

证券Ⅱ行业深度报告

全面注册制：变革意义不亚于股权分置改革！

增持（维持）

2023 年 02 月 08 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

引言：著名经济学家吴晓求曾言，沪深交易所的创设、股权分置改革、注册制改革是中国资本市场过去 30 年形成的三座丰碑。随着全面注册制正式落地，我国资本市场正式步入了市场化的全新时代。

投资要点

■ **回溯动因，全面注册制为何尘埃落定？** 1) **意义重大：注册制改革是中国资本市场的重大里程碑。**在科创板、创业板、北交所相继试点注册之后，我国推行全面注册制的基本条件皆已具备，“最后一跃”正式到来。相对于审批制与核准制，注册制突出了市场在资源配置中的决定性作用，是我国在推动资本市场高质量发展过程中的必然选择。从变革意义上来看，注册制改革标志着中国资本市场真正市场化的时代来临，是中国资本市场继沪深交易所建立、股权分置改革后的又一座丰碑。2) **需求迫切：金融服务实体经济质效亟待提升，A 股市场改革仍需推动。**从宏观角度来看，我国直接融资占比有待提升（2022 年直接融资比重 35%，远落后于美国的 83%），金融服务实体经济能力仍需增强；并且，我国科创企业市值占比相较于发达经济体依然处于低位，科创产业的发展需要佐以上市发行制度方面的改革。从市场角度来看，A 股常态化退市机制仍未形成，2022 年退市率仅为 0.99%，远低于美国同期水平（8.62%），“新陈代谢”仍需提速。3) **经验充足：注册制试点成效显著，全面落地条件具备。**从科创板试点经验来看，实行注册制之后，科创板规模扩展迅速，高效满足了硬科技企业的融资需求，且上市公司质量远超市场整体（2022Q~3 科创板企业整体净利润增速 30.11%，远高于全体 A 股的 6.77%）。从创业板试点经验来看，实行注册制之后，创业板 IPO 排队时长由平均 15 个月降至 5.7 个月，企业上市融资效率显著提升。同时，创业板试点注册制推动 IPO 热度激增，试点当年板块 IPO 募资额同比+202%，直接融资功能得到了充分发挥。

■ **展望未来，全面注册制将对资本市场主体产生深远影响。** 1) **实体企业：非上市公司融资便利性提升，上市公司走势分化。**对于非上市公司而言，注册制将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，企业上市发行条件将大幅优化。对于上市公司而言，全面注册制将促进市场优胜劣汰，个股走势趋于两极分化，龙头优质公司和尾部公司的估值、市值差距将进一步拉大。2) **中介机构：以创业板为鉴，券商投行及财富链有望重构。**参考创业板经验，预计全面注册制落地后，券商投行业务行业集中度将进一步提升，券商财富管理业务表现则直接受益于市场扩容及交易情绪提振。2023E-2025E，全面注册制预计将为券商行业贡献投行业务增量收入 75/150/191 亿元，贡献经纪业务增量收入 7/11/5 亿元。3) **金融 IT：改革催生新需求，变化带动高增长。**全面注册制下券商金融 IT 新需求叠加权益市场回暖预期将带动金融 IT 企业实现业绩增量。同时，以史为鉴，2013-2015 年、2020-2021 年期间内，资本市场改革均伴随着金融 IT 行业收入的加速提升。4) **投资者：一级市场退出通道拓宽，二级市场机构化进程加速。**对于一级市场投资者而言，退出通道将被打通，投资周转率将提升，业绩确定性将走高。对于二级市场投资者而言，市场对于投资者的选股能力将提出更高的要求，“打新躺盈”将成为过去式，A 股市场机构投资者占比有望进一步提高。

■ **投资建议：看好创投、券商、金融科技方向。** 1) **创投机构直接受益。**注册制为“募投管退”疏通最后一环，提升创投机构资金周转率，为业绩打开增量空间，建议关注聚焦专精特新行业的【四川双马】。2) **券商投行业务链将迎来利好。**注册制为市场募集规模以及券商投行业务收入提供增量资金，建议关注投行业务突出的【国金证券】。3) **券商财富管理将受益。**注册制为市场带来新的活力，交投活跃度有望提升，首推最具成长性的零售券商龙头【东方财富】，市场回暖预期下建议关注具有财富管理特色的公司【广发证券】、【东方证券】、【长城证券】、【兴业证券】。4) **注册制为金融 IT 贡献业绩增量。**注册制推动金融 IT 基础设施迎来新一轮更新换代，首推金融 IT 行业龙头【恒生电子】，建议关注【财富趋势】、【同花顺】、【指南针】。

■ **风险提示：** 1) 注册制改革进展不及预期；2) 疫后经济复苏不及预期；3) 二级市场大幅调整。

行业走势



相关研究

《行业点评：全面注册制加速，看好创投、券商、金融科技！》

2023-02-01

《券商盈利影响较小，政策影响意义显著》

2022-11-20

内容目录

1. 回溯动因，全面注册制为何尘埃落定？	4
1.1. 意义重大：注册制改革是中国资本市场的重大里程碑	4
1.2. 需求迫切：金融服务实体经济质效亟待提升，A股市场化改革仍需推动	7
1.3. 经验充足：注册制试点成效显著，全面落地条件具备	9
2. 展望未来，全面注册制将对资本市场主体产生深远影响	10
2.1. 实体企业：非上市公司融资便利性提升，上市公司走势分化	10
2.2. 中介机构：以创业板为鉴，券商投行及财富链有望重构	11
2.3. 金融 IT 服务商：改革催生新需求，变化带动高增长	14
2.4. 投资者：一级市场退出通道拓宽，二级市场机构化进程加速	15
3. 投资建议：看好创投、券商、金融科技方向	17
3.1. 创投：变现能力提升，业绩增长空间打开	17
3.2. 券商：头部强者恒强，投行及财富管理特色蕴含发展确定性	18
3.3. 金融科技：受益于券商 IT 需求扩张	19
4. 风险提示	19

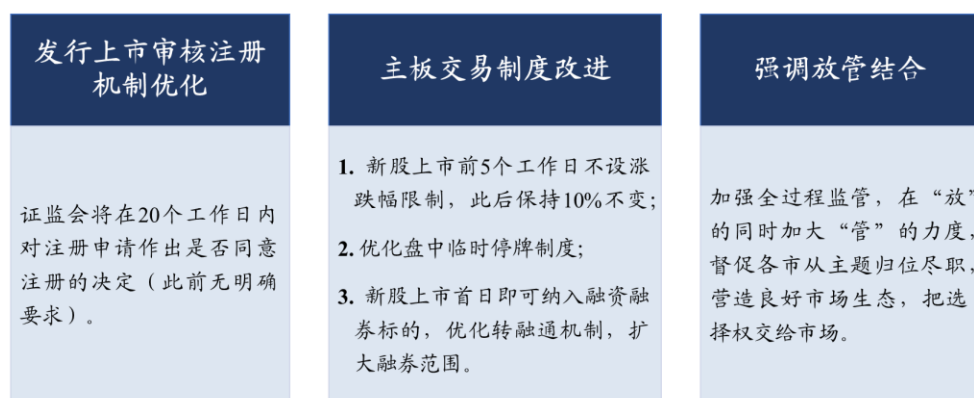
图表目录

图 1: 全面注册制改革要点	4
图 2: 我国注册制改革发展历程	5
图 3: 中国资本市场变革过程中的三座丰碑	6
图 4: 中国直接融资比重相比美国仍较小	7
图 5: A 股行业市值比较	8
图 6: 美股行业市值比较	8
图 7: 中国上市公司退市数量和退市率相比美国仍处于低位	8
图 8: 2019 年开板以来, 科创板规模发展迅速	9
图 9: 科创板上市公司整体业绩保持高速增长	9
图 10: 创业板实行注册制后平均上市时长缩短	10
图 11: 创业板实行注册之后 IPO 募资额显著提升	10
图 12: 全面注册制下企业上市条件更加多元包容	10
图 13: 创业板注册制落地后, 头尾估值差距先缩小后扩大	11
图 14: 创业板注册制下大量行业市值 CR5 出现提升	11
图 15: 创业板注册制下全市场 IPO 承销额 CR5 提升	12
图 16: 国联证券、国金证券近年投行业务表现领先于行业	12
图 17: 2023E-2025E, 预计券商投行业务实现增量收入 75/150/191 亿元	12
图 18: 试点注册制后, 创业板成交额中枢大幅上升	13
图 19: 创业板试点注册制后, A 股流通市值中枢明显抬高	13
图 20: 2023E-2025E, 预计券商经纪业务实现增量收入 7/11/5 亿元	13
图 21: 2017-2021 年, 证券行业 IT 投入逐年增加	14
图 22: 金融 IT 行业收入增速与资本市场改革高度相关	15
图 23: 我国创投机构新募集金额已至低点	16
图 24: 2017-2022 年我国 VCPE 的 IPO 渗透率走势	16
图 25: 随着注册制改革持续深化, 全市场破发率不断提高	16
图 26: 我国机构投资者占比仍有较大的提升空间	17
图 27: 四川双马历史估值水平 (市盈率)	18
图 28: 东方财富历史估值水平 (市盈率)	18
图 29: 国金证券、广发证券、东方证券、长城证券、兴业证券历史估值水平 (市净率)	18
图 30: 恒生电子、财富趋势、同花顺、指南针历史估值水平 (市盈率)	19

表 1: 注册制相比审批制和核准制更为市场化	5
------------------------------	---

2023 年 2 月 1 日，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，全面注册制改革正式启动。本次改革优化了发行上市审核注册机制，改进了主板交易制度，同时强调放管结合，并未放松上市质量要求。长远来看，全面注册制将推动我国资本市场迎来深刻变革，对于促进我国资本市场高质量发展具有重大战略意义。

图 1：全面注册制改革要点



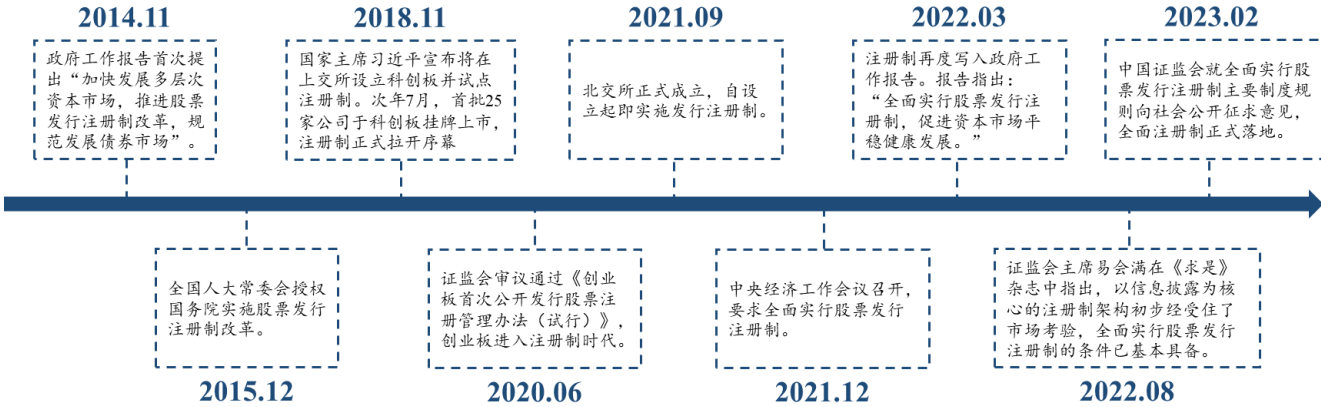
数据来源：证监会，东吴证券研究所

1. 回溯动因，全面注册制为何尘埃落定？

1.1. 意义重大：注册制改革是中国资本市场的重大里程碑

注册制改革多历年所，最终全面落地。注册制改革于 2014 年首次写入政府工作报告，并在 2015 年快速推进，后因股市异常波动而暂缓。2018 年后，注册制改革逐步重启并逐渐深化，科创板、创业板、北交所先后试点注册制。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，全面注册制正式落地，标志着多层次资本市场进一步完善。

图 2：我国注册制改革发展历程



数据来源：证监会，东吴证券研究所

推行全面注册制是我国资本市场走向市场化的必经之路。从审批制到核准制再到注册制，我国上市发行制度的变化过程彰显了我国资本市场包容性不断提升、市场化程度不断提升的趋势。与审批制及核准制相比，注册制不仅涉及审核主体的变化，更重要的是充分贯彻了以信息披露为核心的理念，突出了市场在资源配置中的决定性作用，使得发行上市全过程更加规范、透明、可预期。伴随着我国资本市场进入高质量发展阶段，我国全面推行注册制、在股票发行制度上对标成熟市场已是必须之举。

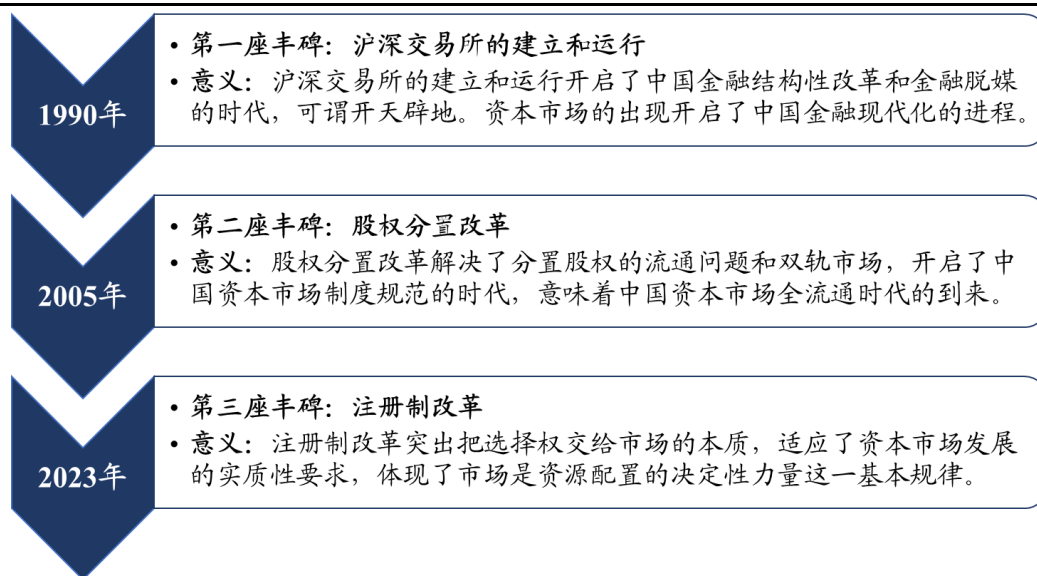
表 1：注册制相比审批制和核准制更为市场化

	审批制	核准制	注册制
发行额度	有	无	无
主要推荐人	政府	中介机构	中介机构
主导力量	政府主导	政府主导	市场主导
审核方式	中国证监会实质审核	中介机构和中国证监会分担实质审核	中介机构实质审核，中国证监会形式审核
上市标准	政府完全计划发行	财务指标为主	财务指标、市场指标和非量化指标兼顾
退市机制	退市较难	退市较难	退市较易
投资者门槛	低	较低	高

数据来源：证监会，东吴证券研究所

注册制改革是中国资本市场继沪深交易所建立、股权分置改革后的又一座丰碑。在跨越三座丰碑的过程中，中国资本市场的发展意义逐渐明晰，发展方式逐渐明确。1) 沪深交易所设立标志着中国资本市场正式诞生。资本市场出现前，企业融资活动主要通过商业银行来完成，而商业银行功能单一、厌恶风险的缺陷导致大量企业在经营出现起伏时面临融资难的压力。为解决上述问题，沪深两大交易所于上世纪 90 年代起开始营业，同时在另一个角度上也满足了居民随收入水平不断提升而产生的投资需求，对于推动中国金融现代化进程起到了重要作用。2) 股权分置改革标志着中国资本市场制度规范的时代来临。在股权分置时代，资本市场被狭隘定位为融资的市场，非流通股东的主要诉求在于通过高溢价发行增厚净资产价值，而非通过利润增长提升资产价格，这与流通股股东的利益诉求背道而驰，也大大限制了经济增长的活力。出于以上考虑，股权分置改革于 2005 年正式启动，在规范市场的同时，也为上市公司提升竞争力提供了良好的激励机制。3) 注册制改革标志着中国资本市场真正市场化的时代来临。股权分置改革后，资本市场发展虽然进入良性发展轨道，但是增长仍然有限，究其原因资本市场的发行标准、指引、理念仍不够完善。因此，以 2019 年科创板开板为起点，注册制改革正式实行，从试点结果来看良好适应了资本市场发展的实质性要求。随着全面注册制落地，我国资本市场功能与定位有望进一步回归本源。

图 3：中国资本市场变革过程中的三座丰碑

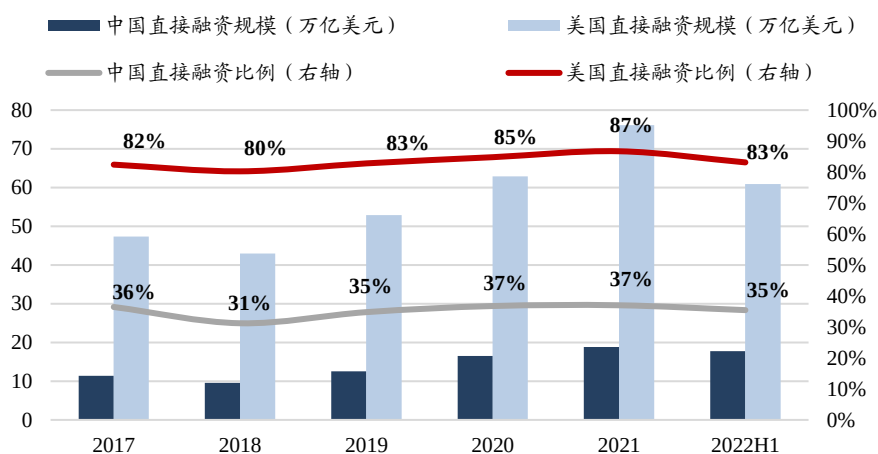


数据来源：《中国资本市场三十年：探索与变革》，东吴证券研究所

1.2. 需求迫切：金融服务实体经济质效亟待提升，A股市场化改革仍需推动

从宏观角度来看，我国直接融资占比有待提升，金融业服务能力与实体经济需求相比仍有差距。直接融资和间接融资比例能够反映一国金融体系配置效率与实体经济是否匹配，提高直接融资比重有助于降低企业融资成本以及稳定杠杆率总体水平。但是从当前阶段来看，我国直接融资比例相较于成熟资本市场依然处于落后地位，难以满足企业发展所需。根据国际结算银行数据，2022H1 我国直接融资规模 17.78 万亿美元，直接融资占比 35.44%，规模及占比均大幅落后于西方发达国家（2022H1 美国直接融资规模 60.90 万亿美元，直接融资占比 83.12%）。因此，为提升我国企业融资效率，避免企业融资结构向单一渠道倾斜，我国推行全面注册制势在必行。

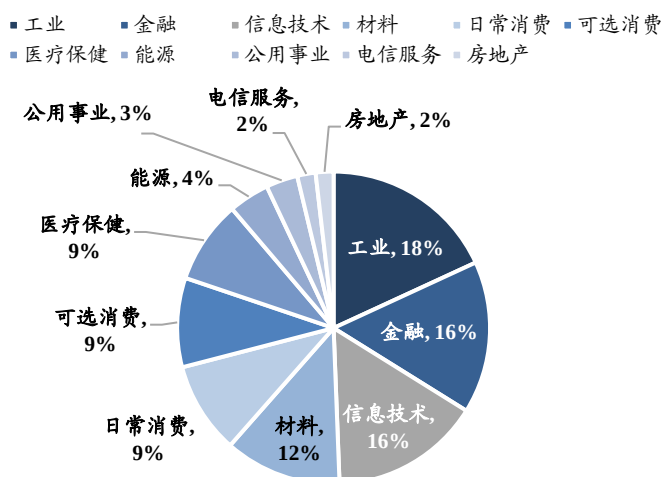
图 4：中国直接融资比重相比美国仍较小



数据来源：BIS，东吴证券研究所

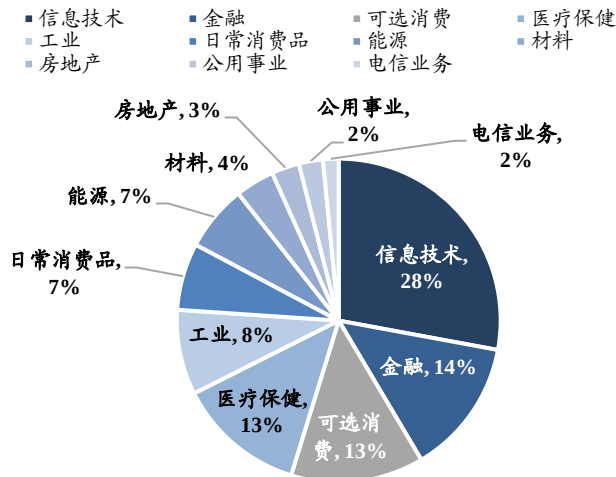
我国科创企业融资环境持续优化，但是市值占比仍有待提升。当前阶段，我国发展战略着重强调以科技创新催生新发展动能，以“硬科技”产业为核心的新一轮产业改革正在蓬勃开展。然而，目前我国科创企业市值占比仍处于相对低位，上市渠道尚未被完全打通。截至 2023 年 2 月 3 日，我国信息技术企业总市值占比为 15.52%，医疗保健企业总市值占比 8.58%，远低于美国同期水平（27.91%/12.82%）。因此，我国在推进科创战略的同时，仍需辅以上市发行制度的优化，从而进一步为新兴产业中的优质企业上市融资提供便利。

图 5: A 股行业市值比较



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

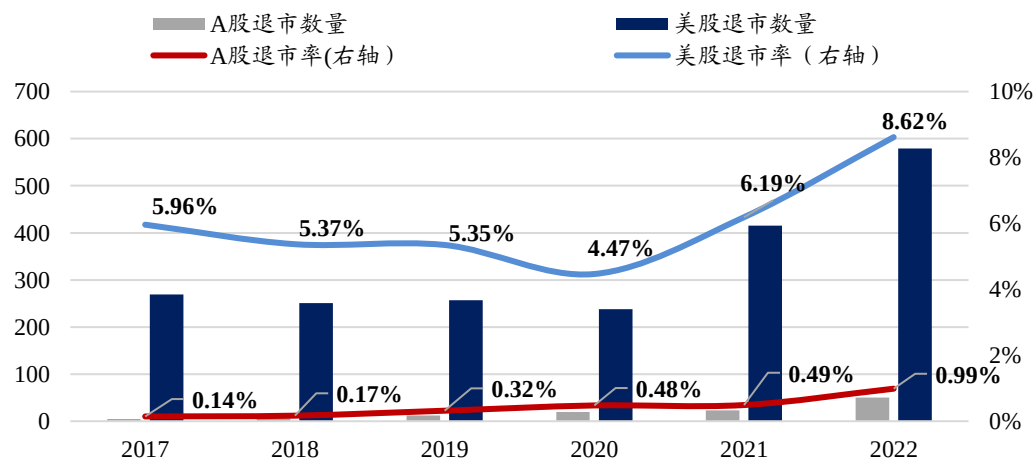
图 6: 美股行业市值比较



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从市场角度来看, A 股常态化退市机制仍未形成, “新陈代谢” 仍需提速。上市公司退市在发达资本市场已是常态, 但是 A 股由于退市标准单一、中小投资者权益保护机制不完善等原因, 退市率长期低于 1%。随着 2020 年底退市新规发布, A 股近两年退市数量激增, 但是整体退市率仍然低于全球主要市场。2022 年 A 股上市公司退市数量合计 50 家, 退市率为 0.99%, 与美股发达市场相比差距较大 (2022 年美股退市公司数量 579 家, 退市率 8.62%)。与美股相比, A 股退市标准操作性有待提升, 退市渠道仍然相对单一。因此, 为加快我国低质量上市公司的常态化退出, 促进上市公司市场化发展, 注册制改革需要持续深入推进。

图 7: 中国上市公司退市数量和退市率相比美国仍处于低位

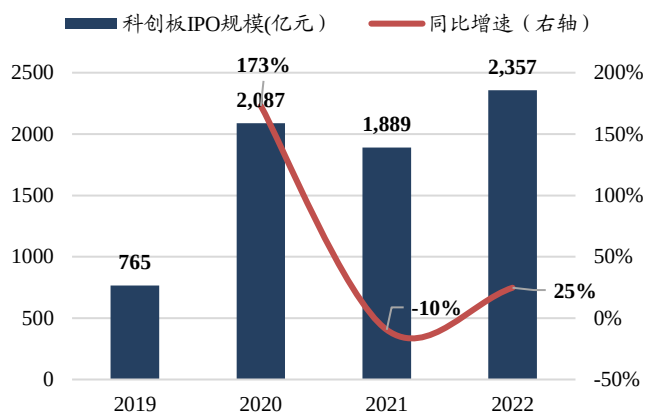


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 经验充足：注册制试点成效显著，全面落地条件具备

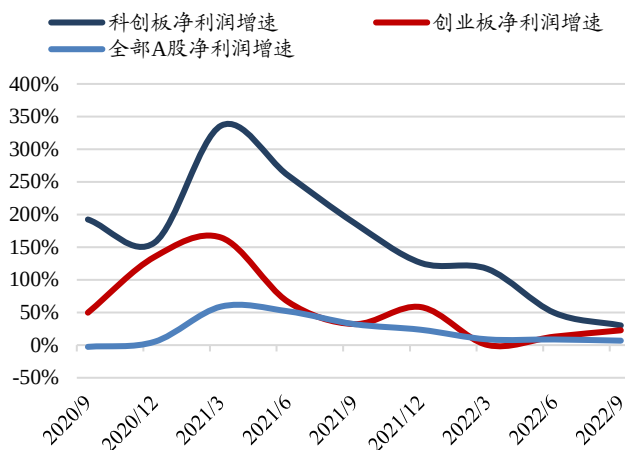
科创板“试验田”作用充分彰显，为硬科技企业提供发展沃土。为支持硬科技企业获取发展壮大所需资金，我国于 2018 年设立科创板并试点注册制，并在后续数年中取得了突出成效。1) 科创板高效满足硬科技企业融资需求，规模发展迅速。科创板诞生之始便伴随着注册制和硬科技的标签，目前已经成为硬科技企业上市的首选地。截至 2023 年 2 月 3 日，科创板共有上市公司 504 家，IPO 募资总额 7625 亿元，分别占同期 A 股上市新公司数量的 30.43% 和 IPO 募资额的 38.92%。2) 科创板上市公司质量显著优于其他板块。作为首个推行注册制的市场板块，科创板率先建立了优胜劣汰的市场筛选机制，使得大量的优质企业脱颖而出。2022Q1~3，科创板企业整体归母净利润增速达到 30.11%，领先于创业板（22.67%）及全部 A 股（6.77%）。

图 8：2019 年开板以来，科创板规模发展迅速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：科创板上市公司整体业绩保持高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

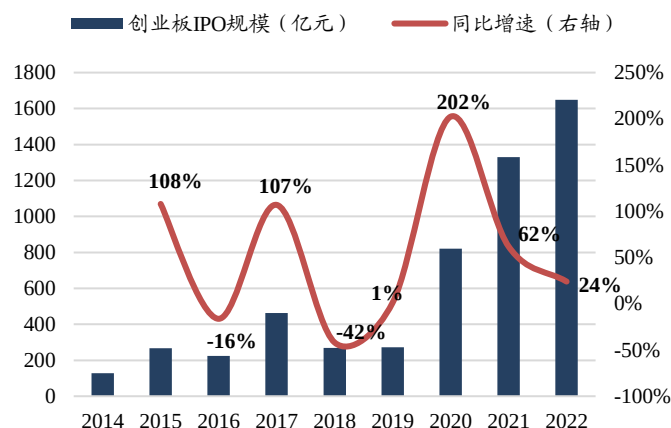
创业板注册制存量改革平稳落地，企业上市发行效率明显改善，IPO 数量大幅提升。2020 年 6 月，证监会审议通过《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，创业板进入注册制时代。同年 8 月 24 日，创业板注册制首批企业正式上市。在注册制带动下，创业板包容性进一步增强，直接融资功能得到了充分发挥。1) 创业板试点注册制后，企业上市时间大幅缩短。实行注册制之后，创业板 IPO 排队（受理至上会）时长由平均 15 个月降至 5.7 个月，上市总时长（受理至上市）由平均 17.7 个月降至 11.4 个月，企业融资效率大幅提升。2) 创业板试点注册制推动 IPO 热度激增。试点注册制后，创业板 2020 年 IPO 募资规模同比大幅增长 202% 至 821.38 亿元，2020-2022 年 IPO 募资额中枢出现大幅上移，有力地支持了实体经济发展。

图 10: 创业板实行注册制后平均上市时长缩短

	受理至上会 时长(月)	过会至上市 时长(月)	全部上市时 长(月)
2017	15.3	1.9	17.2
2018	10.6	3.1	13.7
2019	18.2	2.6	20.7
2020	6.2	3.5	9.7
2021	5.8	6.5	12.2
2022H1	9.4	6.9	16.3
实行注册制前	15	2.7	17.7
实行注册制后	5.7	5.8	11.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 创业板实行注册之后 IPO 募资额显著提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 展望未来, 全面注册制将对资本市场主体产生深远影响

2.1. 实体企业: 非上市公司融资便利性提升, 上市公司走势分化

对于非上市公司而言, 企业上市发行条件更加多元包容。全面注册制仅保留了企业公开发行股票必要的资格条件、合规条件, 将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, 企业上市发行条件更为宽松多元。从主板上市条件变化来看, 全面注册制放宽了企业上市的财务标准, 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, 为更多处于发展初期的企业打开了上市的大门。

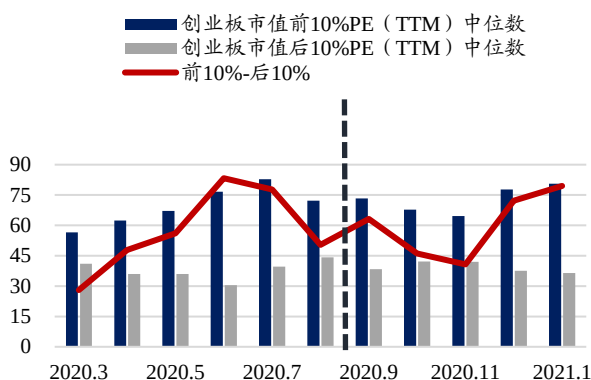
图 12: 全面注册制下企业上市条件更加多元包容

原主板	全面注册制下的主板
发行人应当符合下列条件: (一) 最近三年净利润均为正数且累计超过3000万元; (二) 最近三年营业收入累计超过3亿元, 或最近三年经营现金流量净额累计超过5000万元; (三) 发行前股本总额不少于3000万元; (四) 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%; (五) 最近一期末不存在未弥补亏损。	发行人应至少符合下列标准中的一项: (一) 净利润+现金流或营业收入: 最近三年净利润均为正, 且最近三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, 最近三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; (二) 市值+净利润+营业收入+现金流: 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, 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元; (三) 市值+净利润+营业收入: 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。

数据来源: 深交所, 东吴证券研究所

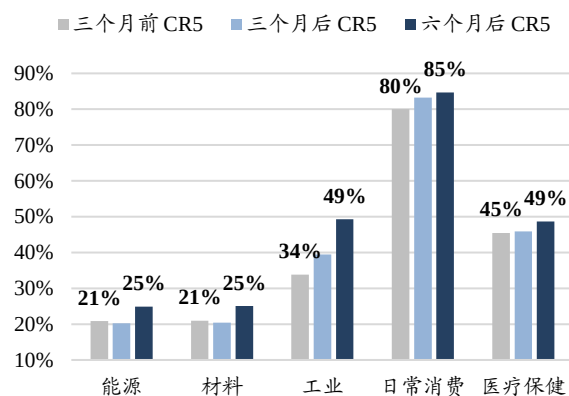
对于上市公司而言，全面注册制将推动市场形成优胜劣汰机制，个股走势将出现两极分化。1) 定价机制更加市场化，头尾估值差距有望拉大。创业板注册制落地后，短期内市场对于小市值股票的炒作导致创业板头部和尾部公司估值差距缩小，但是在市场回归理性后，创业板市值前10%和后10%公司PE(TTM)中位数之差由22.62扩大至44.13。借鉴创业板经验，我们预计全面注册制落地之后，龙头优质公司有望获得更高的估值溢价，头部和尾部公司的估值差距将持续走阔。2) 全面注册制的推行将增强资金聚集效应，市值有望进一步向龙头集中。从创业板注册制试点情况来看，在注册制落地六个月后，大部分行业市值的CR5较之注册制落地三个月前均出现了5pct-15pct的增幅。参考创业板经验，我们认为在全面注册制下，公司市值与其基本面表现之间的联系将更加紧密，资金将持续向龙头公司及优质标的倾斜，而成交额较低的小市值公司将被加速出清。

图 13: 创业板注册制落地后，头尾估值差距先缩小后扩大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14: 创业板注册制下大量行业市值 CR5 出现提升



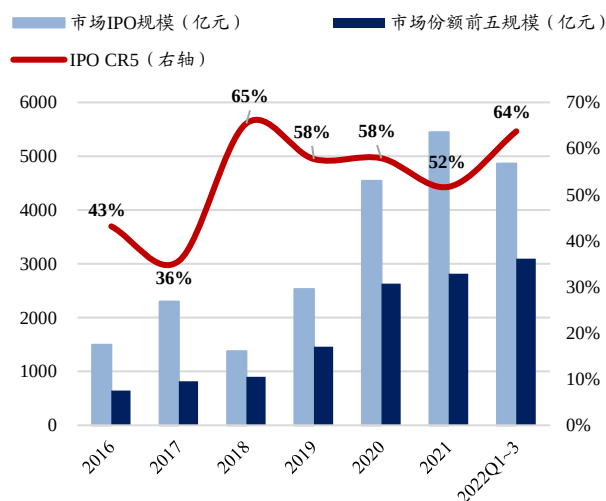
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 中介机构：以创业板为鉴，券商投行及财富链有望重构

全面注册制将推动投行业务行业集中度进一步提升，中小券商需寻求差异化优势。

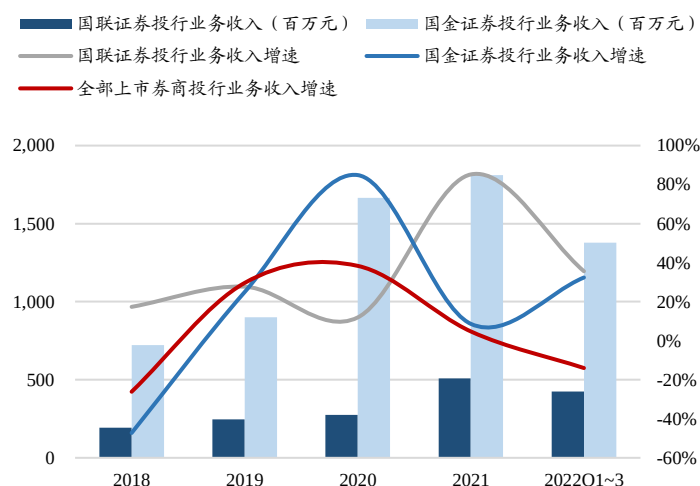
1) 参考创业板经验，券商投行业务集中度将维持增势。创业板试点注册之后，龙头券商由于丰富的项目储备和高壁垒的品牌优势，增长速率领先同业。2020~2022Q3 我国 IPO 承销额 CR5 由 58%增长至 64%，预计全面注册制落地后，券商投行业务市场份额将加速向头部券商集中。2) 中小券商仍有发展空间，当前亟待发掘投行业务差异化竞争优势。当前部分中小券商投行业务收入高速增长（2022Q1~3，国金证券+32.4%，国联证券+35.6%，上市券商平均-14.0%），表明在头部效应之下中小券商投行业务仍有突围机遇。全面注册制背景下，中小券商应立足属地优势，强化本地项目承揽，同时抢抓北交所机遇，走出一条具有特色的投行业务发展道路。

图 15: 创业板注册制下全市场 IPO 承销额 CR5 提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16: 国联证券、国金证券近年投行业务表现领先于行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全面注册制下，券商投行业务 2023E-2025E 预计实现增量收入 75/150/191 亿元。

参考创业板经验，实行注册制前，2014-2019 年创业板年均 IPO 规模为 314 亿元；正式试点注册制后，2020/2021/2022 年创业板 IPO 规模分别为 893/1475/1796 亿元，较 2014-2019 年平均值的增量规模分别为 579/1161/1483 亿元，占 2014-2019 年创业板平均 IPO 规模的比重分别为 185%/370%/472%。假设主板 IPO 规模将按照和创业板相似的路径持续增长，预计 2023E-2025E 主板增量 IPO 规模将达到 2492/4998/6380 亿元。假设注册制下投行业务竞争加剧，承销保荐费率下滑至 3%，预计 2023E-2025E 券商投行业务的增量收入分别为 75/150/191 亿元。

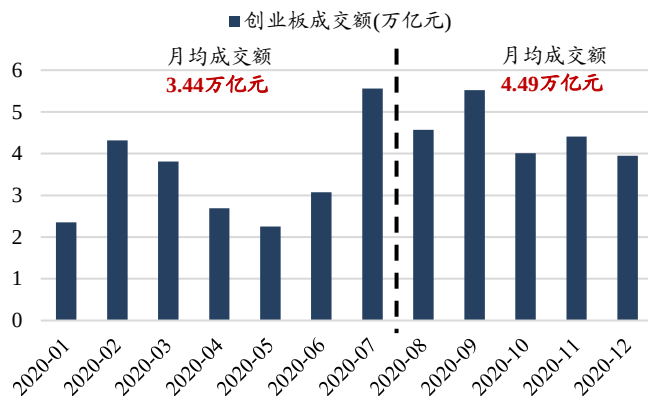
图 17: 2023E-2025E，预计券商投行业务实现增量收入 75/150/191 亿元

投行 业务	创业板历史经验	2020	2021	2022
	创业板增量 IPO 规模	579	1161	1483
	创业板增量 IPO 规模/2014-2019 年创业板平均 IPO 规模	185%	370%	472%
	创业板承销保荐费率	5.8%	7.3%	6.4%
	增量收入	29	84	92
	主板预测	2023E	2024E	2025E
	主板增量 IPO 规模预测	2492	4998	6380
	主板增量 IPO 规模/2014-2022 年主板平均 IPO 规模	185%	370%	472%
	主板承销保荐费率	3%	3%	3%
	增量收入预测	75	150	191

数据来源：Wind，中证协，东吴证券研究所

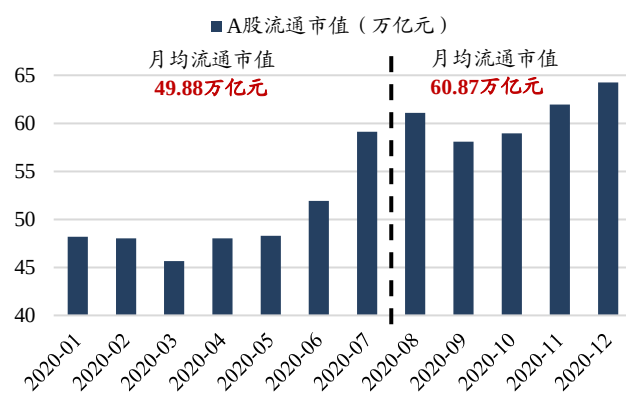
新股数量提升有望推升市场流通市值及成交额，带动券商财富管理业务营收增加。参考创业板试点经验，注册制落地后市场规模快速扩张，交易情绪得到了有效提振。2020年8月创业板注册制首批企业上市后，创业板月均成交额由前7个月的3.44万亿元提升之后5个月的4.49万亿元（+30.67%），A股月均流通市值由前7个月的49.88万亿元提升至后5个月的60.87万亿元（+22.01%）。预计全面注册制落地后，A股成交额将持续放量，券商财富管理业务面临较大的确定性增长。

图 18: 试点注册制后，创业板成交额中枢大幅上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 创业板试点注册制后，A 股流通市值中枢明显抬高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

全面注册制下，券商经纪业务 2023E-2025E 预计实现增量收入 7/11/5 亿元。参考创业板经验，实行注册制前，2014-2019 年创业板新股每年贡献的流通市值平均为 1082 亿元；正式试点注册制后，2020-2022 年新股贡献的流通市值分别为 2164/2747/1799 亿元，较之 2014-2019 年平均值的增量分别为 1082/1665/716 亿元，增量占 2014-2019 年平均值的比重分别为 100%/154%/66%。假设换手率和经纪业务佣金率不发生大幅波动，且主板流通市值将按照和创业板相似的路径持续增长，预计 2023E-2025E 主板增量流通市值将达到 2735/4208/1811 亿元，贡献增量经纪业务收入分别为 7/11/5 亿元。

图 20: 2023E-2025E，预计券商经纪业务实现增量收入 7/11/5 亿元

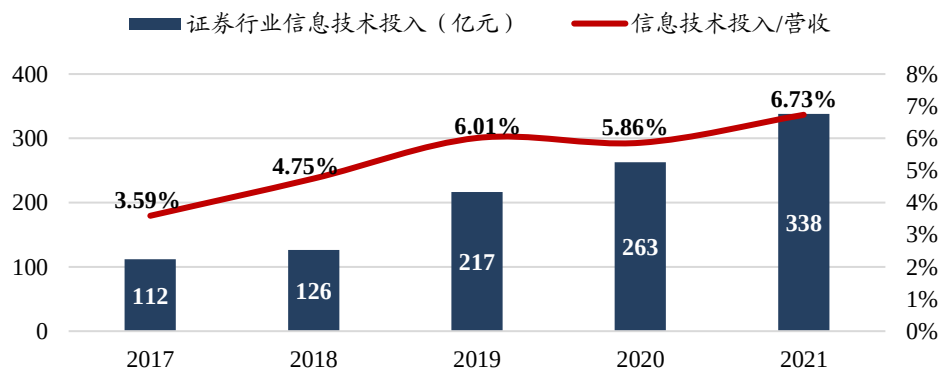
经纪业务	创业板历史经验	2020	2021	2022
	创业板新股增量流通市值	1082	1665	716
	创业板新股增量流通市值/2014-2019 年创业板新股平均流通市值	100%	154%	66%
	主板预测	2023E	2024E	2025E
	主板新股增量流通市值预测	2735	4208	1811
	主板新股增量流通市值/2014-2022 年主板新股平均流通市值	100%	154%	66%
	主板新股增量流通市值/2014-2022 年全部 A 股平均流通市值	0.59%	0.91%	0.39%
	增量收入预测	7	11	5

数据来源: Wind, 中证协, 东吴证券研究所

2.3. 金融 IT 服务商：改革催生新需求，变化带动高增长

受益于券商金融 IT 新需求与权益市场回暖预期，金融 IT 增长空间不断开拓。1) **全面注册制将直接催生金融 IT 新需求。**2017 年，随着信息投入指标被纳入券商经营业绩考评体系，证券行业 IT 建设需求与日俱增，成为了金融 IT 行业增长的重要推动力。全面注册制落地后，券商投行业务逻辑与业务范围将发生巨大变化，相关 IT 基础设施及信息系统将迎来新一轮更新换代的需求，届时金融 IT 行业发展有望再上台阶。2) **权益市场景气度回升将推动金融 IT 新发展。**全面注册制下，权益市场情绪将获得进一步提振，券商投行业务范围有望进一步扩展，而业绩与资本市场活跃度、券商展业情况高度相关的金融 IT 公司将充分受益。

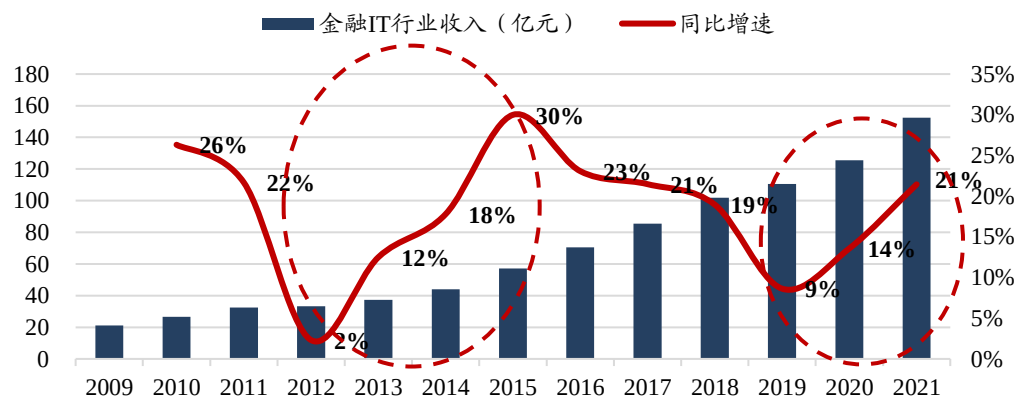
图 21：2017-2021 年，证券行业 IT 投入逐年增加



数据来源：中证协，东吴证券研究所

参考过往经验，资本市场政策变化往往伴随着金融 IT 行业收入的高速增长。1) 2013-2015 年期间内，新股发行体制改革不断深化，注册制改革首次写入政府工作报告。在政策变化以及市场行情高涨的多重利好下，金融 IT 需求大幅提升，2013-2015 年金融 IT 行业收入增速分别为 12%/18%/30%，增速下滑趋势被成功扭转。2) 2019-2021 年期间内，科创板正式开板，北交所成立。受益于市场扩容及交易规则变化，金融 IT 行业成功抵御疫情负面影响，收入增长重回加速通道，2020-2021 年金融 IT 行业收入增速分别为 14%/21%。

图 22：金融 IT 行业收入增速与资本市场改革高度相关



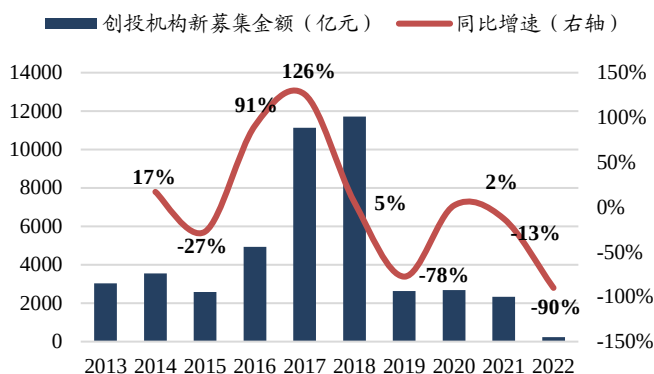
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：行业收入由金证股份、赢时胜、恒生电子、顶点软件、长亮科技收入加总而来。

2.4. 投资者：一级市场退出通道拓宽，二级市场机构化进程加速

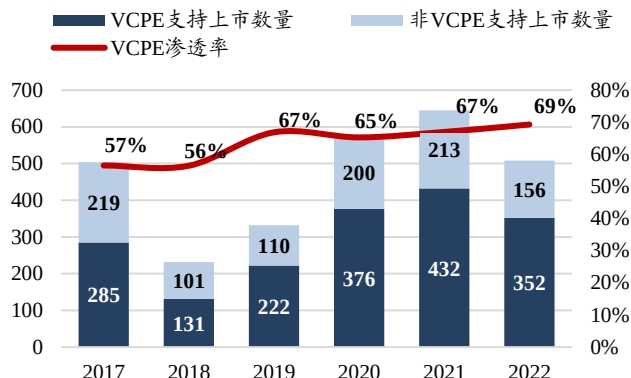
对于一级市场投资者而言，全面注册制将进一步打通 IPO 退出通道，从而提升投资周转率。1) 当前我国创投行业已至低谷，未来行业景气度有望加速回升。2018 年后，资管新规、新冠疫情等外部因素对于创投行业发展产生了较大的负面影响。2018-2022 年，我国创投机构新募集金额由 1.17 万亿元大幅下滑至 231.8 亿元，CAGR 为 -62.49%，行业扩张速度已跌至谷底。当前阶段，伴随着疫后经济复苏以及资本市场改革的不断深化，创投行业的外部环境已获大幅改善，未来有望迎来全新的发展机遇。2) 全面注册制下，创投机构 IPO 退出率有望持续提升。2018-2020 年，受益于双创板注册制试点，A 股市场快速扩容，创投机构 IPO 退出活跃度随之跃升，VCPE 支持的上市数量由 131 上升至 376，IPO 渗透率由 56% 提升至 65%。未来随着全面注册制落地，一级投资市场环境将进一步改善，创投机构有望复制 2018-2020 年的发展路径，进一步打通 IPO 退出通道，在提升自身资金回笼效率的同时为资本市场输送更多优质企业。

图 23: 我国创投机构新募集金额已至低点



数据来源：中基协，东吴证券研究所

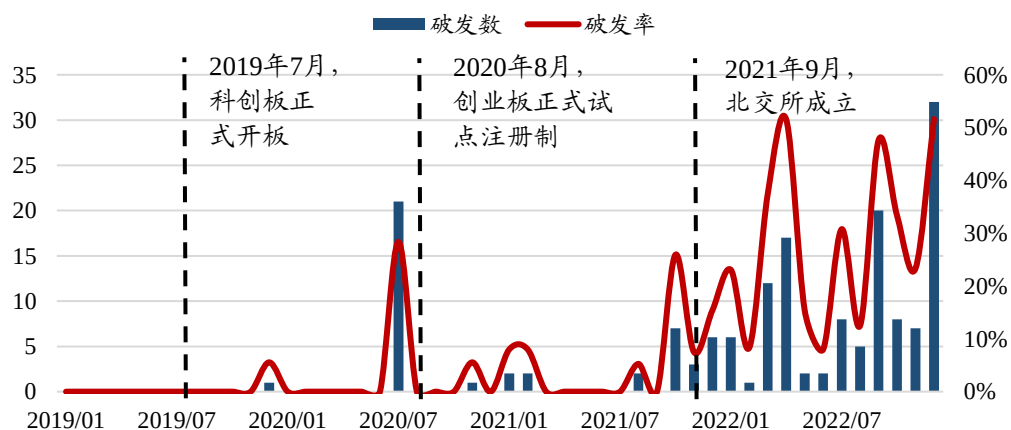
图 24: 2017-2022 年我国 VCPE 的 IPO 渗透率走势



数据来源：清科研究，东吴证券研究所

对于二级市场投资者而言，全面注册制预计将进一步提高新股破发率，申购新股的投资风险需引起重视。随着科创板、创业板和北交所注册制试点逐渐深化，A股每月新股破发数呈现出较为显著的阶梯式增长趋势。尤其进入2022年后，金融市场动荡加剧，导致新股破发已成常态。2022年12月，A股上市新股60只，其中33只新股上市首日即破发，新股破发率高达55%。预计在全面注册制落地后，新股定价将更加市场化，打新收益空间将逐步收缩，“打新躺盈”将成为过去式。投资者需要打破“新股不败”的思维定势，在打新过程中保持谨慎。

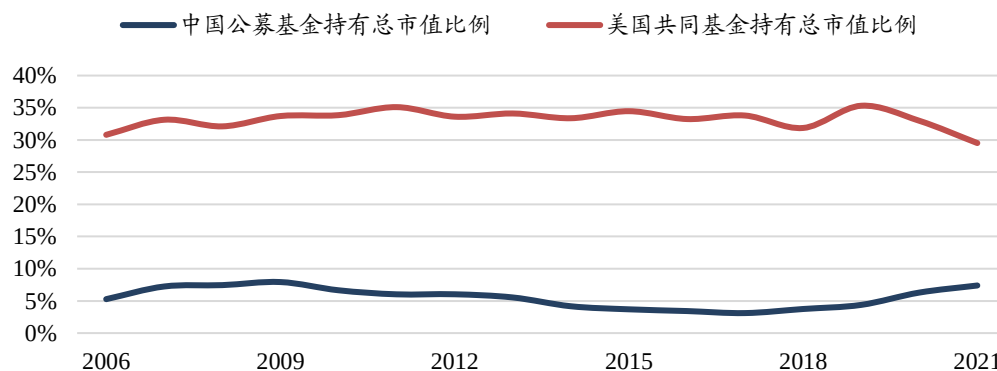
图 25: 随着注册制改革持续深化，全市场破发率不断提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

散户投资难度提升，二级市场投资机构化进程将加快。1) 全面注册制将放大个人投资者在投研能力及风险承担能力方面的劣势。一方面，全面注册制对于投资者个股甄别能力的要求将进一步提升，价值投资将成为主流。机构投资者有望充分发挥其专业的风控能力以及深厚的投研能力，在投资过程中实现持续盈利，而个人投资者则极易在资本市场的博弈中渐落下风。另一方面，个人投资者资本实力有限，在退市机制常态化、个股走势两级分化的趋势下将更容易蒙受超出其风险承担能力范围的损失。2) A 股市场机构参与度仍有较大提升空间。当前阶段，A 股投资者结构已经出现边际改善，但是机构投资者占比相较于发达国家仍然存在差距。2006-2021 年期间内，美国共同基金持有市值比例位于 30%-35% 区间内，而中国公募基金持有市值比例始终维持在 10% 以下，预计全面注册制的落地将为 A 股市场投资机构化进程注入强劲的动力。

图 26：我国机构投资者占比仍有较大的提升空间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 投资建议：看好创投、券商、金融科技方向

3.1. 创投：变现能力提升，业绩增长空间打开

全面注册制为“募投管退”疏通最后一环，在提振创投机构信心的同时，也提升了机构资金周转率，为业绩打开增量空间。另一方面，全面注册制下新股走势分化加剧，对于创投机构选择投资标的、把握二级市场退出时机的能力提出了更高要求，善于挖掘优质项目的创投公司将进一步脱颖而出。建议关注聚焦专精特新行业的【四川双马】。

图 27: 四川双马历史估值水平（市盈率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023.2.7）

3.2. 券商：头部强者恒强，投行及财富管理特色蕴含发展确定性

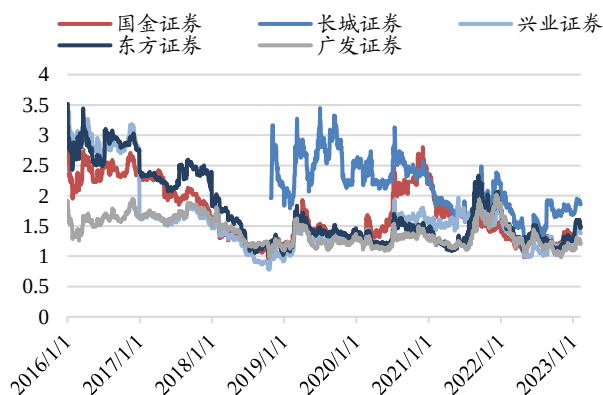
对于券商，我们建议两条投资主线。1) 关注投行业务强势的标的。注册制为市场募集规模以及券商投行业务收入提供增量资金，促推券商提高自身的承销、定价和销售能力，未来投行、研究、投资、做市等配套政策值得期待，**建议关注投行业务突出的【国金证券】**。2) 关注财富管理特色鲜明的标的。注册制为市场带来新的活力，交投活跃度有望进一步提升。与此同时，A 股“新陈代谢”机制将趋于完善，市场对于投资者的投研能力将提出全新要求，A 股机构化趋势有望加速，**首推最具成长性的零售券商龙头【东方财富】**，市场回暖预期下**建议关注具有财富管理特色的公司【广发证券】、【东方证券】、【长城证券】、【兴业证券】**。

图 28: 东方财富历史估值水平（市盈率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023.2.7）

图 29: 国金证券、广发证券、东方证券、长城证券、兴业证券历史估值水平（市净率）

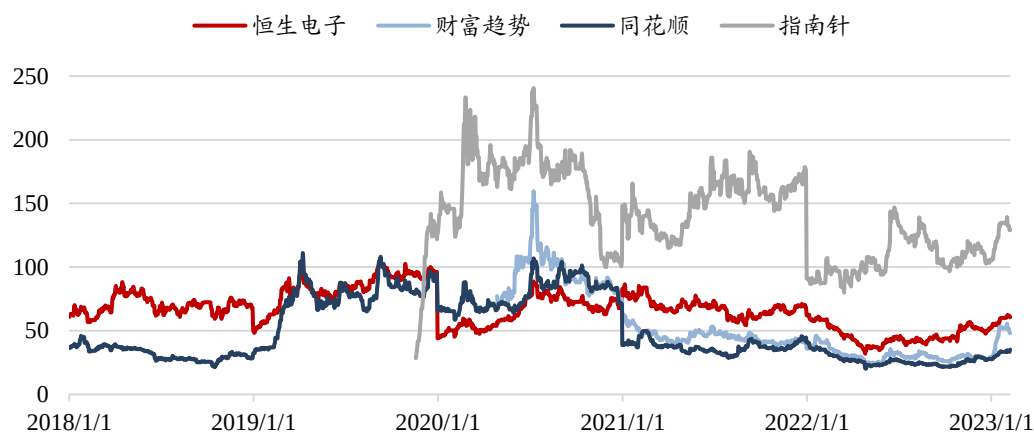


数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023.2.7）

3.3. 金融科技：受益于券商 IT 需求扩张

着眼当下，政策规定和行业发展对金融行业数据安全性和科技自主性提出更高要求，金融 IT 行业已迎来了发展的黄金时代。而在全面注册制催化下，券商由于自身业务逻辑与业务范围的剧变将迎来新一轮金融 IT 基础设施更新换代需求，从而为金融 IT 行业提供强劲的发展引擎。回顾历史，资本市场重大变革往往伴随着金融科技公司收入的加速上升，金融 IT 行业在注册制改革深化的预期下发展前景可期。首推金融 IT 行业龙头【恒生电子】，建议关注【财富趋势】、【同花顺】、【指南针】。

图 30：恒生电子、财富趋势、同花顺、指南针历史估值水平（市盈率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023.2.7）

4. 风险提示

- 1) **注册制改革进展不及预期：**注册制改革是一项系统性全局工程，各项制度安排仍需在实践中不断发展完善。若改革节奏低于预期，相关政策效果或将减弱；
- 2) **疫后经济复苏不及预期：**经济走势低于预期将对市场行情及交投情绪产生负面影响，导致券商财富管理业务发展受制；
- 3) **二级市场大幅调整：**股市调整将直接影响券商经纪、自营等业务的展业情况。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>