

# 全面注册制的背景、改革亮点与影响

## ——全面注册制（征求意见稿）制度解读

2023年2月6日



王思敏,执业证书编号: S0930521040003

王一峰,执业证书编号: S0930519050002



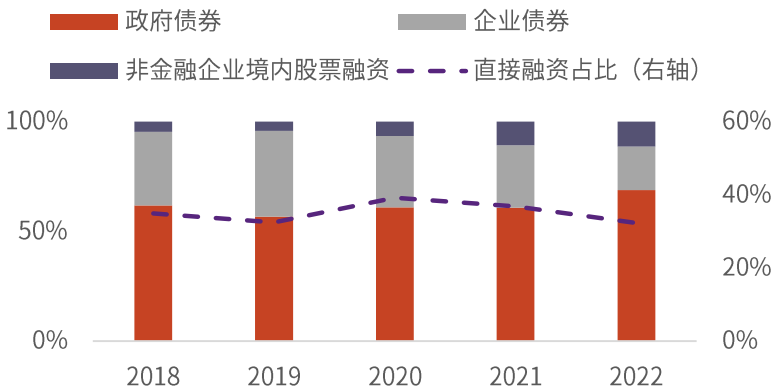
证券研究报告

- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示

# 1.1 资本市场扩容，直接融资占比仍有提升空间

- 从经济金融演进的规律来看，金融体系在发展初期都需要银行来扮演主导角色，但随着经济参与主体丰富程度的提升，金融体系日益复杂，资本市场的地位越来越重要。截至2022年末，根据社融口径我国直接融资占比大概在 30%以上，相比处于较低位置。
- 根据世界银行数据，美国的证券化率远高于其他国家，2020年其证券化率达194.34%。中国18/19/20年的证券化率分别为 45.52%/59.63%/ 82.96%，呈上升趋势，但是证券化率仍处于较低水平。根据发达国家的经验，直接融资比重与资本市场发展程度一般呈同向变动，随着我国资本市场不断深化发展，我国直接融资市场尤其是股权融资市场发展空间巨大，证券行业拥有持续扩张的市场空间。

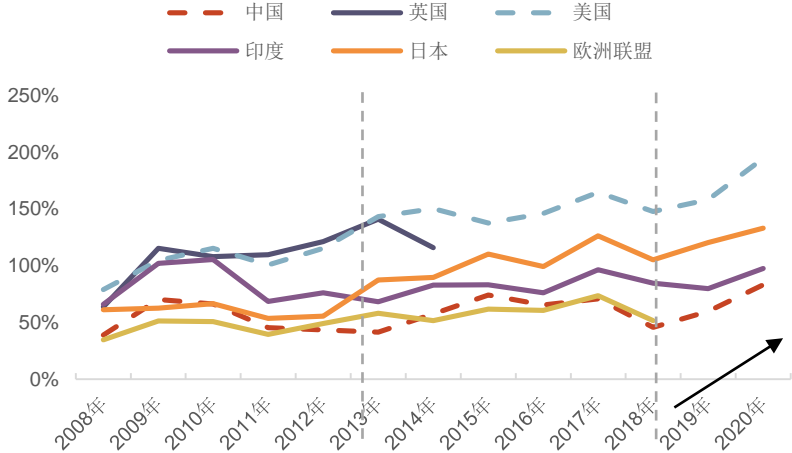
图1：我国直接融资占比相对较低



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图2：主要国家的资产证券化率整体呈上升趋势

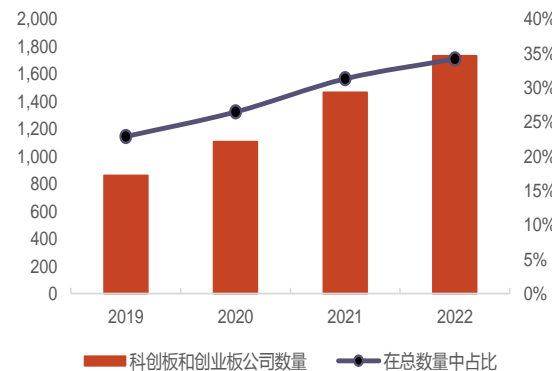


资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

## 1.2 科技类公司占比提升，实现资本与科技要素的进一步融合

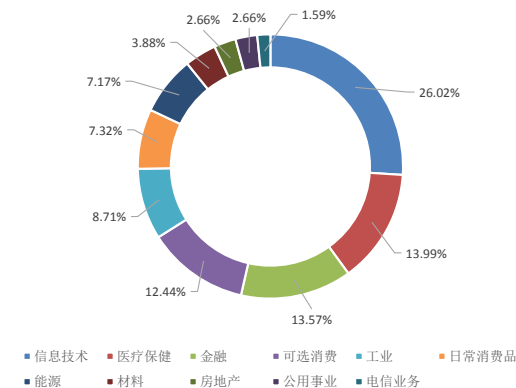
- 科技行业具有技术创新、发展前景不明确、投入和收益存在时滞等特征，科技类公司的估值一直以来都是资本市场的难题。全面注册制的落地有利于发挥市场的根本作用，通过市场化定价引导资本要素与科技要素的收益风险匹配，从而利于科技类企业的上市和与资本市场的融合。
- 目前中国的资本市场结构具有典型的工业化特征，近年来科技创新为主的科创板和创业板上市公司逐年提升，在A股上市公司中占比提升至34%（截止22年末）。美国的行业结构具有典型的后工业化和信息化特征，上市公司市值占比居首位的是信息技术行业（26%），其次是医疗保健行业（14%）。并且美国前十大市值的公司基本都是谷歌、亚马逊等高科技公司，中国市值靠前的公司集中在传统金融业和资源产业。

图3：A股科创板和创业板上市公司占比逐年提升



资料来源：wind，光大证券研究所

图5：22年底美国上市公司行业规模占比



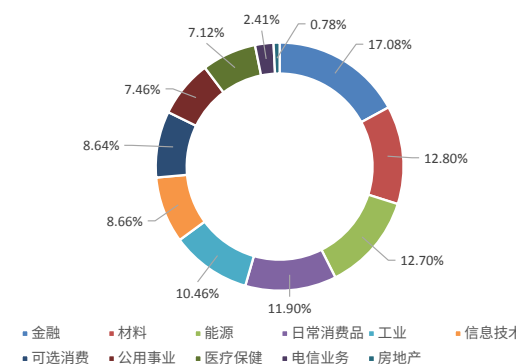
资料来源：wind，光大证券研究所

图4：美国纳斯达克市场IPO数量和发行家数占比



资料来源：wind，光大证券研究所

图6：22年底英国上市公司行业规模占比



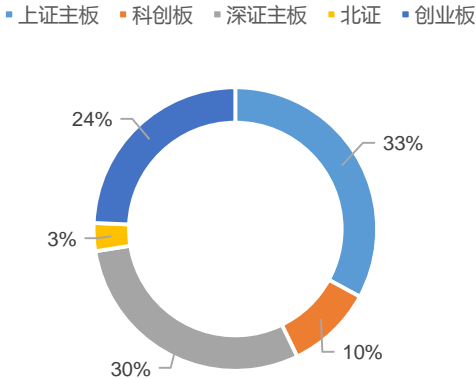
资料来源：wind，光大证券研究所

# 1.3 多层次资本市场的建设加快，提升资本市场的普惠性

- 全面注册制的落地利于提升资本市场服务的覆盖面和普惠性，满足不同类型、不同阶段企业的差异化发展需求。展望未来，我国将形成股权与债权、场内与场外、现货与期货、公募与私募有机联系、错位发展的多层次现代资本市场体系。围绕构建新发展格局的需要，构建包括股票市场、风险投资、债券市场、期货衍生品市场、场外市场在内的全方位、多层次市场体系。各市场、各板块坚持突出特色、错位发展。
- 有效的资本市场具有多层次性的特点，可以匹配企业在不同生命周期的融资需求。我们国家的不同板块有不同的定位：科创板坚持自身定位，支持更多硬科技企业脱颖而出。创业板广泛服务于自主创新和其他成长型创业企业，新三板服务中小企业的平台作用进一步增强。区域性股权市场对中小企业融资服务的主动性和创造性不断提高。

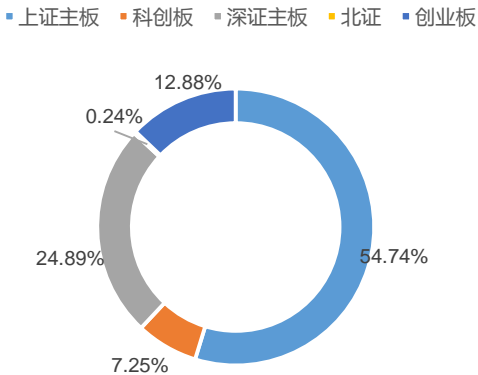
请务必参阅正文之后的重要声明

图7：2022年不同板块上市公司家数占比



资料来源：wind，光大证券研究所

图8：2022年不同板块上市公司市值占比



资料来源：wind，光大证券研究所

# 1.4 全面注册制改革历史：从“试点”到全面推广的关键时期

- 回顾我国资本市场注册制改革的历史进程，市场见证了科创板、创业板注册制试点到全面推进的进程。
- 鉴于资本市场风险具有复杂性、隐蔽性和关联性等特点，资本市场各项改革制度一般采取“试验田”，然后大范围推广的逐步走策略。以注册制为例，从科创板设立之初开始已经经过将近五年的运作。回顾我国资本市场注册制改革的历史进程，市场见证了科创板、创业板注册制试点到全面推进的政策。
- 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，上交所、深交所和北交所就全面实行股票发行注册制配套业务规则向社会公开征求意见。目前科创板、创业板和北交所已经试点注册制，本次全面注册制的意义在于统一各板块注册制试点制度，改革的重点环节是沪深主板注册制的落地。



资料来源：中国证监会，光大证券研究所整理

# 1.5、主板上市定位和制度改革——全面注册制的重点

- 主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。本次改革对于更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合、支持主板发展具有重要意义。

- 上交所主板市场经过多年的发展，已经聚集了一大批事关国计民生的骨干企业和行业龙头企业，全面实行注册制下，主板定位突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。同时，进一步优化主板上市条件。改革后，主板与其他板块相互衔接，并做了相应过渡安排，不会对主板在审企业和拟申报企业造成实质影响。上交所将继续坚持沪市主板定位。
- 深市主板自成立以来，坚持服务实体经济的根本宗旨，支持上市公司利用资本市场做优做强，涌现一批影响力大、创新力优、竞争力强的蓝筹企业和细分行业冠军。全面实行注册制下，深市主板定位将进一步突出大盘蓝筹市场特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。由此，相应设计多元包容的上市条件，并与创业板拉开距离。

## 全面注册制改革重点——沪深主板落实全面注册制

- 是实施国家创新驱动发展战略、持续培育发展新动能的重要举措
- 是深化金融供给侧结构性改革、完善多层次资本市场体系的重要内容
- 更好地发挥资本市场作用，支持实体经济发展
- 促进科技与资本融合，带动经济高质量发展



- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示



## 2.1 美国：以信息披露为核心，充分体现了市场化特征

- 发行注册制起源于美国，法律依据是美国颁布的《1933年证券法》。1933年美国处在1929年经济大危机和股市大崩盘的尾声，出台注册制，是针对完全自由发行、损害投资者利益的一种纠偏举措。以信息披露为原则，开启了证券发行注册制的先河。

### 发行人做出IPO决定

- IPO决定一般由发行人与顾问公司进行讨论后做出，这是一个商业考量，其是否进行取决于公司的经营历史、市场情况、竞争对手、宏观经济等，政府不会介入。

### 聘请中介机构开展尽职调查

- 发行人聘用中介机构（律师、会计师、主承销商、投资者关系以及其他专家等）开展尽职调查，其主要目的是起草招股书，以方便投资者获取其投资需要的主要信息。

### 起草并递交注册文件

- 根据SEC（美国证券交易委员会）的要求，发行人和中介机构编制相关材料，主要包括两部分：一是《招股说明书》，二是补充信息——附录及为SEC员工准备的信息。

### SEC审阅注册文件并反馈

- SEC审阅旨在通过其对行业和业务的理解，提出有价值的问题，帮助公司提高披露质量。SEC会就审阅中存在的问题向发行人进行反馈。反馈意见的顺序一般按照披露顺序安排，而不是按照重要性进行区分。

# 2.2 海外经验总结：市场化为主导，政府监管相结合

	美国	日本	新加坡	中国香港
法律依据	发行注册制起源于美国，法律依据是美国颁布的《1933年证券法》。	日本企业发行上市适用《金融商品交易法》和《东京证券交易所业务规程》等法律制度，其核准工作由日本金融厅、日本交易所自律法人、交易所共同完成。	《新加坡公司法》、《新加坡证券法》等	在香港，企业发行上市主要由交易所审核，交易所直接面对发行人和中介机构，发行人通过交易所向香港证监会转递申请材料
历史改革	1933年，美国处在1929年经济大危机和股市大崩盘的尾声，在这个时候出台注册制，是针对完全自由发行、损害投资者利益的一种纠偏举措，是加强发行监管的制度安排，也是市场化程度很高的审核方式。以信息披露为原则，开启了证券发行注册制的先河。	1.1998年以前企业发行上市主要由金融厅审核，交易所发挥作用较小。 2.1998—2007年，发行审核主导权由金融厅转移至交易所，结果向金融厅备案即可。 3.2007年至今，发行审核主导权由交易所转移至交易所自律法人。	1998年新加坡股票市场开始转向以信息披露为本的体制，一直到2005年之后，新加坡金管局逐步将注册制与审核制合为一体，形成交易所与金管局同步对IPO进行审核的制度。新加坡交易所目前拥有主板和凯利板两个市场。	为了解决审核监管日益暴露的问题并加强对证券发行环节的监管，香港于2003年通过《证券及期货（在证券市场上市）守则》，由此确立“双重存档”的上市制度。
监管机构	审核机构SEC只进行形式审查，不进行实质判断，审核文件主要是发行人提交的招股文件，其标准主要是从投资者角度出发，关注发行人是否充分、准确地披露投资者决策所需信息。监管机构不设特定的发行条件。	进一步加强退市公司监管，形成“有进有出，能进能出”的良好生态，依托现有的代办股份转让系统作为退市板块承接退市公司，促进资本市场健康稳定发展。	1.新交所审核，新交所拟定上市相关规则，同时审查上市申请企业是否达到相应上市条件，监督其信息披露状况，然后综合各方面因素进行审批。 2.金管局审核，发行人在得到新交所批准之后，再到金管局备案招股书，接受金管局监督。	香港股票发行上市只要符合条件的发行人充分尽责履行好信息披露责任，即可发行上市，发行成功与否由市场决定，同时企业IPO对于投资者也没有天然的吸引力，投资者自主决定投资，并自担风险。
上市流程	1.发行人做出IPO决定。 2.聘请中介机构开展尽职调查。 3.起草并递交注册文件。 4.SEC审阅注册文件并反馈。	日本股票发行上市审核以交易所上市审核为主。交易所负责企业的上市审核，金融厅负责企业的发行审核，交易所上市审核完成后再递交金融厅进行发行审核,真正关键性的实质审核是交易所的上市审核。	1.主板的股票发行上市:新交所与金管局审核、意见征询、登记与IPO、挂牌交易五个阶段。 2.凯利板的股票发行上市主要采取保荐上市制度。	香港股票发行上市审核以交易所为主。香港实行双重存档制度，香港证监会仅对发行人的信息披露做形式审核，只是起监督作用。

## 2.3经验总结：交易所审核为主，注重市场自律和制度规范

- 从海外经验来看，股票发行制度和资本市场的监管没有统一标准。按照约定成俗的分类，世界主要国家股票发行制度大体有审批制、核准制和注册制三种模式。审批制注重政府管制的计划发行模式，核准制是从计划的审批制向市场化的注册制过渡的中间形态，注册制是目前成熟市场普遍采用的股票发行制度。注册制并没有统一模式，因各个国家历史背景、发展阶段、法律制度、监管执法水平和投资者结构等因素影响，形成了不同的特点。
- 尽管注册制模式并不统一，但从海外经验看表现出一些共性特征：
  - ✓ 企业是否公开发行股票以及股票发行价格基本上由市场决定，价格由发行人、承销商与投资者等市场主体去博弈。
  - ✓ 建立完善市场化监督体制。以信息披露为中心，建立完备的信息披露制度，强化发行人的信息披露责任。
  - ✓ 政府信用和企业信用相隔离，同时强化监督执法。监管机构和交易所主要审核申请文件的合规性和一致性，不为公司进行背书。此外，市场准入实行宽进严管，监管部门重在事中事后监管，严惩违法违规行为，保护投资者合法权益。
  - ✓ 各市场参与主体各司其职，发行人是信息披露的第一责任人，中介机构对发行人的信息披露承担把关责任，投资者依据公开披露信息自行做出投资决策并自担投资风险。

- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示

# 3.1 全面注册制：处理政府与市场关系为核心，进行制度创新

指导思想

- 目前多层次资本市场体系初步建立，而全面注册制从试点向各个板块推进的转换，意味着需要市场化地推进上市、交易、退市、再融资和并购重组等关键制度的创新。注册制需要解决的核心问题是处理好政府和市场的关系，目前按照科创板到创业板再到全市场的“三步走”布局。

实施细则

## ■ 一个核心

- 以信息披露为核心，要求发行人确保信息披露真实、准确、完整。将核准制下发行条件中可以由投资人判断的事项转化为信息披露要求。

## ■ 两个环节

- 交易所就企业是否符合发行上市条件和信息披露要求向证监会报送审核意见。
- 证监会在注册环节对交易所审核质量及发行条件、信息披露的重要方面进行把关并监督。

## ■ 三个市场化安排

- 一是多元包容的发行上市条件。将核准制下发行条件中可以由投资人判断的事项转化为信息披露要求。
- 二是建立市场化的新股发行承销机制，对新股发行价格、规模等不设行政性限制，以机构投资者为主体进行询价、定价、配售，真正实现由市场供求决定价格。
- 三是构建公开透明的可预期的审核注册机制。

# 3.1 全面注册制：处理政府与市场关系为核心，进行制度创新



	主板	科创板	创业板	北交所
监督管理和法律责任	中国证监会选取交易所发行上市审核过程中的重大项目，定期或不定期按一定比例随机抽取交易所发行上市审核过程中的项目	中国证监会选取交易所发行上市审核过程中的重大项目，定期或不定期按一定比例随机抽取交易所发行上市审核过程中的项目	中国证监会选取交易所发行上市审核过程中的重大项目，定期或不定期按一定比例随机抽取交易所发行上市审核过程中的项目	中国证监会选取交易所发行上市审核过程中的重大项目，定期或不定期按一定比例随机抽取交易所发行上市审核过程中的项目
特点	主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业	突出“硬科技”特色，提高对“硬科技”企业的包容性	服务于成长型创新创业企业，允许未盈利企业到创业板上市	创新型中小企业及重点发展“专精特新”中小企业
交易制度	日涨跌幅10%；上市后前5个交易日不设涨跌幅；新增临时停牌（无价格限制的股票较开盘价上涨或下跌超过30%、60%分别停牌10分钟）。	日涨跌幅20%，上市后前5个交易日不设涨跌幅限制；临时停牌机制。	日涨跌幅20%，上市后前5个交易日不设涨跌幅限制；临时停牌机制。	上市首日不设涨跌幅限制；上市次日起涨跌幅30%；临时停牌机制。



# 3.1 全面注册制：处理政府与市场关系为核心，进行制度创新

## 主板

## 科创板

## 创业板

## 北交所

### 上市 标准

首次公开发行股票并在主板上市的，最近三年实际控制人没有发生变更

**标准一：**三年净利润 $>0$ ，三年累计净利润 $\geq 1.5$ 亿元，最近一年净利润 $\geq 6000$ 万元，最近三年经营活动现金流净额累计 $\geq 1$ 亿元或营业收入累计 $\geq 10$ 亿元。

**标准二：**预计市值 $\geq 50$ 亿元，最近1年净利润为正，最近1年营业收入 $\geq 6$ 亿元，最近3年经营活动现金流净额 $\geq 1.5$ 亿元。

**标准三：**预计市值 $\geq 80$ 亿元，最近1年净利润为正，最近1年营业收入不低于8亿元。

原主板标准：（1）三年净利润累计 $\geq 3000$ 万元；3年经营活动现金流净额累计 $\geq 5000$ 万元，或者3年营业收入累计 $\geq 3$ 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。

首次公开发行股票并在科创板上市的，最近二年实际控制人没有发生变更

**标准一：**预计市值10亿，两年盈利5000万，或者一年盈利且收入 $\geq 1$ 亿。

**标准二：**预计市值15亿元，营业收入 $\geq 2$ 亿，且3年研发投入占比 $\geq 15\%$ 。

**标准三：**预计市值20亿元，营业收入 $\geq 3$ 亿元，且三年现金流量 $\geq 1$ 亿元。

**标准四：**预计市值30亿元，营业收入 $\geq 3$ 亿元。

**标准五：**预计市值40亿元，已获得阶段性成果并获得知名投资。

首次公开发行股票并在创业板上市的，最近二年实际控制人没有发生变更

**标准一：**两年盈利且累积净利润 $\geq 5000$ 万元。

**标准二：**预计市值 $\geq 10$ 亿元，最近一年净利润为正且收入 $\geq 1$ 亿元。

**标准三：**预计市值 $\geq 50$ 亿元，且最近一年营业收入 $\geq 3$ 亿元。

**标准一：**预计市值不低于2亿元，最近两年利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%（原精选层10%），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%（原精选层10%）。

**标准二：**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。

**标准三：**预计市值不低于8亿元，最近两年营业收入平均不低于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%。

**标准四：**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。



# 3.1 全面注册制：处理政府与市场关系为核心，进行制度创新



	主板	科创板	创业板	北交所
重大资产重组	重组上市，标的资产应当符合以下条件；最近3年连续盈利，且最近3年净利润累计不低于1.5亿元，最近1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1亿元或者营业收入累计不低于10亿元。	重组上市，标的资产应符合以下条件： （一）最近两年净利润为正且累计不低于5000万元； （二）最近一年营业收入不低于3亿元，且最近3年经营活动产生的现金流净额累计不低于1亿元。	重组上市，标的资产条件： （一）最近一年营业收入不低于人民币5亿元，最近两年净利润为正且累计不低于5000万元； （二）最近一年营业收入不低于5亿元，且最近3年经营活动产生的现金流净额累计不低于1亿元。	重组上市，标的资产符合两项条件之一： 1) 最近两年利润均不低于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) 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。
减持制度	1) 发行人控股股东和实际控制人及其亲属应当披露所持股份36个月不得转让的锁定安排 2) 应披露锁定期安排，特别是尚未盈利情况下发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员股份的锁定期安排。	1) 高管团队锁定期延长至3年。3年后仍然没有盈利的，最多再锁定两年。 2) 控股股东承诺36个月不减持，核心技术人员股份锁定期由3年调整为1年。 3) 董事每人每年二级市场减持不超过总股数的1%，非公开转让不限制。大宗交易转让的，接收方禁售期12个月。 4) 战略投资者锁定期不少于1年。	1) 控股股东首发股份上市后锁定36个月 2) 设置限售期引导网下投资者审慎报价，发行人和主承销商可采用摇号限售或比例限售方式，对一定比例网下发行证券设置不少于6个月的限售期。	控股股东、实际控制人、10%以上股东所持有的公开发行前股份在上市后限售12个月。持股5%以上股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员计划通过北交所集中竞价减持股份，应当在首次卖出的15个交易日内预先披露减持计划；拟在三个月内通过北交所集中竞价交易减持股份的总数超过公司股份总数1%的，还应当在首次卖出的30个交易日内预先披露减持计划。

# 3.1 全面注册制：处理政府与市场关系为核心，进行制度创新

## 主板

## 科创板

## 创业板

## 北交所

信息披露

首次公开发行股票并在主板上市的，还应充分披露业务发展过程和模式成熟度，披露经营稳定性和行业地位。招股说明书引用经审计的财务报表在其最近一期截止日后六个月内有效，特殊情况下可以适当延长，但至多不超过三个月。

首次公开发行股票并在科创板上市的，还应充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等相关信息；首次公开发行股票并在科创板上市的，还应当披露募集资金重点投向科技创新领域的具体安排。招股说明书引用经审计的财务报表在其最近一期截止日后六个月内有效，特殊情况下可以适当延长，但至多不超过三个月。

首次公开发行股票并在创业板上市的，还应充分披露自身的创新、创造、创意特征，针对性披露科技创新、模式创新或者业态创新情况；首次公开发行股票并在创业板上市的，还应当披露募集资金对发行人业务创新、创造、创意性的支持作用。招股说明书引用经审计的财务报表在其最近一期截止日后六个月内有效，特殊情况下可以适当延长，但至多不超过三个月。

发行人应当于投资人需求为导向，结合所属行业的特点和发展趋势，充分披露自身的创新特征。上市公司应结合现有主营业务、生产经营规模、财务状况、技术条件、发展目标、前次发行募集资金适用情况等因素合理确定募资规模，充分披露本次募集资金的合理性和必要性。招股说明书引用经审计的财务报表在其最近一期截止日后六个月内有效，特殊情况下可以适当延长，但至多不超过三个月。

## 3.2 发行与上市：审核权转移，设置多元化上市条件

- 证券发行与上市作为准入制度，是资本市场的重要基础制度。各国资本市场的发行制度一般和市场结构、监管模式、发展阶段高度相关。注册制之后审核权力让渡市场利于具体压实各部门责任，便于提升上市公司审核的效率。中国注册制改革旨在放宽市场交易限制，提振市场流动性。
- **审核注册环节：**注册制是相对审核制而言，实行交易所审核、证监会注册两个环节的审核注册架构。注册制下，证监会对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关。证监会将转变职能，加强对交易所审核工作的统筹协调和监督。同时全面注册制的推行有助于审核效率的提升，但审核条件并不会放松。
- **发行上市环节：**设置多元上市条件，综合考虑预计市值、净利润、收入、现金流等因素，设置了“持续盈利”“预计市值+收入+现金流”“预计市值+收入”等多套多元包容的上市指标，进一步优化企业在主板发行上市门槛。发行端取消了现行主板发行条件中关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求。

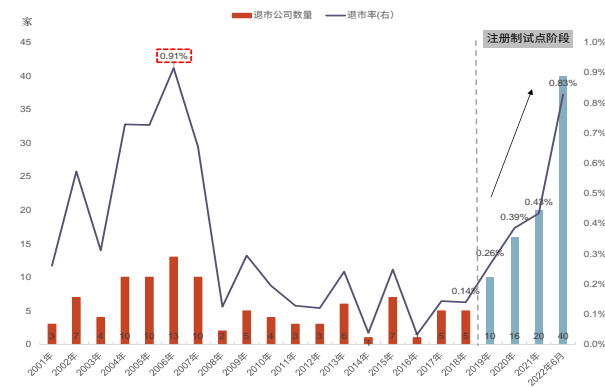
### 3.3 以信息披露监管为核心，加强上市公司监管

- 1. 资本市场可以改善公司治理结构，推动企业实施现代企业制度。**上市公司作为公众企业，受到证券监管部门的监管以及证券公司、会计师事务所、律师事务所等中介机构的持续督导，另外还会受到全社会的监督。资本市场不仅会增强股东意识、公司治理概念，而且通过强制性信息透明度原则约束上市公司成为受监督的行为法人。目前我国资本市场各项法律制度逐渐完善，对于企业和公司治理的约束机制正在发挥越来越大的作用。
- 2. 市场监管重点转变，信息披露为核心的监管制度成为规范资本市场的“压舱石”。**注册制下的监管机构不再对上市公司发行申请文件进行实质性的审核，转变为信息合规性和真实性的核对，这表明监管职能部分放权归位于市场，市场自主投资判断的灵活性大大增强。同时信息披露的质量深度改革成为衡量市场监管效率的重要参考依据，高质量的信息披露促进完全信息市场的建立，纠正市场信息不对称引发的市场主体投资判断失效和违规交易行为。
- 3. 监管框架的多中心构建有助于服务多层次市场结构，协同主体之间的资源优势规范市场投资行为。**注册制改革后上市公司数量扩容，单一的公司监督模式无法满足市场多元化主体建设的需要。监管部门针对不同层级的市场进行分类监管，在上市公司、机构、处罚以及科技四个维度上进行监管转型，同时协同监管中心进行创新监管。

# 3.4 退市制度更加完善，退市率预计上升至1%以上

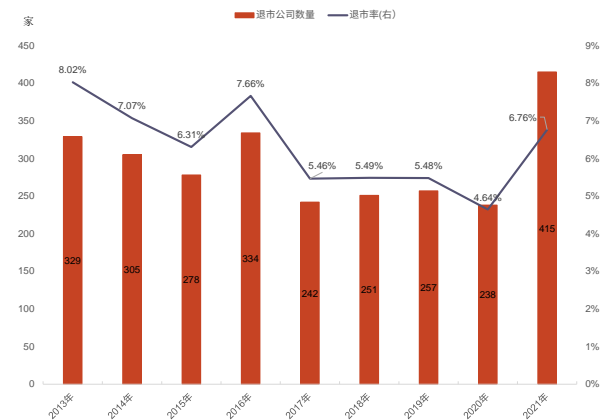
- 退市制度是注册制优胜劣汰市场业态的必要保障，加速市场出清的速度，畅通优质企业的融资通道。注册制下市场持续扩容，完善的退市制度可以维持市场优质企业的活性，降低失活企业对资本市场秩序的不良影响。
- 退市新规在标准、程序以及渠道方面进行优化，退市常态化建设成为必然。借鉴我国创业板、科创板注册制试点以及成熟资本市场的经验，严格的退市制度必须在全面性以及严格性方面进行建设。
- 美国退市率常年保持在4%以上，与之相比我国市场退市率保持在低位。2021年美国市场退市率为6.76%，我国市场退市率仅为0.43%。2019-2022年我国注册制试点改革市场效果显著，市场退市率增长明显，但是仍不足1%，与美国相比仍然处于低位。我们预计全面注册制落地后，上市公司退市节奏将会进一步加快。

图10：注册制试点后中国上市公司退市率上升明显



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图11：近年来美国上市公司退市率维持在4%以上



资料来源：wind，光大证券研究所整理

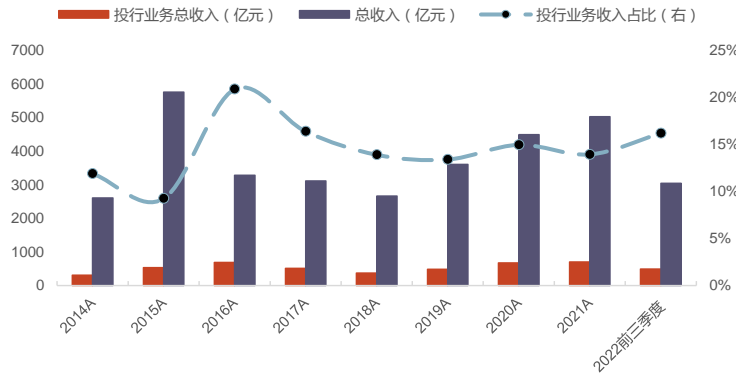
- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示



# 4.1 股票发行常态化，主板首发市盈率有望差异化

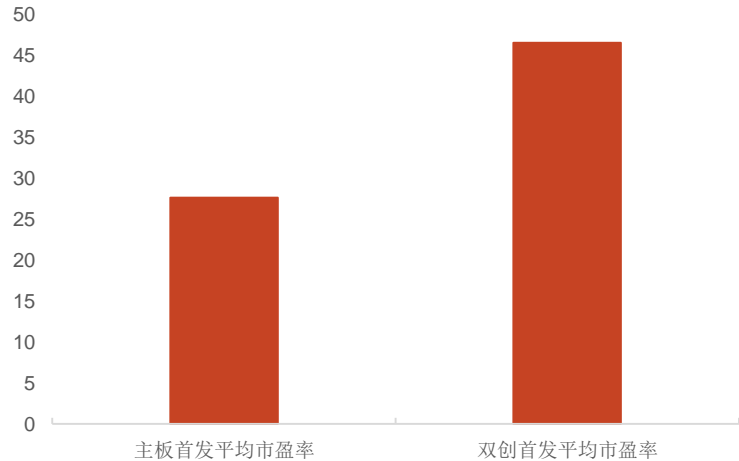
- IPO发行量保持高位，“堰塞湖”现象得以缓解。22年末我国A股上市公司数量突破5000家达到5067家，当年IPO发行量382家，发行量和发行金额在全球排名前列。展望23年及以后，我们预计IPO发行量保持在每年380家以上。
- 投行业务体现了较强的稳定性和发展韧性，头部券商更加收益。根据中国证券业协会数据，22年前3季度，全行业投行业务总收入492亿元，在营业总收入中占比约为16.18%。从上券商来看，投行业务向“头部”集中的趋势愈发明显。头部券商受益于投研定价、资金跟投和综合服务等优势，投行业务承揽和承销能力优势预计在注册制阶段将更加突出。
- 新股定价机制的灵活性扩大。IPO定价效率和高溢价限制随着注册制改革进程推进均显著提升。由于注册制下新股发行和定价更加市场化，我们预计全面注册制后主板首发市盈率差异性预计扩大。

图12：证券公司投行业务收入占比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图13：主板首发平均市盈率低于双创板块



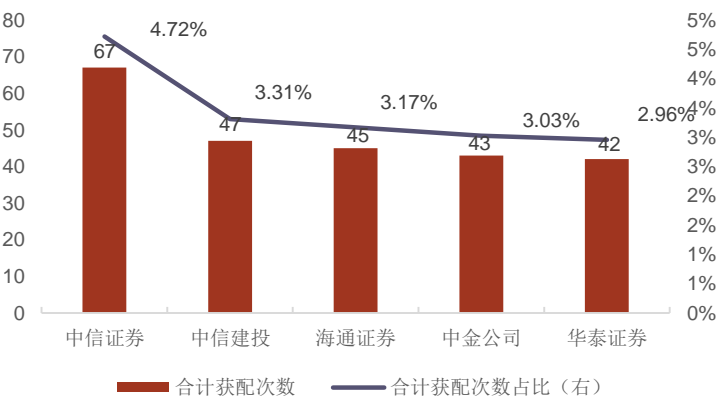
资料来源：wind，光大证券研究所，平均市盈率为该板块所有上市公司的算术平均市盈率。



## 4.2 头部券商跟投优势显著，投研能力是差异化竞争的核心优势

- 科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。
- 科创板实行保荐机构相关投资子公司跟投制度以来，券商在严格把关IPO质量、强化IPO和二级市场定价等方面被寄予厚望。“保荐+跟投”的制度设计也将券商利益由原来短期的保荐承销收益，转变为须同时兼顾上市后长达两年锁定期的跟投股权收益，新制度的推出令发行方、中介机构以及机构投资者之间的利益博弈变得更加复杂。
- 2019年科创板实施强制性券商跟投机制，打破原来保荐人“只荐不保”的行为，目的在于压实券商作为资本市场“看门人”的职责，以实际风险共担机制加强自律约束。同时，保荐跟投机制成为券商差异化竞争的潜在发力点。

图14：头部券商合计获配次数更多（19年-22年）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

## 4.3 退出渠道更加顺畅，利好PE/VC等创投公司

- 随着资本市场加速推进市场化改革，IPO上市公司的持续扩容，PE/VC机构投资的企业上市概率提高，2020年以来退出事件显著增多，IPO上市成为机构退出的主要途径。
- 从退出类型的结构来看，2020之后首次公开募股取代并购活动成为机构退出事件的最重要的渠道。
- 从PE/VC渗透率来看，2019-2022年逐年提高，截止2022年Q1，PE/VC渗透率提升至74%。全面注册制落地后，PE/VC类等创投公司、金融控股类公司的退出渠道将更加顺畅。
- 展望未来，预计IPO的提速也将缩短机构投资回报周期，有利于PE/VC等创投机构的进一步发展。

- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示

# 投资建议：受益于全面注册制改革，看好证券行业发展



➤ 从宏观经济的角度而言，全面注册制的落地有助于资本市场在经济高质量的转型中发挥更重要作用。从行业自身发展角度而言，全面注册制的落地意味着资本市场的重大变革，除了传统的投行业务能力，证券公司的做市交易、投资研究、资金跟投等综合服务能力重要性提升。在以全面注册制落地为主线的资本市场改革的时间节点，证券行业的重要性的发展空间将进一步提升。重点推荐逻辑：1) 长期来看受益于资本市场扩容带来的财富效应，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富，以及受益于基金子公司快速发展的广发证券，东方证券，建议关注兴业证券。2) 券商板块中综合实力突出、投行市场份额逐步提升的龙头券商，推荐中信证券，中金公司。3) 受益于投资标的退出渠道更加顺畅、业绩弹性更大的投资平台类、金控类公司。

表2：主要上市公司盈利预测及估值一览表

证券代码	证券公司	收盘价（元）	EPS（元，21A）	EPS(元，22E)	EPS(元，23E)	EPS(元，24E)	P/E（21A）	P/E（22E）	P/E（23E）	P/E（24E）
600030.SH	中信证券	21.36	1.79	1.71	1.96	2.27	11.93	12.49	10.90	9.41
601995.SH	中金公司	40.90	1.93	2.27	2.72	3.11	21.19	18.02	15.04	13.15
300059.SH	东方财富	22.58	0.83	0.69	0.87	1.05	27.20	32.72	25.95	21.50
601688.SH	东方证券	10.60	0.73	0.95	1.12	1.31	14.52	11.16	9.46	8.09
000776.SZ	广发证券	17.13	1.42	1.02	1.26	1.52	12.06	16.79	13.60	11.27

资料来源：wind,光大证券研究所预测，注：股价时间为2023年2月3日。

- 注册制的改革背景和意义
- 注册制的海外经验借鉴
- 全面注册制的改革亮点与制度创新
- 对资本市场和证券行业的影响展望
- 投资建议
- 风险提示

- **资本市场改革推进较预期滞后。**注册制等资本市场改革是项系统工程，需要不断地验证与实践，虽然改革整体利好券商发展，但改革进度和节奏可能低于预期。
- **金融市场的信用风险。**若发生部分行业、部分地区的信用风险，可能造成金融市场动荡，证券公司作为金融市场的重要参与者，风险暴露可能加剧。
- **二级市场大幅调整风险。**证券公司业绩与股市表现息息相关，若二级市场出现大幅调整，会影响证券公司股价表现。

# 衷心 感谢

---

光大证券研究所



非银金融研究团队

王思敏

📄 执业证书编号: S0930521040003

☎ 电话: 010-57378039

✉ wangsm@ebcn.com

王一峰

📄 执业证书编号: S0930519050002

☎ 电话: 010-57378038

✉ 邮件: wangyf@ebcn.com



## 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。

## 行业及公司评级体系

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。

## 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。