

2023年07月30日

北交所做市商资格放宽，53家初筛符合或能提高流动性

北交所研究团队

——北交所策略事件点评报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 《北交所股票做市交易业务特别规定（征求意见稿）》发布

7月28日，证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定（征求意见稿）》。对专门申请北交所做市商资格的券商，在科创板做市商条件的基础上适当调整有关资本实力和分类评价要求，净资本由100亿元调整至50亿元，连续三年分类评级为A类A级（含）以上调整至近3年分类评级有1年为A类A级（含）以上且近1年分类评级为B类BB级（含）以上。同时，新增更加符合北交所特点的两项指标，即在北交所保荐上市公司家数排名前20或最近一年新三板做市成交金额排名前20。

● 初筛符合规定券商数量可达53家，有望进一步提升流动性

目前科创板、北交所、新三板均采用混合做市交易制度。新三板2014年8月就已经引入做市商制度，目前共有68家券商拥有新三板做市资格；2022年10月，科创板开始混合做市交易制度运行，目前共有15家券商取得做市资格做市股票数量达到144只。北交所则于2023年2月开始混合做市交易模式，目前14家券商获得做市资格，做市股票数量则为45家。从做市商数量上来看，新三板合格做市商的数量是北交所的4.85倍，而做市股票数量则达到8.24倍。而以最近12个月净资本持续不低于50亿元、近3年分类评级有1年为A类A级（含）以上进行筛选可见，符合条件的券商数量在53家，相较目前14家上升279%。同时参考科创板混合做市开始时期对做市股票的流动性提升情况，42家证券当天平均换手率增加1.48%。此轮改革预计或对北交所流动性产生提升作用。

● 北交所流动性不足及分布不均导致估值过低，做市制度有利改善流动性不均

北交所、创业板（注册制）、科创板公司当前PETTM分别为16.66X、39.06X、40.84X，北交所约为创业板（注册制）43%，科创板的41%。较低的流动性是低估值原因之一。2022年全年北交所年内平均换手率为207.94%，相较科创板644.8%及创业板（注册制）的1304.61%来看仍处于较低水平。而成交金额上北交所全年为1577.31亿元，而科创板达到10.94万亿，差距较大。同时在流动性整体不足的情况下，分布仍然具有偏向性分布不均。从换手率来看，5亿以下小市值股票的平均年化换手率最高，整体换手率呈市值上升但换手率下降的情况。但大部分成交额集中于20亿以上大市值股票中，中小市值股票的总成交额较低换手率与成交额形成错位，做市或对市场整体流动性及结构性有提高作用。

● 风险提示：政策变动风险、宏观经济波动风险、公司经营业绩变动风险。

相关研究报告

《对位芳纶浆粕生产商，受益上游供给端放量实现较快增长——新三板公司研究报告》-2023.7.28

《富恒新材(832469.BJ):新能源车业务新增长，技术实力造就多元改性塑料——北交所新股申购报告》-2023.7.26

《新型储能百花齐放正当时，北交所电池及系统集成有优势——北交所绿电主题系列一》-2023.7.25

目 录

1、 做市业务特别规定发布征求意见稿，做市商门槛降低.....	3
1.1、 《北交所做市交易业务特别规定（征求意见稿）》发布.....	3
1.2、 二季度北交所执业质量评价出炉，排名前五券商各有特色.....	5
1.3、 做市商数量提升对流动性提升或产生积极影响.....	6
1.4、 北交所目前仍处于低估值状态，流动性分布不均为主要原因之一.....	6
1.5、 做市商扩容或是北交所新一系列改革措施的开端.....	8
2、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 10 月 31 日，科创板做市商制度“开闸”当日平均换手率增加 1.48（%）.....	6
图 2： 北交所 PE TTM 约为科创板的 4 折.....	7
图 3： 北交所 PB 约为科创板的 5 折.....	7
图 4： 北交所 2022 年平均换手率为 207.94% 较低.....	7
图 5： 北交所全年成交额为 1577.31 亿元与两创差距大.....	7
图 6： 2022 年内北交所小市值股票换手率较高.....	8
图 7： 2022 年内成交额则集中于大市值股票.....	8
表 1： 新三板做市商数量已经达到 68 家.....	4
表 2： 符合新规定的券商数量预计达到 53 家.....	4
表 3： Q2 执业质量结果显示申万宏源证券、开源证券、中泰证券、东吴证券、中信建投证券分列前五名.....	5
表 4： 各国主要交易所基本以做市商制和竞价制相结合的混合交易制度为主.....	6
表 5： 北交所下一步将聚焦持续深化改革、大力加强服务、着力优化生态三大方面.....	8
表 6： 证监会非上市公众公司监管部主任鲁颂宾表示，下一步主要有加快高质量上市公司供给等三方面.....	8

1、做市业务特别规定发布征求意见稿，做市商门槛降低

1.1、《北交所做市交易业务特别规定（征求意见稿）》发布

7月28日，证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定（征求意见稿）》，新规中明确可从事北交所做市交易业务资格为：

- （一）具有证券自营业务资格；
- （二）最近12个月净资产持续不低于50亿元；
- （三）近3年分类评级有1年为A类A级（含）以上且近1年分类评级为B类BB级（含）以上；
- （四）北交所保荐上市公司家数排名前20或最近一年新三板做市成交金额排名前20；
- （五）最近18个月净资产等风险控制指标持续符合规定标准；
- （六）内部管理制度和风险控制制度健全并有效执行；
- （七）具备与开展业务相匹配的、充足的业务人员及专职合规风控人员，公司分管做市交易业务的高级管理人员、首席风险官等具备相应的专业能力；
- （八）北交所股票做市交易业务实施方案准备充分，技术系统具备开展业务条件并通过北交所组织的评估测试；
- （九）公司最近1年末因重大违法违规行为受到行政处罚或被追究刑事责任；
- （十）公司最近1年末发生重大及以上级别信息安全事件；
- （十一）中国证监会规定的其他条件。

相较原规定，对专门申请北交所做市商资格的券商，在科创板做市商条件的基础上适当调整有关资本实力和分类评价要求，净资产由100亿元调整至50亿元，连续三年分类评级为A类A级（含）以上调整至近3年分类评级有1年为A类A级（含）以上且近1年分类评级为B类BB级（含）以上。同时，新增更加符合北交所特点的两项指标，即在北交所保荐上市公司家数排名前20或最近一年新三板做市成交金额排名前20，其他条件保持不变。

国内目前科创板、北交所、新三板均采用混合做市交易制度。新三板实行时间最早，2014年8月就已经引入做市商制度，目前共有68家券商拥有新三板做市资格；2022年10月，科创板开始混合做市交易制度运行，目前共有15家券商取得做市资格做市股票数量达到144只。

北交所则于2023年2月开始混合做市交易模式，目前14家券商获得做市资格，做市股票数量则为45家。从做市商数量上来看，新三板合格做市商的数量是北交所的4.85倍，而做市股票数量则达到8.24倍。此轮改革进一步放开做市商资格，有助于北交所做市商数量的快速扩容。

表1：新三板做市商数量已经达到 68 家

板块	开始时间	做市商数量	做市股票数量
新三板	2014.8	68	371
科创板	2022.1	15	144
北交所	2023.2	14	45

数据来源：上交所官网、北交所官网、股转公司官网、开源证券研究所

而以最近 12 个月净资本持续不低于 50 亿元、近 3 年分类评级有 1 年为 A 类 A 级（含）以上进行初筛可见，符合条件的券商数量在 53 家，相较目前 14 家或上升 279%。

表2：符合新规定的券商数量预计达到 53 家

券商名称	证监会评级	最新净资本(亿元)
中信证券	AA	1,361.99
华泰证券	AA	929.7
国泰君安	AA	928.75
申万宏源	AA	810.61
广发证券	AA	798.47
国信证券	AA	794.35
中国银河	AA	790.78
招商证券	AA	704.45
中信建投证券	AA	651.98
光大证券	AA	488.53
东方证券	AA	473.77
中金公司	AA	453.37
安信证券	AA	415.86
平安证券	AA	409.84
兴业证券	AA	302.84
中金财富	AA	166.3
上海证券	AA	148.79
申万宏源西部	AA	79.86
中信证券(山东)	AA	71.86
中信证券华南	AA	63.06
华泰联合证券	AA	52.11
海通证券	A	938.19
东方财富证券	A	501.44
中泰证券	A	280.5
东吴证券	A	258.86
方正证券	A	246.99
国金证券	A	240.57
长城证券	A	230.08
西部证券	A	227.49
长江证券	A	210.64
财通证券	A	209.08

券商名称	证监会评级	最新净资本(亿元)
东兴证券	A	205.58
国元证券	A	202.81
浙商证券	A	199.78
华西证券	A	164.65
天风证券	A	152.74
国开证券	A	150.56
南京证券	A	148.9
西南证券	A	145.62
中银证券	A	139.77
华创证券	A	139.41
华安证券	A	125.73
开源证券	A	117.52
首创证券	A	113.94
财达证券	A	109.78
山西证券	A	106.89
五矿证券	A	100.94
中航证券	A	83.49
东海证券	A	83.21
华鑫证券	A	56.43

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、二季度北交所执业质量评价出炉，排名前五券商各有特色

7月20日，北交所发布《北京证券交易所全国中小企业股份转让系统2023年第二季度证券公司执业质量评价结果》。申万宏源证券、开源证券、中泰证券、东吴证券、中信建投证券分列前五名。

表3：Q2 执业质量结果显示申万宏源证券、开源证券、中泰证券、东吴证券、中信建投证券分列前五名

序号	券商简称	基础分 值	专业质量得分										合计分 值	
			北交所				全国股转系统			经纪及研究				专业质量 得分合计
			保荐	发行并购	做市	推荐挂牌	发行并购	持续督导	做市	经纪	研究			
1	申万宏源	100	13.33	7.38	0.38	10	3.39	4.53	1.99	5.21	4.8	51.03	147.03	
2	开源证券	100	16	10.38	0	0	4.77	4.89	3.21	1.12	10	50.38	146.38	
3	中泰证券	100	13.33	6.59	0	8.33	1	3.28	2.69	3.64	0.48	39.35	139.35	
4	东吴证券	100	13.33	6.16	0.42	6.67	1.9	3.45	0.79	2.7	0.19	35.61	135.61	
5	中信建投	100	13.33	5.64	0.36	5	1.42	2.85	0.08	5.59	0	34.27	130.27	
6	广发证券	100	6.67	8.71	0	2.5	0.52	2.62	1.85	6	0	28.86	128.86	
7	长江证券	100	6.67	4.4	0	2.5	1.11	3.19	1.38	2.82	0	22.07	122.07	
8	金元证券	100	6.67	7.04	0	1.67	1.04	2.46	0.9	0.75	0	20.52	120.52	
9	方正证券	100	6.67	5.13	0	0	0.17	2.69	0.64	3.24	0	18.54	118.54	
10	中金公司	100	6.67	2.95	0	2.5	0	2.55	0.35	2.79	0.53	18.33	118.33	
11	国泰君安	100	0	0	0.34	5	1	2.71	1.35	5.15	1.78	17.33	117.33	
12	民生证券	100	6.67	1.72	0	2.5	1.35	2.8	0.92	0.84	0	16.81	116.81	

数据来源：北交所、开源证券研究所

1.3、做市商数量提升对流动性提升或产生积极影响

各国主要交易所中，基本以做市商制和竞价制相结合的混合交易制度为主。

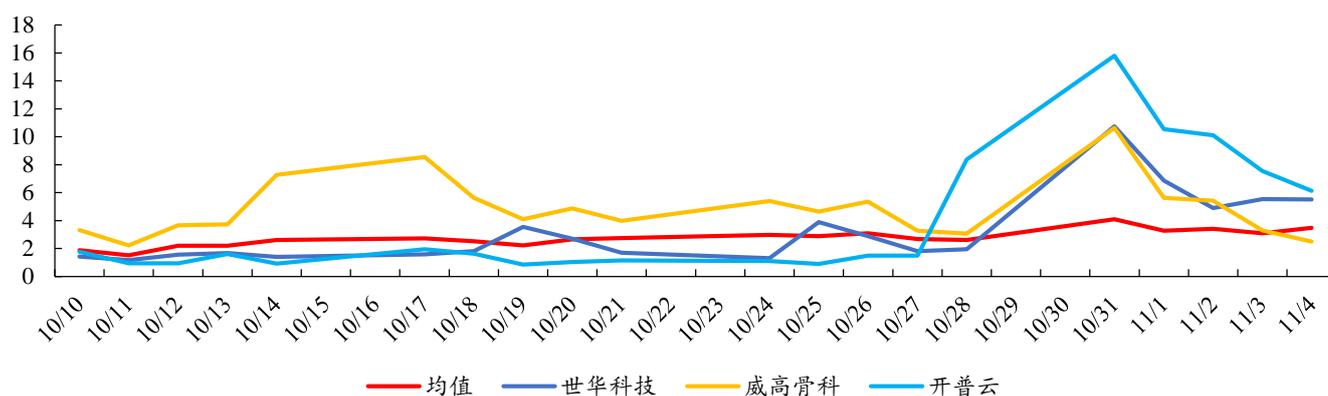
表4：各国主要交易所基本以做市商制和竞价制相结合的混合交易制度为主

市场	做市商制度	竞价交易制度	市场类型
美国 NASDAQ	√	√	混合型
欧洲 Euronext	√	√	混合型
伦敦另类投资市场	√	√	混合型
法国新市场	√	√	混合型
德国新市场	√	√	混合型
阿姆斯特丹新市场	√	√	混合型
意大利新市场	√	√	混合型
瑞士新市场	√	√	混合型
加拿大风险交易所	-	√	竞价交易制度
日本 JASDAQ	√	√	混合型
韩国 KOSDAQ	-	√	竞价交易制度
新加坡 SESDAQ	√	√	混合型
中国台湾兴柜股票市场	√	√	混合型

资料来源：周尚文《创业板做市商制度的国际实践及启示》、开源证券研究所

同时参考科创板混合做市开始时期对做市股票的流动性提升情况，42家证券当天平均换手率增加1.48%。其中，世华科技、威高骨科和开普云的流动性增强最多，换手率分别增加了8.79%、7.56%、7.42%，此轮改革预计对北交所整体的流动性产生较大提升。

图1：10月31日，科创板做市商制度“开闸”当日平均换手率增加1.48（%）



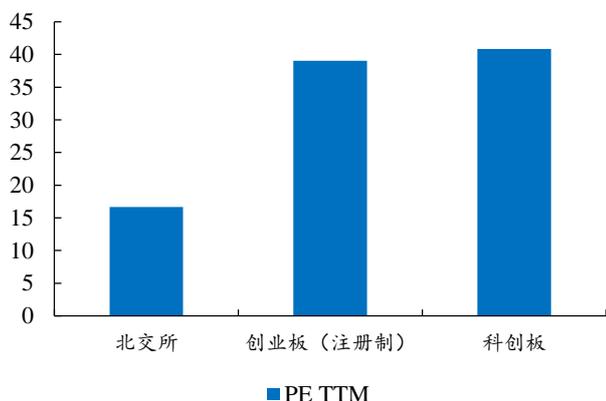
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、北交所目前仍处于低估值状态，流动性分布不均为主要原因之一

北交所与双创板块估值对比可见，北交所、创业板（注册制）、科创板公司当前市值对应PETTM分别为16.66X、39.06X、40.84X，北交所PETTM约为创业板（注册制）43%，约为科创板的41%。北交所、创业板、科创板当前市值对应最新报告期PB分别为2.08X、3.34X、4.2X，北交所PB约为创业板的6折，约为科创板的5

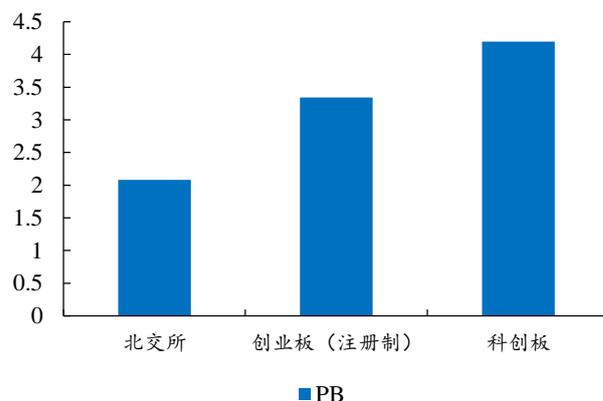
折。

图2：北交所 PE TTM 约为科创板的 4 折



数据来源：Wind、开源证券研究所

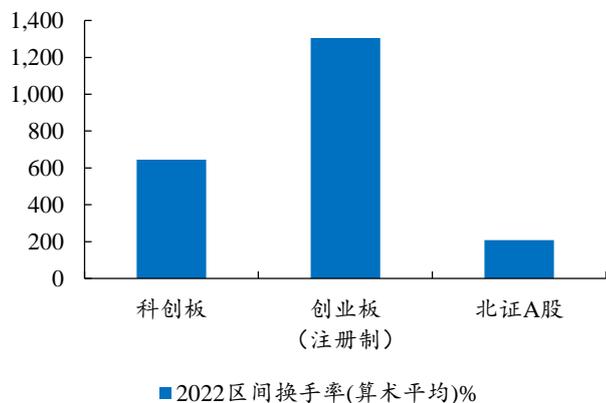
图3：北交所 PB 约为科创板的 5 折



数据来源：Wind、开源证券研究所

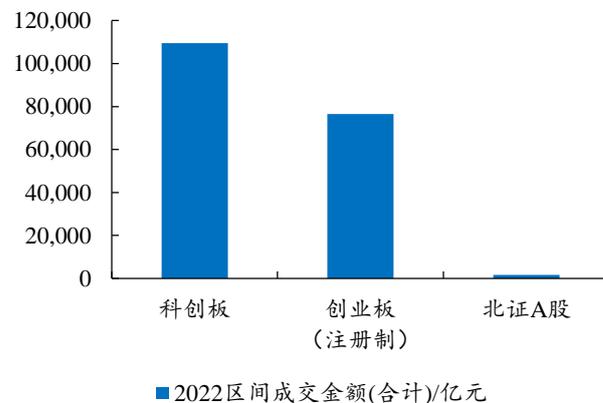
而造成这一低估值局面的原因中，北交所较低的流动性是重要一环。以 2022 年全年为例，北交所年内平均换手率为 207.94%，相较科创板 644.8% 及创业板（注册制）的 1304.61% 来看仍处于较低水平。而成交金额上北交所全年为 1577.31 亿元，而科创板达到 10.94 万亿，差距较大。

图4：北交所 2022 年平均换手率为 207.94% 较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

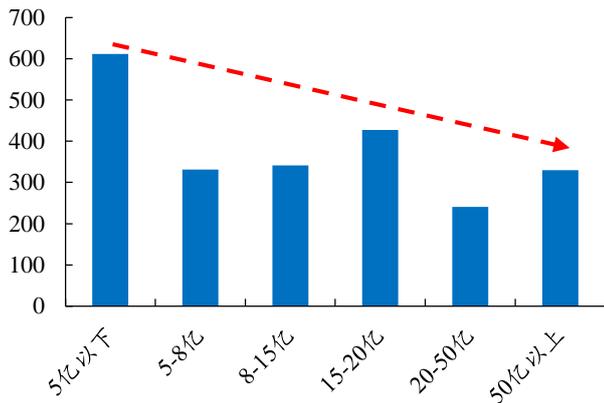
图5：北交所全年成交额为 1577.31 亿元与两创差距大



数据来源：Wind、开源证券研究所

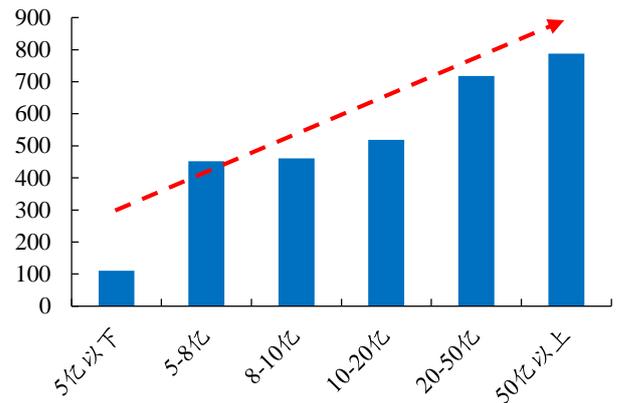
同时在流动性整体不足的情况下，分布仍然具有偏向性分布不均。从换手率来看，5 亿以下小市值股票的平均年化换手率最高，整体换手率呈市值上升但换手率下降的情况。但大部分成交额集中于 20 亿以上大市值股票中，中小市值股票的总成交额较低换手率与成交额形成错位，市场整体流动性仍存在结构性提高空间。

图6：2022年内北交所小市值股票换手率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年内成交额则集中于大市值股票



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、做市商扩容或是北交所新一系列改革措施的开端

在第五届西城区企业上市主题交流活动活动上，北交所总经理隋强表示，北交所下一步将聚焦“改革、服务、生态”：全面推进北交所高质量发展，着力打造服务中小企业科技创新的特色优势、比较优势。具体内容主要包含持续深化改革、大力加强服务、着力优化生态三大方面。

表5：北交所下一步将聚焦持续深化改革、大力加强服务、着力优化生态三大方面

主要方面	改革方向	具体措施
持续深化改革	优化企业上市机制	完善发行上市准入安排， 进一步提高效率、降低企业上市成本 ，让优质创新型中小企业更好更快对接北交所上市
	完善市场交易机制	推进交易机制创新， 研究扩大混合做市、融资融券业务规模 ；不断优化投资者结构，扩充投资者数量，提升交易效率
	优化发行承销制度	统筹优化发行定价和配售机制，坚持市场化、法治化导向，推动形成良性新股发行生态。
大力加强服务	突出开门服务	全面实施服务内容清单化管理，切实提升服务标准化、透明化、规范化水平
	突出直达服务	坚持深入一线、直达基层，强化管家式服务、面对面服务、上门服务，落实一批“便企惠企”举措
	突出精准服务	紧密结合中小企业、投资者、中介机构等核心市场参与主体特点，分类型、分环节提供有针对性的精准服务，提高服务效能。特别推出针对专精特新企业的综合服务计划，实施全业务线合力服务专精特新的一系列务实举措。
着力优化生态	发挥行业机构的带头作用	引导证券公司、公募基金等树立金融报国情怀，加强对中小企业科技创新的关注力度、服务力度和投资力度
	发挥北交所的枢纽功能和平台作用	主动加强与产业、司法以及地方政府等各方面的政策协同，引导资本、人才等创新要素向中小企业、初创企业聚集，向科技研发、成果转化早期延伸

资料来源：北交所、开源证券研究所

当日与会的中国证监会非上市公众公司监管部主任鲁颂宾表示，下一步推进北交所改革和发展工作主要有三方面：加快高质量上市公司供给、稳步提升市场交易活跃程度、优化市场发展生态。

表6：证监会非上市公众公司监管部主任鲁颂宾表示，下一步主要有加快高质量上市公司供给等三方面

主要方面	具体内容
------	------

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

主要方面	具体内容
加快高质量上市公司供给	常态化推进北交所市场高质量扩容， 持续优化发行上市制度 ，着眼于降低企业上市成本和等待时间，优化辅导监管等要求，研究吸引更多能够支撑市场深度、体现市场优势、具有品牌效应的企业到北交所上市的路径，积极开展提高上市公司质量专项行动，促进公司治理能力、竞争能力、创新能力、抗风险能力、回报能力和信息披露质量持续提升
稳步提升市场交易活跃程度	扩大投资者队伍，提高投资者参与度，引导公募基金扩大北交所市场投资 ；持续丰富北交所产品体系，支持北交所发展 企业债特色品种 ，完善指数体系。进一步完善北交所做市交易和融资融券业务丰富市场对冲工具， 加强多层次市场互联互通 。
优化市场发展生态	持续优化发行承销机制安排，完善发行定价制度， 改进新股发行配售制度 ，提升市场化水平，研究明确面向创新型中小企业的直接融资普惠金融执行标准， 强化对证券公司、基金公司参与北交所市场的正向激励 。持续提升监管效能，完善市场风险监测预警和评估处置机制，切实保护投资者合法权益，推进北交所制度型对外开放。

资料来源：证监会、开源证券研究所

此次北交所做市商扩容是北交所新的一系列改革的首条出台政策，对提升北交所流动性具有重要作用，也或预示新一轮重要改革即将开始。

2、风险提示

政策变动风险、宏观经济波动风险、公司经营业绩变动风险。

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