

证券 II

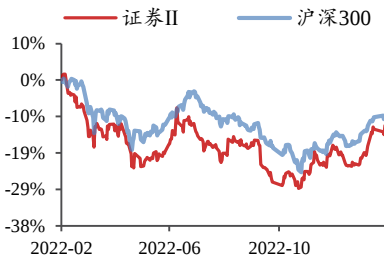
2023 年 02 月 02 日

符合市场预期，市场扩容利好行业龙头标的

——全面注册制改革点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《重资本化趋势凸显，证券行业再融资需求提升——行业点评报告》-2023.1.6

《否极泰来，关注成长主线——证券行业 2023 年投资策略》-2022.12.1

《赛道空间和单客价值向好，市占率向龙头集中——互联网券商行业深度报告》-2022.11.23

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：2023 年 2 月 1 日中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，全面实行股票发行注册制改革正式启动。

● **政策要点：审核、交易、发行规则符合预期，涨跌幅保持 10%，不强制跟投**

(1) 审核：政策要求原核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，监管部门不再对企业的投资价值作出判断。交易所审核、证监会注册的基本架构不变，进一步明晰交易所和证监会的职责分工。交易所负责审核，发现重大敏感、重大无先例、重大舆情、重大违法线索及时向证监会请示报告。**(2) 发行：**主板上市发行条件有所优化，主板突出“大盘蓝筹”特色。取消了关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求，新设置了以“市值”、“净利润”、“营业收入”和“现金流”为评价因素的 3 套上市标准，相关标准高于创业板和科创板（见表 1）。**(3) 交易：**新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，5 个交易日后涨跌幅保持 10% 限制；优化盘中临时停牌制度；新股上市首日即可纳入两融标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围。**(4) 维持**主板现行投资者适当性要求不变。

● **行业影响：主板审核提速利好创投、IPO 业务，市场扩容利好行业龙头**

(1) 主板审核效率或将明显提升：注册制试点以来，创业板审核周期由 2019 年的 594 天缩短至平均 300 天，预计全面注册制下主板审核效率将明显提升。2021/2022 年主板 IPO 规模 1847/1387 亿（占全市场 34%/24%），完成项目 122/71 单（占全市场 23%/17%），2021 年/2022 年前 3 季度证券行业 IPO 收入 283/240 亿元，占营收比重 5.6%/7.9%，全面注册制下主板 IPO 规模和项目数的提升或将驱动证券行业 IPO 收入增长。截至 2 月 1 日，券商主板 IPO 储备量 301 单，占全部的 33%。**(2) 直投：**预计主板 IPO 发行提速利于券商直投退出。2021/2022H1 上市券商直投子公司合计净利润 80/11 亿，利润贡献为 4.2%/1.6%。**(3) 两融标的扩容：**截至 2022 年末，主板两融规模占比 80%，两融标的数量占比 60%。**(4) 集中度持续提升：**注册制对券商综合实力要求提升，2019 年注册制试点以来，券商投行业务集中度明显提升。**(5) 各项业务受益：**全面注册制是资本市场扩容的重要基础制度，后续发行、交易、衍生品及长期资金引入等配套政策均有望向好。**(6) 压实保荐机构责任：**对投行执业合规、风控提出更高要求。

● **投资建议：全面注册制符合市场预期，市场扩容利好行业龙头标的**

(1) 从 IPO 利润贡献度和主板 IPO 储备量两个维度量化看，主板注册制受益明显的标的包括国金证券（IPO 利润贡献 20%，主板 IPO 储备量 11 单）和中信建投（IPO 利润贡献 16%，主板 IPO 储备量 26 单），此外海通证券、东兴证券、中金公司和中信证券也相对受益（见表 2）。**(2)** 中航产融、四川双马、鲁信创投等创投类标的直接受益。**(3)** 中长期视角看，资本市场扩容利好券商各类业务，建议持续关注长逻辑较好的轻资本主线：大财富管理主线推荐东方财富、东方证券、广发证券，受益标的兴业证券、长城证券；互联网券商受益标的同花顺、指南针。

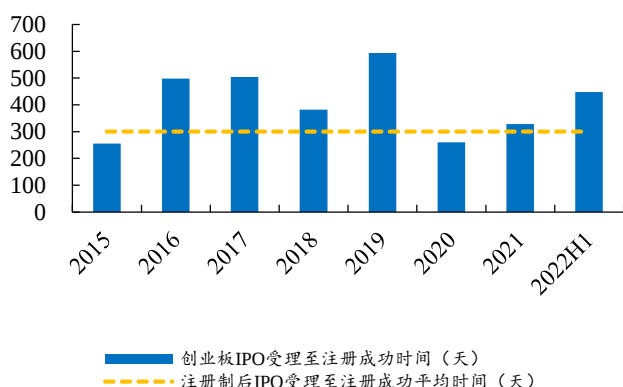
● **风险提示：**市场交易活跃度下降；股市波动对券商盈利带来不确定性影响。

表1：主板上市发行条件有所优化

	主板	创业板	科创板	北交所
上市制度	注册制	注册制	注册制	注册制
市值及财务指标	标准 1：最近 3 年净利润均为正，且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近一年净利润不低于 6000 万元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或营业收入累计不低于 10 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：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：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 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 6 亿元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1.5 亿元；	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 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：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 80 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 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：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：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、上交所、深交所、证监会、开源证券研究所

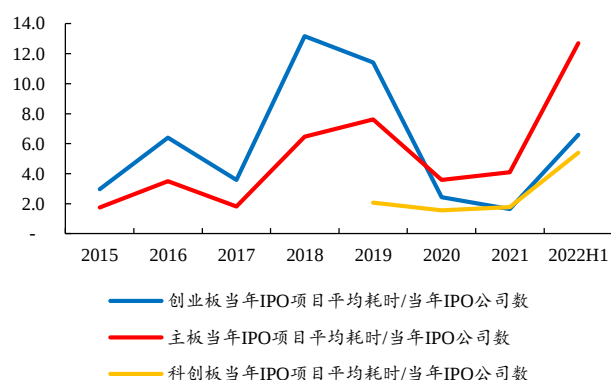
图1：注册制缩短创业板 IPO 审核时间



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

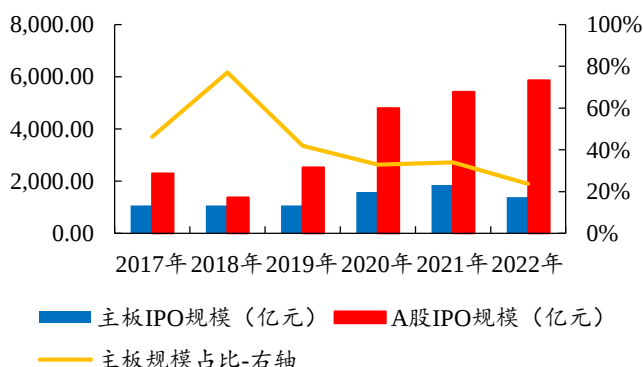
图2：注册制显著提升创业板 IPO 审核效率



数据来源：Wind、开源证券研究所

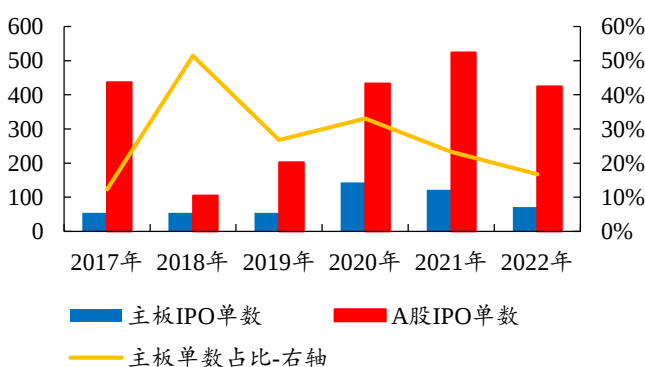
注：（1）上述指标数值越低表示效率越高，2022H1 受疫情影响。
（2）因数据披露不全，2015-2019 年 IPO 审批时间计算选取公告披露审核时间的样本公司计算平均值；2020 年-2022 年 6 月 IPO 审核时间计算选取当年全部 IPO 企业计算平均值

图3：2019 年起，科创板、创业板注册制提升 IPO 发行效率驱动规模增长，主板 IPO 规模占比下降



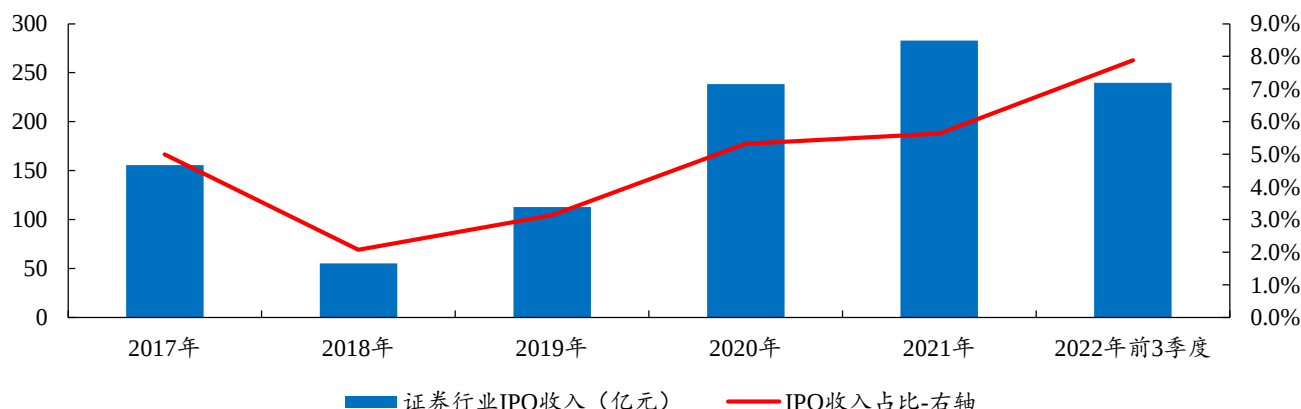
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019 年起，科创板、创业板注册制提升 IPO 发行效率驱动项目数增长，主板 IPO 项目数占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2018 年起证券行业 IPO 收入占比有所提升



数据来源：证券业协会、Wind、开源证券研究所

表2：全面注册制下，主板 IPO 储备量和 IPO 利润贡献高的标的更加受益

单位：亿元	证券简称	维度一：	维度二：
		主板 IPO 储备量（不含辅导备案） 截止 2023.2.1	IPO 利润贡献（估算） 2022 前 3 季度
601236.SH	红塔证券	1	25.0%
601198.SH	东兴证券	6	23.5%
600109.SH	国金证券	11	20.3%
600837.SH	海通证券	15	16.9%
000728.SZ	国元证券	3	16.8%
601066.SH	中信建投	26	16.0%
601995.SH	中金公司	13	10.4%
600030.SH	中信证券	43	9.5%
601990.SH	南京证券	0	7.3%
601211.SH	国泰君安	23	7.2%
600958.SH	东方证券	7	7.2%
002945.SZ	华林证券	0	7.1%
601162.SH	天风证券	1	7.0%
000783.SZ	长江证券	6	6.7%
600918.SH	中泰证券	4	6.3%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：仅列示 2022 前 3 季度 IPO 利润贡献前 15 名

$\text{IPO 利润贡献} = \text{IPO 收入} * \text{投行分部营业利润率} * (1 - \text{税率}) / \text{公司净利润}$

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，属于商业秘密材料，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9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