改革。下足“绣花”功夫，做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备。加强发行监管全链条统筹，科学合理保持新股发行常态化，维护良好发行秩序。以发行监管转型为牵引，加快机构、上市公司等各条线监管转型，提升整体监管效能。同时，深化公司债券注册制改革。
2022.8.1	易会满	易会满在《求是》上发文表示以“绣花”功夫做好规则、业务和技术等各项准备，确保全面注册制重大改革平稳落地。	下一步，证监会将牢牢把握改革正确方向，科学把握审核注册机制、各板块定位、引导资本规范健康发展等问题，以“绣花”功夫做好规则、业务和技术等各项准备，确保这项重大改革平稳落地。同时，加快中介和投资端改革，完善证券执法司法体制机制和投资者保护体系，推进关键制度创新，为资本市场健康发展营造良好的制度和生态环境。

资料来源：证监会、上交所、开源证券研究所

2.2、全面注册制是资本市场改革的新起点

预计主板 IPO 审批效率将大幅提高，两融业务或将放松，主板 IPO 发行标准仍在创业板和科创板之上。从 IPO 审核程序、发行条件、交易制度来看，主板目前实行核准制，IPO 审核程序相对复杂，发行条件相对苛刻，交易制度限制相对严格。展望全面注册制，主板定位于蓝筹市场，重点支持相对成熟的企业融资发展，我们预计全面注册制下，主板 IPO 审核程序将有所简化，审核效率将会明显提升，融资融券或将有所放松，发行标准或放松但仍将高于创业板与科创板。此外，为提高市场效率以及上市公司质量，市场的退市制度将进一步完善，上市公司退市或将进一步常态化。全面注册制“牵一发而动全身”，以注册制为核心的一揽子政策呼之欲出，对资本市场的影响是全面的、深远的。

表14：主板 IPO 审核程序相对复杂

	北交所	科创板	创业板	主板
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	定位于蓝筹市场，重点支持相对成熟的企业融资发展、做优做强
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	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不予注册的决定
				1.受理和预先披露 2.反馈会 3.预先披露更新 4.初审会就发行人基本情况、初步审核中发现的问题及反馈意见恢复情况，将讨论决定提交发审会审核 5.发审会 6.封卷 7.会后事项 8.核准发行

资料来源：北交所、上交所、深交所、证监会、开源证券研究所

表15: 主板发行标准相对较高

	北交所	科创板	创业板	主板
上市制度	注册制	注册制	注册制	核准制
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: 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: 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: 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: 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 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 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 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 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 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。	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 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 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	(1) 发行人最近三个会计年度净利润为正累计超过人民币 3000 万元; 最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额超过人民币 5000 万元, 或者最近三个会计年度营业收入累计超过 3 亿元 (2) 无形资产比例(不含土地使用权等)在最近一期期末净资产中的比例不得超过 20% (3) 发行前股本总额不低于人民币 3000 万元

资料来源: 北交所、上交所、深交所、证监会、开源证券研究所

表16: 主板交易涨跌幅与融资融券制度限制更严

项目	北交所	科创板	创业板	主板
定价方式	直接定价、询价发行、竞价发行	询价发行	直接定价、询价发行	直接定价、询价发行
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%	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 10%(ST 及 *ST 为 5%), 新股上市首日涨跌幅限制为 44%	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 10%(ST 及 *ST 为 5%), 新股上市首日涨跌幅限制为 44%
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		无

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。	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
融资融券制度	暂未开展融资融券业务	上市股票首个交易日起可作两融标的		融资融券业务标的在上市时间、流通股本、股东人数、行情指标要求、无风险警示方面有严格限制
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。		单笔申报数量不低于30万股或成交金额不低于200万元的,可以进行大宗交易
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	一般投资者(无账户资产与投资时长限制)

资料来源:北交所、上交所、深交所、证监会、开源证券研究所

随着资本市场进一步扩容,引入中长期资金力度或将加大。政策或将加大对外资、养老金、银行理财、信托、保险投资二级市场的支持力度。同时,相关机制活络型制度也将进配套推出,退市制度将进一步完善。

2.3、主板发行制度松绑直接利好券商大投行业务

投行:谨慎/中性/乐观假设下,预计主板增量IPO拉动券商行业净利润+0.5%/+0.9%/+1.2%。考虑历史7年主板IPO单数在142单,假设注册制将提升审核效率一倍,中性假设注册制下主板每年IPO新增130单。在新增80/130/180单的假设下,预计全面注册制带来投行IPO增量利润12/20/27亿,拉动证券行业净利润0.5%/0.9%/1.2%,占2019年证券行业净利润比例1.0%/1.6%/2.2%。

表17: 谨慎/中性/乐观假设下, 预计主板增量IPO 拉动券商行业净利润+0.5%/+0.9%/+1.2%

单位: 亿元	谨慎	中性	乐观
预计注册制下主板每年新增IPO单数	80	130	180
单均收入	0.5	0.5	0.5
增量IPO收入	40	65	90
增量IPO利润	12.16	19.76	27.36
占2021年证券行业净利润比例	0.5%	0.9%	1.2%
占2019年证券行业净利润比例	1.0%	1.6%	2.2%

数据来源: 开源证券研究所

经纪：谨慎/中性/乐观假设下，预计增量经纪业务拉动券商行业净利润+0.1%/+0.2%/+0.3%。在主板新增 IPO 80/130/180 单的假设下，预计增量 IPO 带来流通市值 2000/3250/4500 亿，拉动全市场流通市值 0.3%/0.4%/0.6%，增量经纪业务利润 2.7/4.4/6.0 亿，拉动证券行业净利润 0.1%/0.2%/0.3%。占 2019 年证券行业净利润比例 0.2%/0.3%/0.5%。

表18：谨慎/中性/乐观假设下，预计增量经纪业务拉动券商行业净利润+0.1%/+0.2%/+0.3%

单位：亿元	谨慎	中性	乐观
预计注册制下主板每年新增 IPO 单数	80	130	180
单均流通市值	25	25	25
增量流通市值（以 2021 年为基数）	2000	3250	4500
增量 IPO 流通市值/上一年市场总流通市值	0.3%	0.4%	0.6%
增量经纪业务收入	3.57	5.80	8.03
增量经纪业务利润	2.68	4.35	6.02
占 2021 年证券行业净利润比例	0.1%	0.2%	0.3%
占 2019 年证券行业净利润比例	0.2%	0.3%	0.5%

数据来源：开源证券研究所

两融：谨慎/中性/乐观假设下，预计增量两融业务拉动券商行业净利润+0.5%/+0.6%/+0.8%。假设全面注册制下，主板融资融券标的标准放松，IPO 带来两融增量。在主板增量 IPO 企业带来两融规模 300/400/500 亿的假设下，预计增量两融收入 9/12/15 亿，拉动券商行业净利润 0.5%/0.6%/0.8%，占 2019 年证券行业净利润比例 0.7%/1.0%/1.2%。

表19：谨慎/中性/乐观假设下，预计增量两融业务拉动券商行业净利润+0.5%/+0.6%/+0.8%

单位：亿元	谨慎	中性	乐观
增量两融规模	300	400	500
利差	4.0%	4.0%	4.0%
增量两融业务收入	12.00	16.00	20.00
增量两融业务利润	9.00	12.00	15.00
占 2021 年证券行业净利润比例	0.5%	0.6%	0.8%
占 2019 年证券行业净利润比例	0.7%	1.0%	1.2%

数据来源：开源证券研究所

全面注册制影响：谨慎/中性/乐观的假设下，预计全面注册制直接增厚行业净利润 1.1%/1.6%/2.2%。仅考虑主板 IPO 发行制度松绑对券商投行、经纪、两融的直接影响，谨慎/中性/乐观的假设下，我们预计全面注册制拉动行业净利润 1.1%/1.6%/2.2%，占 2019 年证券行业净利润 1.9%/2.9%/3.9%。

表20：谨慎/中性/乐观假设下，预计全面注册制直接增厚行业净利润 1.1%/1.6%/2.2%

单位：亿元	谨慎	中性	乐观
增量 IPO 单数	80	130	180
投行增量利润	12	20	27
增量拉动行业净利润	0.5%	0.9%	1.2%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20 / 24

单位：亿元	谨慎	中性	乐观
增量 IPO 单数	80	130	180
经纪增量利润	3	4	6
增量拉动行业净利润	0.1%	0.2%	0.3%
两融增量利润	9	12	15
增量拉动行业净利润	0.4%	0.5%	0.7%
全面注册制直接带来的利润增量	24	36	48
占 2021 年证券行业净利润比例	1.1%	1.6%	2.2%
占 2019 年证券行业净利润比例	1.9%	2.9%	3.9%

数据来源：开源证券研究所

3、投资建议

注册制直接利好大投行业务，头部券商更加受益。科创板和创业板注册制试点以来，发行效率的提升直接利好券商大投行业务，大投行业务净利润同比有所增加，头部券商在投行业务方面项目与人力储备充足，专业实力较强，更加受益。

表21：2019 年以来券商大投行业务利润同比有所提升

证券简称	大投行业务净利润 (亿元)			大投行业务净利润 YOY		大投行利润贡献			大投行利润贡献	直投业务利润贡献	跟投业务利润贡献
	2019	2020	2021	2020	2021	2019	2020	2021	2021	2021	2021
海通证券	23.3	48.0	65.4	106%	36%	22%	40%	48%	16%	19%	12%
中信证券	39.4	55.2	64.2	40%	16%	31%	36%	27%	13%	3%	10%
中金公司	19.8	29.4	33.6	49%	14%	47%	41%	31%	17%	7%	7%
中信建投	16.7	33.8	32.7	103%	-3%	30%	35%	32%	22%	3%	8%
招商证券	11.8	14.0	21.6	18%	55%	16%	15%	19%	10%	0%	9%
华泰证券	22.1	33.3	21.5	50%	-35%	24%	31%	16%	6%	5%	5%
广发证券	11.2	15.2	19.3	36%	27%	14%	14%	16%	-1%	7%	10%
国泰君安	9.9	17.4	17.0	76%	-2%	11%	15%	11%	7%	0%	3%
国信证券	6.8	10.2	14.8	50%	45%	14%	15%	15%	5%	5%	4%
东方证券	0.9	8.3	8.4	799%	1%	4%	30%	16%	1%	5%	9%
兴业证券	2.4	6.6	8.2	177%	25%	12%	14%	14%	4%	0%	10%
申万宏源	1.0	7.3	8.1	652%	11%	2%	9%	9%	7%	0%	2%
东兴证券	2.3	3.7	7.3	62%	96%	19%	24%	44%	10%	0%	34%
国元证券	3.9	5.2	6.4	34%	22%	43%	38%	33%	22%	4%	7%
上市券商合计	190.2	329.8	401.9	73%	22%	17%	22%	21%	10%	4%	7%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

全面注册制驱动资本市场长期扩容，大投行业务将更进一步。(1) 注册制下，科创板和创业板 IPO 增量明显，审批效率显著提升，定价更加市场化，直接利好券商大投行业务。我们测算注册制对券商 IPO、经纪、两融和科创板跟投业务的直接影响，2019-2021 年注册制直接增厚证券行业净利润 8%/15%/12%，利润贡献自大到小排序为科创板跟投、IPO、两融和经纪。注册制对头部券商净利润的拉动作用更加明显，

驱动行业净利润集中度有所上升。(2) 全面注册制渐行渐近, 2022 年年内政策落地概率较大, 主板 IPO 审核效率将大幅提升。仅考虑 IPO 发行制度松绑对券商经纪、两融和 IPO 业务的影响, 中性假设下我们预计全面注册制直接增厚行业净利润 1.6%, 未来影响深远, 资本市场改革红利或将逐渐释放。(3) 全面注册制提升 IPO 效率, 资本市场扩容直接利好大投行利润贡献高的券商, 同时加速机构化趋势, 机构业务突出的头部券商更加受益, 推荐中信证券、华泰证券, 受益标的中金公司 (H 股)、中信建投。资本市场长期扩容下, 促进居民财富向权益资产迁移, 利好大财富管理主线标的, 推荐东方财富、广发证券和东方证券。受益标的兴业证券、长城证券。推荐盈利景气度较强, 具有长期成长性的国联证券。此外, 创投类企业也将充分受益于全面注册制。

表22: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/8/2	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	21.24	0.83	0.85	1.04	25.59	24.99	买入
000776.SZ	广发证券	15.27	1.42	1.33	1.74	10.75	11.48	买入
600958.SH	东方证券	8.24	0.73	0.59	0.77	11.29	13.97	买入
601688.SH	华泰证券	12.82	1.47	1.42	1.68	8.72	9.03	买入
600030.SH	中信证券	18.80	1.77	1.54	1.97	10.62	12.21	买入
601456.SH	国联证券	10.18	0.36	0.39	0.52	28.28	26.26	买入
300803.SZ	指南针	50.34	0.44	0.86	1.28	114.41	58.53	买入
3908.HK	中金公司	13.80	2.16	2.33	2.75	6.39	5.92	未评级
601066.SH	中信建投	24.79	1.25	1.36	1.58	19.83	18.29	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

- 相关政策落地表现不及预期;
- 市场大幅波动;
- 疫情反复对投行业务带来不确定性。

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

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
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

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