

銜枚疾进，全面注册制进度条拉满

直接融资系列一

主要事件：

2月17日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

▶ 试点四年，IPO 高速运行，注册制发行占据增量“半壁江山”

我国股票发行注册制经历了从 1) 增量市场试点先行到 2) “存量+增量”市场推广，再到 3) 将试点推广至全市场的“三步走”改革路径。从科创板到创业板，再到北交所，进一步到全面注册制，打开了资本市场改革发展的新局面。

注册制试点作为资本市场深化改革重要一环，多方面影响着国内投融资生态。2019 年-2022 年，A 股上市企业 1589 家，IPO 募集资金合计 1.86 万亿元。其中，发行制度是注册制的有 996 家，注册制 IPO 募集资金 1.17 万亿元，注册制 IPO 家数和注册制 IPO 募集资金占比分别为 62.68%和 62.81%。

▶ IPO 节奏稳定高速，预计不会大幅加快

披露了 IPO 受理日期的上市企业中，IPO 受理日期在 2018 年之前（含）的 995 家上市企业，平均 IPO 受理到发审委审核通过需要 450 天；受理日期在 2019 年之后的 1397 家上市企业，平均 IPO 受理到发审委审核通过需要 213 天，审核周期缩短了 53%。

考虑到待上市企业的供应，受理-审核问询-上市委审议-报送证监会-证监会注册-询价-发行上市等诸多流程所需时间，以及股市资金的承接能力，我们预计 IPO 将保持稳定高速，月均 30-50 家，不会更大幅增加，除非二级市场具备更大的深度和活跃度。

▶ 创业公司、创投、金融 IT 和投行迎来新机遇

多层次资本市场将与科技产业、风险投资构建无缝衔接的价值发现和筛选机制，加速了科技与资本的融合，有力畅通了科技、资本与实体经济的良性循环。最受益的是新兴产业“硬科技”创业公司，打开融资渠道，降低产品试错、技术攻坚的资金成本。

创投基金退出渠道扩大，募、退两端将改善。IPO 常态化发行为创投基金退出提供了市场化保障机制，上市流程和时间可预期让基金项目的时长设计更有效。“募投管退”最后一环更顺畅，创投生态优化。受益标的包括 A 股创投公司鲁

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

信创投、创业黑马、四川双马，和张江高科、高新发展、中关村等园区股。

资本市场制度变动对业务流程管理、经纪和大资管业务带来业务逻辑改变，系统和模块改造升级需求确定，中后台的运营模块也需要做相应调整（如风控、合规等）。上市公司数量增加、交易制度优化，有望带来资本市场活跃度的提升，相关炒股软件的需求也将增加。受益标的包括恒生电子、顶点软件、浪潮信息、财富趋势、同花顺。

全面注册制坚持“申报即担责”的原则，对投行的研究能力、产业理解、定价能力、承销能力都提出更高要求。受益标的包括承销业务净收入绝对值较高的中信证券、中金公司、中信建投，和投行贡献营收比例较大的国金证券、东兴证券、国联证券、国元证券。

风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响；国内流动性宽松进程不及预期；A股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险；利率超预期波动风险。证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险。

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司 EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300803.SZ	指南针	50.75	买入	0.43	0.81	1.42	2.10	118.02	62.65	35.74	24.17
300059.SZ	东方财富	20.95	买入	0.83	0.64	0.92	1.08	25.24	32.73	22.77	19.40
000776.SZ	广发证券	15.94	买入	1.42	1.15	1.49	1.85	11.23	13.86	10.70	8.62
601456.SH	国联证券	11.16	增持	0.31	0.33	0.43	0.46	36.00	33.82	25.95	24.26
601878.SH	浙商证券	10.13	增持	0.57	0.47	0.66	0.87	17.77	21.55	15.35	11.64
600109.SH	国金证券	9.31	增持	0.68	0.75	0.84		13.69	12.41	11.08	
002797.SZ	第一创业	5.85	增持	0.18	0.16	0.2	0.23	32.50	36.56	29.25	25.43
000728.SZ	国元证券	6.77	增持	0.44	0.4	0.64	0.73	15.39	16.93	10.58	9.27
000567.SZ	海德股份	17.42	增持	0.6	0.72	0.87	0.97	29.03	24.19	20.02	17.96
601377.SH	兴业证券	6.32	买入	0.71	0.95	1.13		8.90	6.65	5.59	

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

正文目录

1. 衔接疾进，全面注册制进度条拉满.....	4
1.1. 审批制、核准制、注册制，三次变革因势利导.....	4
1.2. 注册制试点的三步走.....	5
1.3. 试点四年，IPO 高速运行，注册制发行占据增量“半壁江山”.....	6
1.4. 注册制试点以来，IPO 企业中科技创新企业比例提升.....	8
2. 全面注册制重构 A 股市场.....	10
2.1. IPO 节奏稳定高速，预计不会大幅加快.....	10
2.2. 交易所和监管的职能发生变化.....	12
2.3. 发行定价市场化，打新策略需斟酌.....	13
2.4. 上市企业超 5000 家，沧海遗珠难寻、仙股现象出现.....	14
2.5. 退市渠道畅通，壳价值下降.....	15
2.6. 交易制度变化，投资者适当性管理.....	16
3. 创业公司、创投、金融 IT 和投行迎来新机遇.....	17
3.1. 创新创业公司最先受益.....	17
3.2. 创投基金退出渠道扩大，募、退两端将改善.....	17
3.3. 金融 IT 基础设施更新换代.....	17
3.4. 定价能力、承销能力成为投行关键.....	18
4. 风险提示.....	18

图表目录

图 1 核准制和注册制 IPO 家数（2012-2022 年）.....	7
图 2 核准制和注册制 IPO 募集资金（2012-2022 年）.....	7
图 3 各交易所板块的 IPO 家数（2013-2022 年）.....	7
图 4 各交易所板块 IPO 募集金额（亿元，2018 年）.....	8
图 5 各交易所板块 IPO 募集金额（亿元，2022 年）.....	8
图 6 注册制 IPO 的新兴产业分布（2019-2022 年）.....	9
图 7 核准制 IPO 的新兴产业分布（2019-2022 年）.....	9
图 8 月度 IPO 家数与上证指数月涨跌幅（2011 年以来）.....	11
图 9 全面注册制的审核注册机制.....	12
图 10 全面注册制的审核注册机制优化方向.....	13
图 11 新股 IPO 首日破发、上市后 20 日破发的情况.....	14
图 12 历年退市公司数量（2001-2022 年）.....	15
表 1 证券发行审批制、核准制、注册制的主要区别.....	4
表 2 我国股票发行注册制改革的进程.....	5
表 3 国务院政府工作报告中对于资本市场和“注册制”提法.....	6
表 4 研发投入占比不同比例的企业在 IPO 过程中的核准制和注册制发行数据.....	8
表 5 2019-1-1 之前及之后 IPO 受理上市企业的平均审核周期.....	10
表 6 各国家和地区股市的上市公司家数及结构（截至 2022 年底）.....	11
表 7 跟踪基金数量较多的指数.....	14
表 8 上市券商的证券承销业务净收入（2021 年）和投行贡献营收比例.....	18

1. 衔枚疾进，全面注册制进度条拉满

2018年11月5日，习近平总书记宣布在上交所设立科创板并试点注册制，开启我国股票发行注册制改革之路。2019年，科创板试点注册制落地；2020年，创业板存量市场引入注册制；2021年，北京证券交易所设立同时试点注册制。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。2月17日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

四年来，注册制改革在实践中经受检验，还为市场带来变化——发行上市条件的包容性明显增强，对实体经济特别是科技创新企业的服务能力显著提升，多层次市场的板块架构和功能更加完善。

1.1. 审批制、核准制、注册制，三次变革因势利导

我国资本市场创建初期，股票发行采用全国统一管理的审核机制，由行政机关推荐企业，再由证券监管机构对申请材料进行审批。在资本市场初期制度不全、运作不规范等实际情况的制约下，审批制有力地控制了企业上市的条件、上市程序、上市后的管理。社会主义市场经济体制的建立之后，为适应我国经济发展、满足资本市场需要，2001年，核准制取代审批制，监管理念由政府主导向市场主导转变，上市公司推荐权由行政机关转向具备资质的中介机构。

表1 证券发行审批制、核准制、注册制的主要区别

	审批制	核准制	注册制
发行指标和额度	有、行政计划	无	无
发行上市标准	有	有	有
主要推荐人	政府或行业主管部门	中介机构	中介机构
上市程序	政府规定额度，地方推荐，证监会审核，交易所上市	中介机构鉴证、辅导机构推荐，证监会审核注册，交易所上市	中介机构鉴证、辅导机构推荐，交易所审核，证监会注册，交易所上市
对发行作实质判断的主体	中国证监会	证券交易所、中介机构、中国证监会	证券交易所、中介机构
发行监管性质	证监会	证券交易所、中介机构和证监会分担实质性审核职责	交易所审核、证监会监督指导并对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关

资料来源：《证券发行上市保荐业务管理办法》，《证券市场基础知识》，华西证券研究所

随着资本市场改革的持续深入和市场不断发展，核准制的行政管理属性逐步淡化，但金融服务实体经济、提升直接融资比例的发展战略仍有更市场化的制度需求。2013年11月，十八届三中全会通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》（后文简称《决定》）。《决定》第12条提出“完善金融市场体系”、健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。自此，我国资本市场深化改革、注册制试点的大幕正式拉开。

1.2. 注册制试点的三步走

我国股票发行注册制经历了从 1) 增量市场试点先行到 2) “存量+增量”市场推广，再到 3) 将试点推广至全市场的“三步走”改革路径。从科创板到创业板，再到北交所，进一步到全面注册制，打开了资本市场改革发展的新局面。

表 2 我国股票发行注册制改革的进程

时间	事件
2013年11月12日	十八届三中全会通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》。《决定》第12条提出“完善金融市场体系”、健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。
2015年3月5日	十二届全国人大三次会议《政府工作报告》中，2015年工作总体部署，包含“围绕服务实体经济推进金融改革”，提出“加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，发展服务中小企业的区域性股权市场，推进信贷资产证券化，扩大企业债券发行规模，发展金融衍生品市场。”
2018年11月5日	习近平总书记宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。
2019年1月23日	中央全面深化改革委员会审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019年7月22日	科创板正式开市，首批25家企业顺利登陆上海证券交易所。
2019年12月28日	十三届全国人大常委会审议通过了新修订的证券法，内容明确提出全面推行注册制。
2020年3月1日	内容包括全面推行注册制的新证券法正式生效。
2020年3月1日	公开发行公司债券实施注册制。公开发行公司债券应符合证券法等规定的发行条件和信息披露要求等。由交易所负责受理、审核，并报证监会履行发行注册程序。
2020年4月27日	中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。创业板改革并试点注册制拉开帷幕。
2020年4月27日至5月11日	《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等主要制度规则公开征求意见。
2020年6月12日	创业板改革并试点注册制相关制度规则及配套规范性文件正式发布实施。证监会及深交所、中国结算、证券业协会合计发布近40件配套规则。
2020年8月18日	最高人民法院发布《关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》。
2020年8月24日	创业板试点注册制下首批企业成功上市。
2021年3月13日	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》第二十一章第三节提出，“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。”
2021年9月2日	习近平总书记宣布设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。
2021年9月3日	北京证券交易所注册成立。
2021年11月15日	北京证券交易所正式开市，试点注册制同步落地。
2022年3月5日	《国务院政府工作报告》提出，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。
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。公开征求意见的制度规则有14个，涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面。意见反馈截止时间为2023年2月16日。 沪深证券交易所、全国股转公司（北交所）、中国结算、中证金融等同步就《股票发行上市审核规则》等业务规则向社会公开征求意见。意见反馈截止时间为2023年2月8日。
2023年2月17日	证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

2021年3月，《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》第二十一章第三节提出，“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量”。这意味着全市场实行注册制被明确提上未来五年日程。

2019-2022 年，“注册制”四次进入国务院政府工作报告。尤其是 2022 年，政府工作报告的“2022 年政府工作任务”第三章第三节提出，“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。”因此，市场对于 2023 年全面注册制的实施，抱有积极态度。

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。公开征求意见的制度规则有 14 个，包括《首次公开发行股票注册管理办法》等证监会规章及配套的规范性文件，涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面。沪深证券交易所、全国股转公司（北交所）、中国结算、中证金融等同步就《股票发行上市审核规则》等业务规则向社会公开征求意见。

衔枚疾进，2023 年 2 月 17 日，全面实行股票发行注册制制度规则发布实施。全面注册制这关键一步的“靴子落地”，对我国资本市场将产生重要影响。

表 3 国务院政府工作报告中对于资本市场和“注册制”提法

年份	政府工作报告原文节选
2015 年	加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，发展服务中小企业的区域性股权市场，推进信贷资产证券化，扩大企业债券发行规模，发展金融衍生品市场。
2017 年	促进金融资源更多流向实体经济，特别是支持“三农”和小微企业。
2018 年	深化多层次资本市场改革，推动债券、期货市场发展。
2019 年	改革完善金融支持机制，设立科创板并试点注册制，鼓励发行双创金融债券，扩大知识产权质押融资，支持发展创业投资。
2020 年	改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。
2021 年	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
2022 年	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。

资料来源：中国政府网，华西证券研究所

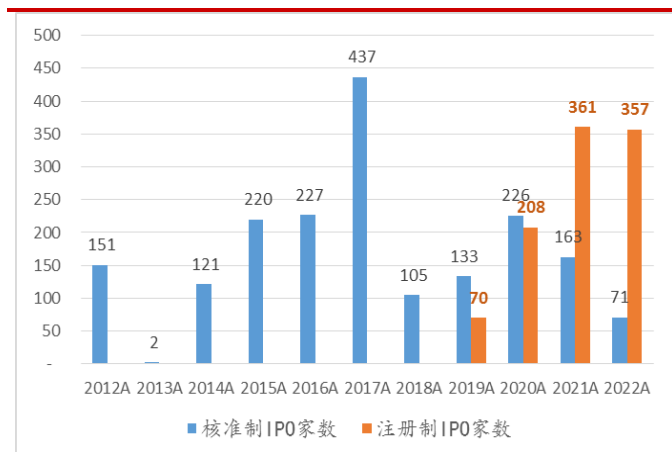
1.3. 试点四年，IPO 高速运行，注册制发行占据增量“半壁江山”

我国资本市场的注册制架构，是以信息披露为核心，交易所审核和证监会注册两个环节相互衔接；兼具发行上市条件多元包容、新股发行承销机制市场化、审核注册机制公开透明可预期三项市场化安排。

证监会在试点过程探索形成了注册制改革三原则：尊重注册制基本内涵、借鉴全球最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征。当前，我国股票发行核准制与注册制并行。

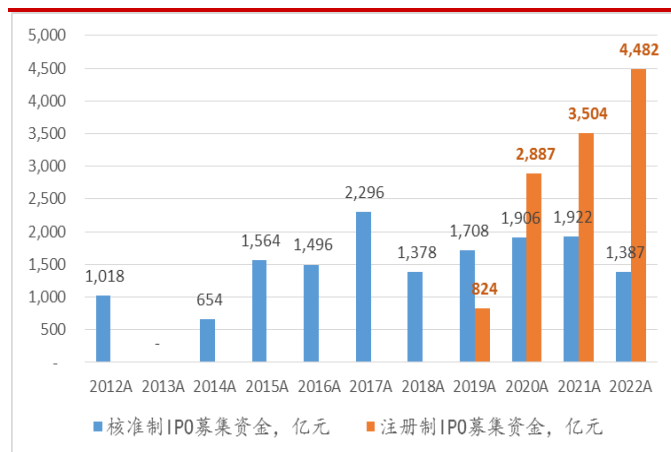
注册制试点作为资本市场深化改革重要一环，多方面影响着国内投融资生态。2019 年-2022 年，A 股上市企业 1589 家，IPO 募集资金合计 1.86 万亿元。其中，发行制度是注册制的有 996 家，注册制 IPO 募集资金 1.17 万亿元，注册制 IPO 家数和注册制 IPO 募集资金占比分别为 62.68%和 62.81%。

图 1 核准制和注册制 IPO 家数 (2012-2022 年)



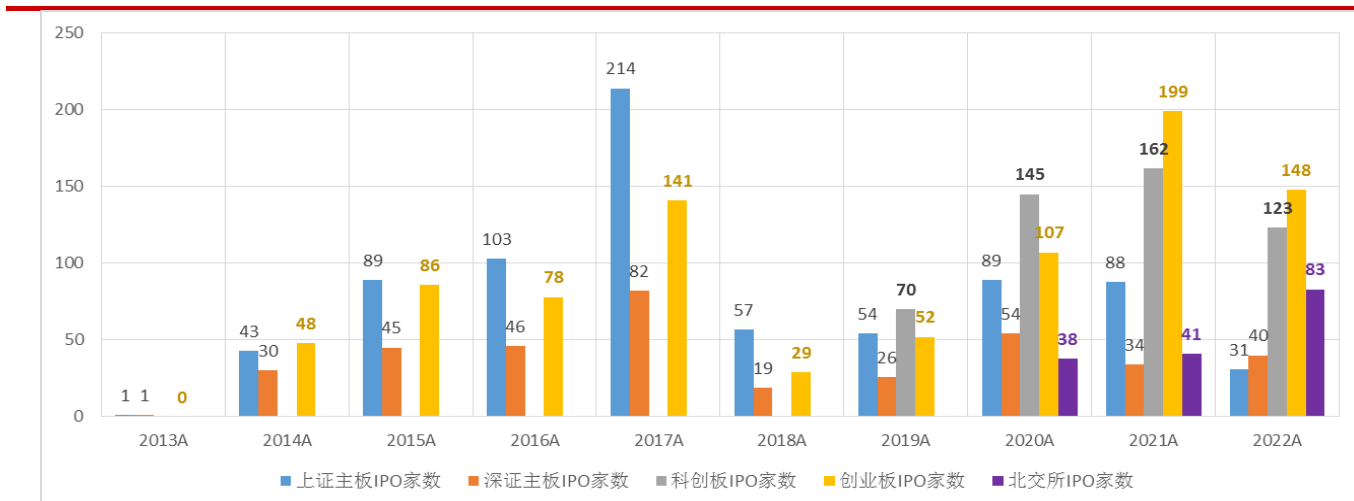
资料来源: Wind 数据, 华西证券研究所

图 2 核准制和注册制 IPO 募集资金 (2012-2022 年)



资料来源: Wind 数据, 华西证券研究所

图 3 各交易所板块的 IPO 家数 (2013-2022 年)



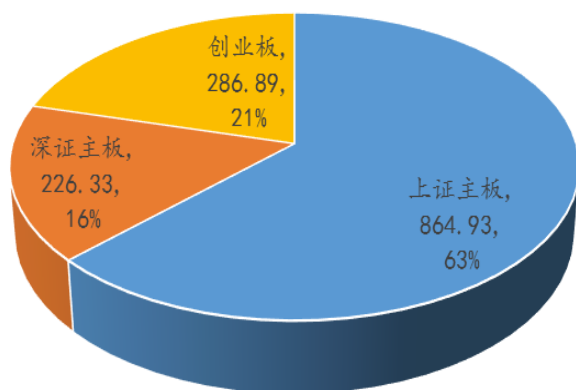
资料来源: Wind 数据, 华西证券研究所

从上市板块的角度, 2019 年以来, 科创板上市 501 家、创业板 509 家 (其中创业板注册制发行 412 家, 占比 80.94%)、北交所 162 家, 分别占 A 股上市企业数量的 31.53%、32.03%、10.20%; 主板上市企业数占比 26.31%。

对比科创板开设之前的 2018 年和 2022 年不同板块 IPO 募集资金规模的结构, 可以看到我国资本市场逐步形成了主板、创业板、科创板、北交所不同梯度不同侧重的多层次企业股权融资平台。2022 年科创板 IPO 募资额 2520 亿元, 是同期沪深主板的 1.8 倍, 成为我国科创企业的首选上市地。

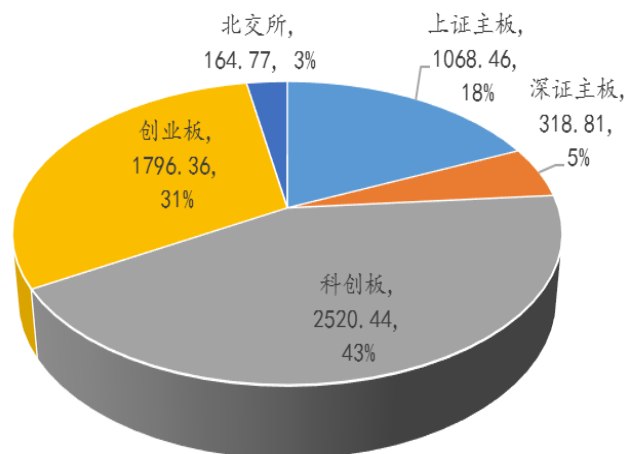
“硬科技”产业加速集聚科创板, “三创四新”在创业板欣欣向荣。截至 2022 年末, 科创板上市公司达 501 家, 总市值超过 6 万亿元; 截至 2022 年末, 创业板上市公司达 1232 家, 其中注册制发行的创业板公司达 412 家。

图 4 各交易所板块 IPO 募集金额（亿元，2018 年）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

图 5 各交易所板块 IPO 募集金额（亿元，2022 年）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

1.4. 注册制试点以来，IPO 企业中科技创新企业比例提升

此前，我国部分科技企业受 A 股上市条件和股权架构约束选择到境外上市，这部分企业的营收大部分在国内、享受中国人口红利和工程师红利、受产业政策支持而主导国际产业链，境外投资者可以参与投资并分享企业成长的投资收益。

注册制试点有力地改变这种状况。科创板、创业板多元包容的发行条件给予未盈利企业、存在红筹架构、差异化表决权企业得以登陆国内资本市场的机会。“硬科技”、创新创业企业的 IPO 接踵而至，成为 A 股市场企业端的源头活水。

根据招股说明书公告里的科创属性章节披露的“近三年研发投入占比”指标，2019-2022 年 IPO 企业中有 104 家企业近三年研发投入占比超过 10%（含 10%），这些企业中 94 家通过注册制实现 IPO，10 家通过核准制实现 IPO。27 家近三年研发投入占比超 20%的企业中，25 家通过注册制实现 IPO，2 家通过审核制。

表 4 研发投入占比不同比例的企业在 IPO 过程中的核准制和注册制发行数据

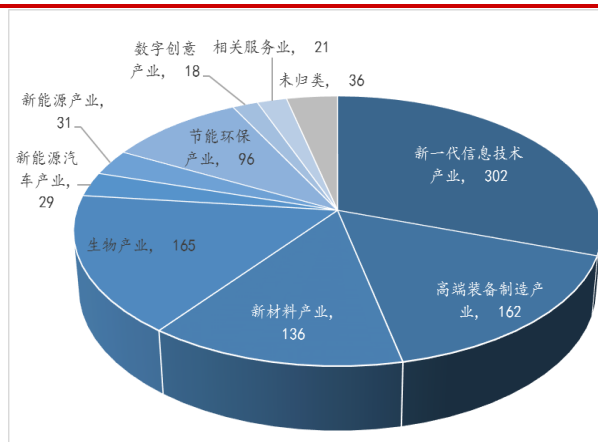
近三年研发投入占比	≥ 10%	≥ 20%	≥ 30%
IPO 家数	104	27	15
其中，注册制发行	94	25	13
核准制发行	10	2	2 家北证
注册制募集 亿元	1634.49	677.87	415.77
核准制募集 亿元	19.91	5.15	5.15

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

根据《战略性新兴产业分类（2018）》对公司所属产业进行分类。该分类定义的战略新兴产业包括：新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物

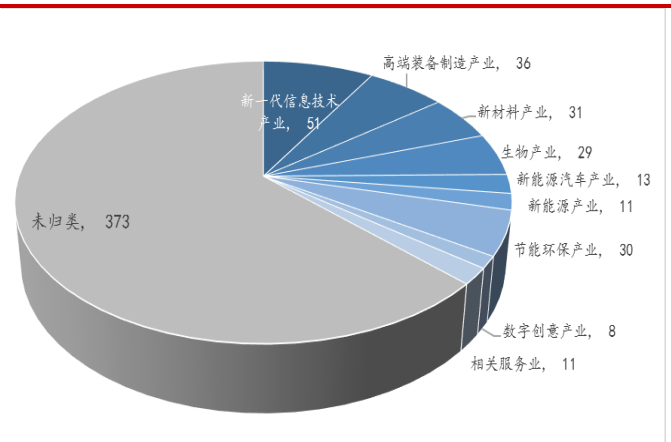
产业、新能源汽车产业、新能源产业、节能环保产业、数字创意产业、相关服务业等 9 大领域。

图 6 注册制 IPO 的新兴产业分布（2019-2022 年）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

图 7 核准制 IPO 的新兴产业分布（2019-2022 年）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

2. 全面注册制重构 A 股市场

全面注册制改革，推动资本市场建立与科技产业、风险投资无缝衔接的价值发现和筛选机制，加速科技与资本的融合，畅通技术、资金与产业的良性循环。越来越多的战略性新兴产业企业走上资本市场的舞台，资本市场服务实体经济、支持科技创新的能力明显提升。

与此同时，全面注册制背景下，A 股生态、监管职能、发行定价方式、新股投资价值、壳价值等方面都会发生变化。

2.1. IPO 节奏稳定高速, 预计不会大幅加快

披露了 IPO 受理日期的上市企业中，IPO 受理日期在 2018 年之前（含）的 995 家上市企业，平均 IPO 受理到发审委审核通过需要 450 天；受理日期在 2019 年之后的 1397 家上市企业，平均 IPO 受理到发审委审核通过需要 213 天，审核周期缩短了 53%。受理日期在 2019 年之后的企业中，核准制发行 385 家从受理到发审委审核通过平均 310 天；注册制发行的 1012 家从受理到发审委审核通过平均 176 天，即 5-6 个月。

表 5 2019-1-1 之前及之后 IPO 受理上市企业的平均审核周期

IPO 受理时间	2018 年之前	2019 年之后	2019 年之后的核准制	2019 年之后的注册制
上市公司数	995	1397	385	1012
IPO 受理到发审委审核通过的平均天数	450	213	310	176
IPO 发审委审核通过之后到公司提交注册天数		38	4	40
提交注册到注册成功（证监会批文）天数		63	9	68
IPO 发审委审核通过之后到证监会批文天数	66	101	13	108
IPO 受理到注册成功天数	516	314	323	284

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

*因为统计对象为已上市企业，所以对于 2019 年之后受理但未上市企业的数据未涉及，实际审核周期大于表格呈现。

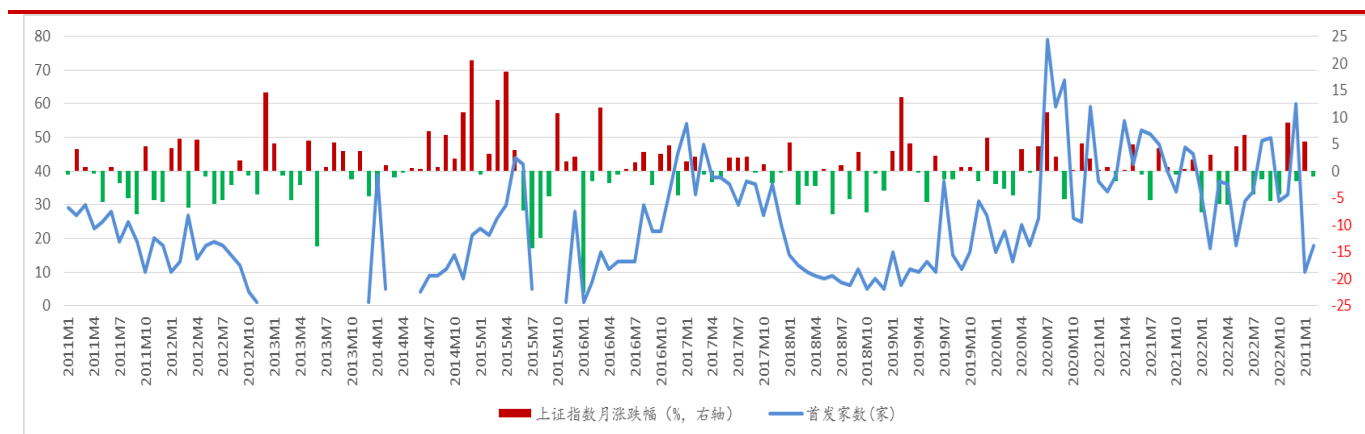
总体来看，注册制试点后，市场整体的审核周期大幅缩短，注册制发行的审核周期短于核准制。

2019 年-2022 年，A 股上市企业 1589 家，IPO 募集资金合计 1.86 万亿元。注册制试点四年间，IPO 家数月均 33 家，月均募集资金 388 亿元。

全面注册制有望带来企业发行上市审核流程的进一步加快，但我们预计 IPO 节奏不会大幅加快。因为从历史数据的角度，新股发行不仅受审核周期影响，还受资本市场的承接能力，也即二级市场资金的活跃度制约。很难想象资本市场连续下跌或成交萎靡，能够同时在一级市场持续不断地为创新型企业 IPO 融资。证监会在 2 月 1 日答记者问时，也明确“科学合理保持新股发行常态化，保持投融资动态平衡，促进一二级市场协调发展”。

截至 2022 年末，A 股上市公司数量达到 5066 家。待上市企业可能 1) 处于新兴产业，公司处在初创期、成长期；2) 新商业模式；3) 综合能力强但并非鼓励上市融资的行业；4) 综合能力较同行业已上市企业弱；5) 少量沧海遗珠。

图 8 月度 IPO 家数与上证指数月涨跌幅（2011 年以来）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

全面注册制压实发行人、中介机构、交易所等各层面责任，严格审核，严把上市公司质量关。且在 2 月 1 日就全面注册制主要制度规则征求意见时，证监会明确，“改革后主板要突出大盘蓝筹特色，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。”

表 6 各国家和地区股市的上市公司家数及结构（截至 2022 年底）

	上市公司（家）	结构
美国股市	6004	NYSE2113家、NASDAQ3669家、AMEX222家
英国股市	2022	主板市场1173家、AIM市场849家
中国内地股市	5066	上交所2168家、深交所2736家、北证162家；科创板501家、创业板1232家、主板3171家
中国香港地区股市	2597	主板2257家、创业板340家
中国台湾地区股市	2087	上市981家、上柜807家、兴柜299家

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

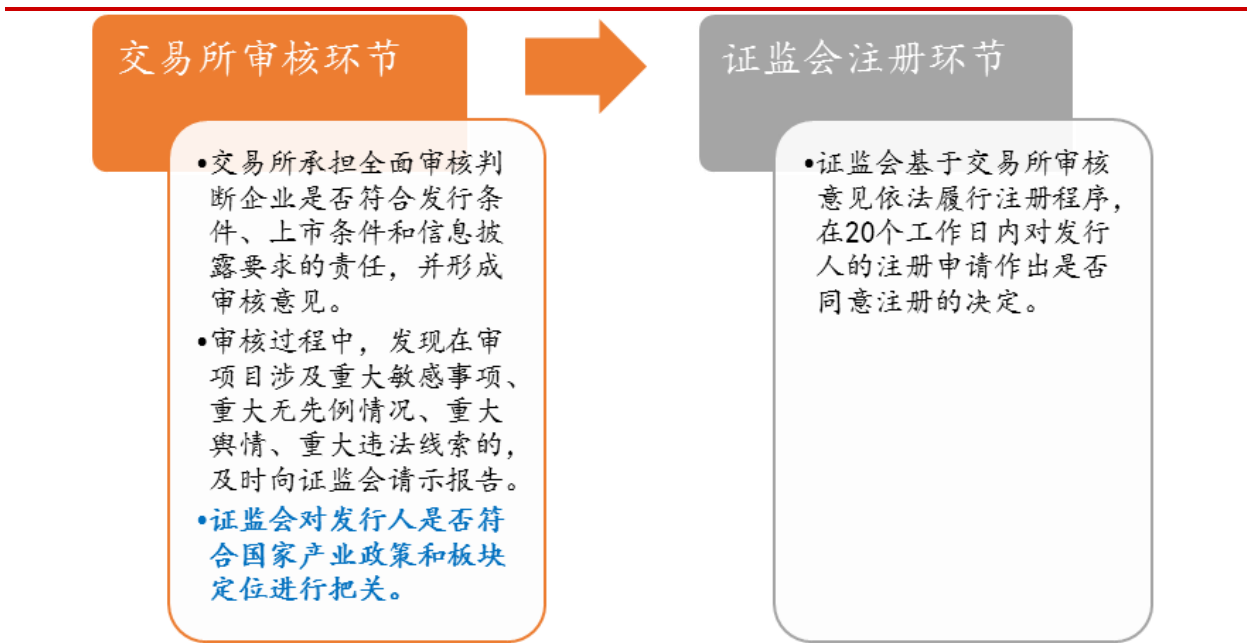
综上，考虑到待上市企业的供应，受理-审核问询-上市委审议-报送证监会-证监会注册-询价-发行上市等诸多流程所需时间，以及股市资金的承接能力，我们预计 IPO 将保持稳定高速，月均 30-50 家，不会更大幅增加，除非二级市场具备更大的深度和活跃度。

2.2. 交易所和监管的职能发生变化

审核注册机制是注册制改革的重点内容。在试点注册制阶段，审核注册架构为交易所审核、证监会注册两个环节。此次全面注册制改革对发行上市审核注册机制做了进一步优化：保持交易所审核、证监会注册的基本架构不变，加强证监会对交易所审核工作的监督指导。

在交易所审核环节，交易所发现在审项目涉及重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，及时向证监会请示报告。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。

图9 全面注册制的审核注册机制



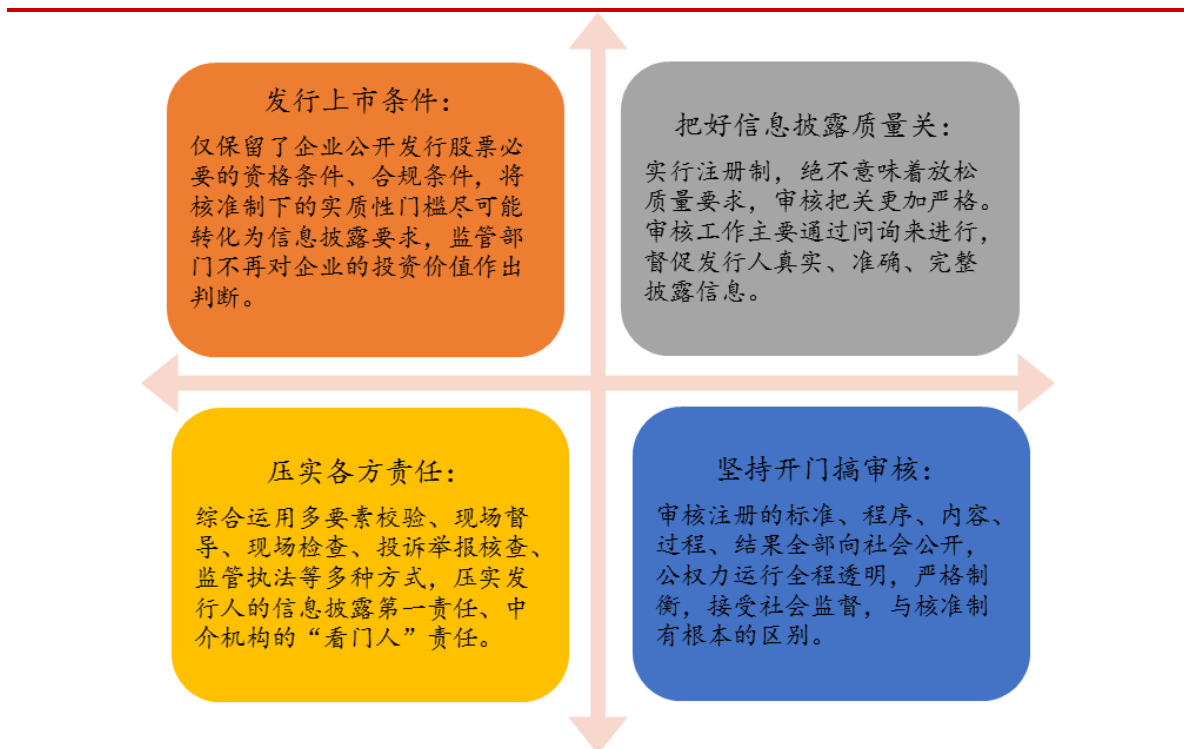
资料来源：证监会2月1日答记者问，华西证券研究所

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。一是统一审核理念、标准，保持审核尺度一致。二是在交易所审核过程中，按标准选取或按一定比例随机抽取在审项目，关注交易所审核理念、标准的执行情况。三是督促交易所建立健全“防火墙”、加强质控部门和上市委、重组委把关责任等内部制衡机制。四是对交易所发行上市审核工作定期或不定期开展检查。

注册制改革的本质是把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束。说到底，是对政府与市场关系的调整。与核准制相比，不仅涉及审核主体的变化，更重要的是充分贯彻以信息披露为核心的理念，发行上市全过程更加规范、透明、可预期。

比如，证监会将在20个工作日内对发行人的注册申请作出是否同意注册的决定（此前无明确要求）。类似的行政时间的规范和透明，让待上市企业、创投公司、中介机构都对上市流程更可预期。

图 10 全面注册制的审核注册机制优化方向

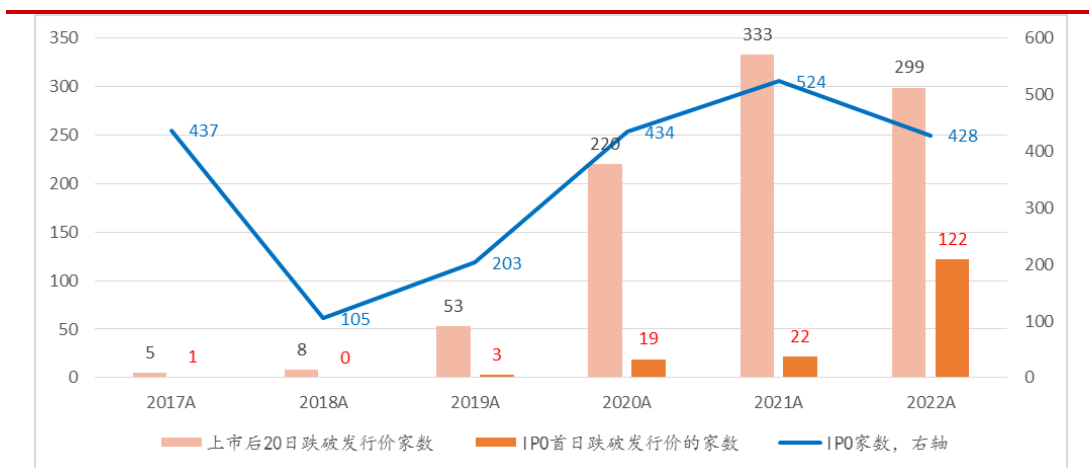


资料来源：证监会 2 月 1 日答记者问，华西证券研究所

2.3. 发行定价市场化，打新策略需斟酌

从注册制试点情况看，新股发行出现了破发增多、定价中枢回归等现象。2020、2021、2022 年 IPO 首日破发家数分别为 19、22、122 家，占当年 IPO 家数比例分别为 4.4%、4.2%、28.5%；上市后 20 个交易日破发家数分别为 220、333、299 家，占当年 IPO 家数比例分别为 51%、64%、70%。这得益于注册制下构建的市场化的新股发行承销机制。这一机制有助于促进定价机制更加市场化，引导市场回归价值投资理念，也意味着投资者打新策略需要进一步斟酌调整。

图 11 新股 IPO 首日破发、上市后 20 日破发的情况



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

2.4. 上市企业超 5000 家，沧海遗珠难寻、仙股现象出现

仙股之说，源于中国香港股市，指市值跌至 1 港元以下的股票，需要用“分”去计价。“仙”源于“cent”（分）的译音。当前 1) 港股股价在 1 港元以下的股票有 1458 只，占比 55.78%；2) 过去一年的日均成交额小于 10 万港元的股票有 703 只，占比 26.89%。两个条件都具备的股票有 624 只，占比 23.87%。

表 7 跟踪基金数量较多的指数

序号	指数代码	指数名称	成份数量	跟踪基金
1	000300.SH	沪深300	300	201
2	000905.SH	中证500	500	172
3	399006.SZ	创业板指	100	65
4	000852.SH	中证1000	1,000	61
5	931643.CSI	科创创业50	50	47
6	399975.SZ	证券公司	49	41
7	931151.CSI	光伏产业	50	36
8	399986.SZ	中证银行	42	34
9	000016.SH	上证50	50	33
10	000688.SH	科创50	50	28
11	000903.SH	中证100	100	27
12	399976.SZ	CS新能源车	50	21
13	716567.CSI	MSCI 中国A股国际通实时(人民币)	-	20
14	399330.SZ	深证100	100	19
15	000813.CSI	细分化工	50	19
16	000906.SH	中证800	800	17
17	899050.BJ	北证50	50	16
18	h30597.CSI	新材料	50	15
19	931719.CSI	CS电池	50	15
20	931494.CSI	消费电子	50	15

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

A 股当前上市公司 5093 家，其中，股价在 1 元人民币一下的股票有 4 家，占比 0.08%；过去一年日均成交额小于 100 万元的股票有 23 只，占比 0.45%；小于 200 万元的有 56 只，占比 1.10%；小于 500 万元的有 113 只，占比 2.22%，均在北交所；小于 1000 万元的 177 只，占比 3.48%，其中主板 11 只、创业板 3 只、科创板 14 只。过去一年日均成交额不足 10 万元的股票为 0。

但随着 A 股上市企业数量的不断增加，机构研究覆盖的公司数量和重点指数的成分数量比较有限。沪深 300+中证 500 的 800 只成分股只占 5093 家上市公司的 15.70%，再加上中证 1000 合计 1800 只成分股占比也只有 35.34%。即使考虑了科创 50、北证 50、活跃的行业指数，仍将有超过 2000 家上市企业没有被活跃指数覆盖。

从投资者的角度，选择机构主流目标企业、或是从这 2000 多家企业中寻找差异化的投资价值，都成为了可能。当然，这其中也有可能出现成交不活跃、流动性较差、乃至股价低于 1 元的情况。从上市公司的角度，高质量发展、成为所在行业的龙头或特色公司，才能够保留其便利且有效率的股权融资渠道。

2.5. 退市渠道畅通，壳价值下降

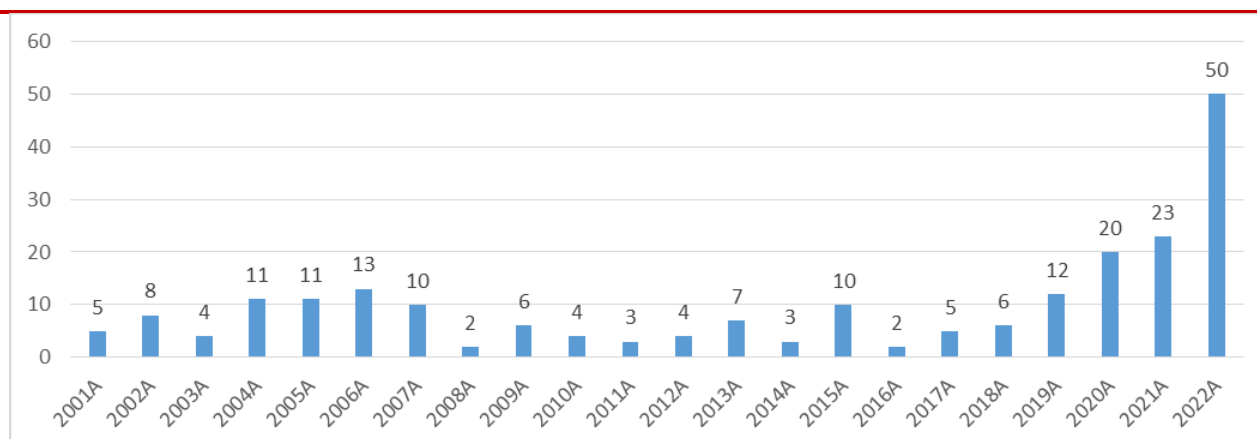
2020 年 12 月 31 日，沪深交易所正式发布了修订后的各板块《股票上市规则》以及沪深交易所的《退市公司重新上市实施办法》《深圳证券交易所交易规则》《上海证券交易所风险警示板股票交易管理办法》等规则，对退市指标、退市流程、风险警示情形及退市相关交易安排等进一步完善优化，该系列法规也被称为“退市新规”。自此，A 股市场的常态化退市机制逐步推进。

在退市指标方面，退市新规对交易类、财务类、规范类和重大违法类四大退市标准进行了全面完善，力求出清丧失持续经营能力的“空壳僵尸”企业。

2022 年，A 股退市 50 家，剔除 4 家转板上市，1 家吸收合并，剩余 45 家中 1 家股价低于面值、1 家暂停上市后未披露定期报告、43 家因“不符合挂牌情形”终止上市。

全面注册制和常态化退市机制相呼应，形成“入口多元”、“出口畅通”的匹配设计，完善了“有进有出、优胜劣汰”的资本市场生态。

图 12 历年退市公司数量（2001-2022 年）



资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

2.6. 交易制度变化，投资者适当性管理

此次注册制试点改革推进到主板，也伴随着交易制度的进一步改进：一是新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，第 6 个交易日起日涨跌幅限制继续保持 10% 不变（此前主板首日 44%，此后为 10%，ST 股票为 5%）。二是优化盘中临时停牌制度。三是新股上市首日即可纳入融资融券标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围。

主板现行投资者适当性要求维持不变，对投资者资产、投资经验等不作限制。

主板改革后，发行上市条件更加包容，发行定价和交易制度也有变化，投资者需要制度变化和风险点，审慎作出投资决策。

3. 创业公司、创投、金融 IT 和投行迎来新机遇

全面注册制的推进将增强资本市场的覆盖面、包容性和吸引力，更有效支持实体经济发展，并吸引更多优质企业在国内上市，推动上市公司整体质量稳步提升。

3.1. 创新创业公司最先受益

注册制的发行上市条件的包容性明显增强，对实体经济特别是科技创新企业的服务能力显著提升，多层次市场的板块架构和功能更加完善。多层次资本市场将与科技产业、风险投资构建无缝衔接的价值发现和筛选机制，加速了科技与资本的融合，有力畅通了科技、资本与实体经济的良性循环。最受益的是新兴产业“硬科技”创业公司，打开融资渠道，降低产品试错、技术攻坚的资金成本。

3.2. 创投基金退出渠道扩大，募、退两端将改善

长期以来，核准制下创投行业投资项目退出难一直是行业的痛点，导致基金直投项目退出周期过长且时间不可预期，降低了基金的投资回报和 LP 的投资意愿。

注册制试点以来，1) IPO 常态化发行为创投基金退出提供了市场化保障机制，2) 上市流程和时间可预期让基金项目的时长设计更有效。“募投管退”最后一环更顺畅，创投生态优化：行业募资难问题及 LP 结构组成明显改善，稳定畅通的退出渠道让创投公司的资金利用率大幅提升，创投基金更专注投和管，更好发挥支持创新驱动发展战略实施。

据深圳市创业投资同业公会，深创投相关负责人介绍“自 2019 年试点注册制以来，深创投共有 82 家企业登陆 A 股市场，其中科创板 46 家，占比 56%，创业板 26 家，占比 26%，主板 6 家，占比 7%，北交所 4 家，占比 5%。”

但值得注意的是，注册制下新股走势分化，这将使得投资收益预期可能下降。一级市场估值过高可能造成估值倒挂，创投机构很难再靠‘Pre-IPO’投资模式获利。这对创投机构的投研实力、甄别能力、把握二级市场退出时机的能力都提出了更高要求。

受益标的包括 A 股创投公司鲁信创投、创业黑马、四川双马，和张江高科、高新发展、中关村等园区股。

3.3. 金融 IT 基础设施更新换代

资本市场制度变动对业务流程管理、经纪和大资管业务带来业务逻辑改变，系统和模块改造升级需求确定，中后台的运营模块也需要做相应调整（如风控、合规等）。

注册制改革不仅涉及发行上市制度改革，还将带动资本市场承销、交易、退市等一系列基础制度完善。其中保荐、承销、交易所审核、证监会注册的平台流程改造，交易制度相应的变化，都将成为金融 IT 系统集成商的新增业务。

上市公司数量增加、交易制度优化，有望带来资本市场活跃度的提升，相关炒股软件的需求也将增加。

受益标的包括恒生电子、顶点软件、浪潮信息、财富趋势、同花顺。

3.4. 定价能力、承销能力成为投行关键

全面注册制压实发行人、中介机构、交易所等各层面责任，严格审核，严把上市公司质量关。坚持“申报即担责”的原则，保持“零容忍”执法高压态势，贯彻《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，建立健全从严打击证券违法活动的执法司法体制机制，严厉打击欺诈发行、财务造假等严重违法行为，严肃追究发行人、中介机构及相关人员责任，形成强有力震慑。

全面注册制对投行的研究能力、产业理解、定价能力、承销能力都提出更高要求。

受益标的包括承销业务净收入绝对值较高的中信证券、中金公司、中信建投，和投行贡献营收比例较大的国金证券、东兴证券、国联证券、国元证券。

表 8 上市券商的证券承销业务净收入（2021 年）和投行贡献营收比例

证券代码	证券简称	证券承销业务净收入2021亿元	投行贡献营收比例
600030.SH	中信证券	81.56	10.66%
601995.SH	中金公司	70.36	23.35%
601066.SH	中信建投	56.31	18.85%
600109.SH	国金证券	18.10	25.40%
601198.SH	东兴证券	10.84	20.17%
601456.SH	国联证券	5.09	17.17%
000728.SZ	国元证券	9.50	15.55%

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

4. 风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响；国内流动性宽松进程不及预期；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险；利率超预期波动风险。证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险。

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。