

2024年04月16日

证券研究报告 | 政策研究报告

“新国九条”纲领文件重磅发布，“1+N”政策合力夯实市场根基

《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》点评

分析师：卫以诺

分析师登记编码：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

研究助理：廖璐

邮箱：liaolu@cnhbstock.com

研究助理：陈慧敏

邮箱：chenhuimin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《全链条从严监管，旨在提升投资者获得感—证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件点评》
2024-03-18

投资要点

④4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新‘国九条’”），系资本市场的关键指导纲领性文件，这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年，国务院再次出台的资本市场指导性文件。

④新“国九条”强调资本市场工作的“政治性、人民性”方向，“1+N”政策体系指导落实市场建设工作。新“国九条”擘画市场高质量发展蓝图，指明了资本市场未来发展方向，5年内基本形成资本市场高质量发展的总体框架，形成以“新国九条”1个意见为核心，配套“N”项制度规则，重点涉及上市公司的发行监管、存续管理、退市制度，金融机构监管，市场交易监管，中长期资金入市，深化改革开放，形成发展合力等八个方面内容。

④上市公司：“严进宽出”，强化“发行上市—持续管理—摘牌退市”全流程管理：新“国九条”明确提出“出台上市公司监督管理条例”“严把发行上市准入关，严格上市公司持续监管，加大退市监管力度”，主要聚焦“发行上市—持续管理—摘牌退市”三个阶段，包括适度提高主板和创业板上市门槛、强化科创属性要求，鼓励并购重组、优化股份减持、强约束现金分红，以及优化退市制度改革等。

④金融机构：强监管推动行业回归本源，投行+财富突出专业能力建设。与2024年3月15日证监会发布的相关文件对比，“新国九条”基本延续了对证券基金机构的相关监管表述，新增了关于重点培养“上市券商”为上市公司中的模范生，持续规范衍生品业务，新提“两融业务”监管，引导证券基金机构围绕“投行+财富”发挥更多专业主观能动性。

④市场生态：供需两端支持构建“长钱长投”生态，筑牢市场基础设施根基。在市场生态方面，新“国九条”从供需两端针对如何培育长期投资市场建设提出了重点方向。需求端方面，大力发展权益投资，以公募产品为核心对象，支持私募资管稳健发展，把ETF作为公募权益做大做强的重要抓手，建立ETF快速审批通道，推动指数化投资发展。资金端方面，畅通各类资金入市的通道，重点提及保险资金、银行理财、信托资金等资金投资权益市场的相关政策。

④风险提示：本文仅对公开披露信息进行统计分析，重点涉及关于A股上市公司的相关制度修订，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见

内容目录

1. “新国九条”资本市场纲领性文件出台，“1+N”政策体系践行高质量发展.....	3
2. 上市公司：“严进宽出”，强化“发行上市—持续管理—摘牌退市”全流程管理.....	3
2.1. 发行上市：提门槛、强定位、重审核，严把 IPO 入口关.....	3
2.2. 持续管理：引导并购重组，强化现金分红，完善股东减持“三方并行”.....	5
2.2.1. 并购重组：完善规则、加强监管、提高条件，削减“壳”资源价值.....	5
2.2.2. 股东减持：首次上升为规章形式管理，规则细化压实“关键少数”责任.....	6
2.2.3. 现金分红：与上市、减持、退市强挂钩，增强稳定性、持续性和可预期性.....	7
2.3. 强制退市：覆盖面广、针对性强、有松有紧，引导上市公司专注主业盈利明确差异定位.....	8
3. 金融机构：强监管推动行业回归本源，投行+财富突出专业能力建设.....	11
4. 市场生态：供需两端支持构建“长钱长投”生态，筑牢市场基础设施根基.....	12
5. 总结：突出人民性基调、强监管主线，“1”个核心加强，“N”项制度持续完善.....	12
6. 风险提示.....	13

图表目录

表 1：各板块上市标准调整及规则适用详细对比.....	4
表 2：科创板“科创属性”评价体系主要变化.....	4
表 3：上市公司重大资产重组审核规则重点修订内容.....	5
表 4：上市公司股东及董监高股份减持规则重点修订内容.....	6
表 5：上市公司现金分红指标强约束要求.....	7
表 6：A 股各上市板块财务类强制退市指标.....	8
表 7：A 股各上市板块交易类强制退市指标.....	9
表 8：A 股各上市板块规范类强制退市指标.....	10
表 9：A 股各上市板块重大违法类强制退市的部分修订指标.....	10

1. “新国九条”资本市场纲领性文件出台，“1+N”政策体系践行高质量发展

4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新‘国九条’”），系资本市场的关键指导纲领性文件，这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年，国务院再次出台的资本市场指导性文件。

新“国九条”强调资本市场工作的“政治性、人民性”方向，擘画市场高质量发展蓝图，即以打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场为目标，将“安全”放在首位，体现了严监管、防范风险的工作基调，深刻践行金融为民的理念：未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

“1+N”政策体系指导落实市场建设工作，构建有机整体形成制度合力。“1+N”政策文件即以“新国九条”1个意见为核心，配套“N”项制度规则，重点涉及上市公司的发行监管、存续管理、退市制度，金融机构监管，市场交易监管，中长期资金入市，深化改革开放，形成发展合力等八个方面。

本文针对4月12日国务院、证监会、沪深北交易所发布的2个意见（“新国九条”、《关于严格执行退市制度的意见》）、6项制度规则（证监会发布《科创属性评价指引（试行）》等6项制度规则）、19项业务规则（上交所7项、深交所6项、北交所6项）中涉及上市公司、金融机构、市场生态的重点强调及其修订部分进行简要分析。

2. 上市公司：“严进宽出”，强化“发行上市—持续管理—摘牌退市”全流程管理

4月12日，新“国九条”明确提出“出台上市公司监督管理条例”“严把发行上市准入关，严格上市公司持续监管，加大退市监管力度”，主要聚焦“发行上市—持续管理—摘牌退市”三个阶段，包括适度提高主板和创业板上市门槛、强化科创属性要求，鼓励并购重组、优化股份减持、强约束现金分红，以及优化退市制度改革等。

2.1. 发行上市：提门槛、强定位、重审核，严把IPO入口关

上市标准：适当提高上市财务指标，“严进”确保从源头端提质。此次从标准适应性出发，主要对沪深主板及创业板上市要求进行修订。**1) 沪深主板：**三套上市标准均有提高，旨在突出主板大盘蓝筹定位，增强上市企业的行业代表性，以高质量上市公司为市场提供优质多元投资标的。**2) 创业板：**着重修订第一套和第二套标准，尤其是第一套标准中新增最近一年净利润 ≥ 6000 万元要求，说明关注不同发展阶段公司的抗风险能力；此外，与主板相比，创业板单项上市标准提高更加明显，旨在确保“优创新、高成长”的企业上市直接融资。**3) 科创板和北交所：**上市财务指标未做调整。**4) 规则适用：**以上市委审议通过为界限，采用“新老划断”。

现场检查：提高发行监管覆盖面，反向驱动在审企业提质、中介机构担责。首发企业随机抽签的比例由5%修改为20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于1/3。

表 1：各板块上市标准调整及规则适用详细对比

	上市标准	2024 年新规则（征求意见稿）与原规则对比
沪深主板	上市标准 I	1、最近三年净利润均为正（无变化）； 2、最近三年净利润累计≥1.5 亿元→2 亿元，最近一年净利润≥6,000 万元→1 亿元； 3、最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1 亿元→2 亿元，或者营业收入累计≥10 亿元→15 亿元
	上市标准 II	1、预计市值≥50 亿元（无变化）， 2、最近一年净利润为正，最近一年营业收入≥6 亿元（无变化）， 3、最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1.5 亿元→2.5 亿元。
	上市标准 III	1、预计市值≥80 亿元→100 亿元， 2、最近一年净利润为正（无变化）， 3、最近一年营业收入≥8 亿元→10 亿元。
创业板	上市标准 I	1、最近两年净利润均为正，且累计净利润≥人民币 5,000 万元→1 亿元， 2、且：最近一年净利润≥6000 万元（新增）。
	上市标准 II	1、预计市值≥10 亿元→15 亿元， 2、最近一年净利润为正且营业收入≥1 亿元→4 亿元。
	上市标准 III	1、预计市值≥50 亿元（无变化）， 2、最近一年营业收入≥3 亿元（无变化）。
科创板 北交所		上市财务相关指标本次不作修改
“新老划断”：自新上市规则发布之日起实施，尚未通过上市委审议的拟上市企业应当适用新的上市条件，不符合新上市条件的企业，引导重新申报；已通过上市委审议的，适用修订前的上市条件。		
现场检查	首发企业随机抽签的比例由 5% 修改为 20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一	

资料来源：证监会，沪深北交易所，华宝证券研究创新部

科创属性：强化规则要求，凸显科创板“硬科技”特色。此次修订更加关注“研发投入、科研成果和成长性”，包括将拟申报科创板企业的研发投入金额从 6000 万元提高至 8000 万元，发明专利数量从 5 项提高至 7 项，营业收入复合增长率从 20% 提高至 25%。科创属性从严审核，“伪科技”“亏损企业”难再实现上市，后续关于研发费用资本化、统计口径、费用归集等可能也会更加严格。

表 2：科创板“科创属性”评价体系主要变化

四大要求（同时具备）	2024 年新规则（征求意见稿）与 2022 年规则对比	变化趋势
从严审核基调，从研发投入、科研成果和成长性三个维度提高标准		
要求 1	1、最近三年研发投入占营业收入比例 5% 以上（无变化）， 2、或者：最近三年研发投入金额累计在 6000 万元以上→8000 万元以上	研发投入下限提高，后续研发费用的资本化、统计口径、费用归集会更加严格。
要求 2	研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%（无变化）	/
要求 3	应用于公司主营业务的发明专利 5 项以上→7 项以上	科研成果：发明专利数量增加，后续关注“购买专利、联合开发专利”等审核情况
要求 4	1、最近三年营业收入复合增长率达到 20%→25%， 2、或者：最近一年营业收入金额达到 3 亿元（无变化）	关注成长性：营业收入复合增长率从 20%→25%

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

上市（含重组上市）审核：健全回溯问责机制，完善“两委”委员“选用管”全链条机制。

此次修订是对“两强两严”要求的落实，旨在优化上市审核委员会和并购重组审核委员会（以下简称“两委”）运行机制。一是**强化履职把关**。新增规定委员应当严格执行审核标准，相关委员因失职导致违法违规企业上市或被终身追究党纪政务责任。二是**优化审议流程**。新增规定审议会议召开前，参会委员可对存在疑问的重要审核事项与交易所相关部门召开会议讨论；参会委员须在审议会议中逐一发表意见。三是**加强管理监督**。专人承担“两委”直接管理责任，赋予纪检部门对“两委”相关会议的现场监督权力。

2.2. 持续管理：引导并购重组，强化现金分红，完善股东减持“三方并行”

2.2.1. 并购重组：完善规则、加强监管、提高条件，削减“壳”资源价值

新“国九条”提出“完善吸收合并等政策规定，进一步削减‘壳’资源价值，加强并购重组监管”等要求。沪深交易所同步发布“上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）”，主要基于四大维度修订内容。

- 1) **修订沪深主板和双创板重组上市条件**。根据股票上市规则对上市条件的修订，提高重组上市条件。
- 2) **完善重组小额快速审核机制**。将审核时限缩减至 20 个工作日，按照融资需求与公司规模相匹配的思路，将双创板配套融资上限由 5000 万元调整为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的 10%”，且允许用于支付交易对价。
- 3) **细化发行可转债用于购买资产规则**。包括可转债转股价格修正、暂停计时等内容，强化可转债作为并购重组支付工具的可操作性。
- 4) **强化交易主体的投资者适当性管理**。不符合要求的，仅能持有或者依规卖出所获得的股份。

表 3：上市公司重大资产重组审核规则重点修订内容

维度	重点内容	变化要点	适用板块	
新“国九条”	完善吸收合并等政策规定，进一步削减“壳”资源价值，加强并购重组监管。			
沪深北交易所	重组上市要求	加强对重组上市的监管力度， 削减“壳资源”价值 ，根据股票上市规则对上市条件的修订，提高重组上市条件。	重组上市标准跟随板块规则修改	沪深交易所
	重组小额快速审核机制	1、 扩大科创板/创业板小额快速适用范围，取消科创板/创业板配套融资“不得用于支付交易对价”的限制； 2、 科创板/创业板：配套融资“不超过 5,000 万元”改为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的 10%”； 3、 不适用小额快速审核程序：交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形； 4、 小额快速交易所审核时限缩减至 20 个工作日。	小额审核缩短、限制适当取消、规则优化	沪深交易所
	投资者适当性管理	发行股份购买资产或换股吸收合并交易中， 交易对方或被吸收合并公司股东不符合相关板块股票投资者适当性要求的，仅能持有或者卖出所获得的股份。	避免重组上市中，投资者适当性不匹配情况	沪深北交易所
	其他适应性调整	1、 可转换公司债券：细化转股价格修正、暂停计时、终止审核、自律监管等条款，转股期起始日距离本次发行结束之日不得少于六个月，与可转债规则保持一致； 2、 北交所：增加可以通过现场督导的方式开展审核，与沪深交易所拉平。	产品和板块间规则进一步拉平	沪深北交易所

资料来源：国务院，证监会，沪深北交易所，华宝证券研究创新部

2.2.2. 股东减持：首次上升为规章形式管理，规则细化压实“关键少数”责任

新“国九条”提出“全面完善减持规则体系”，证监会首次以规章的形式制定发布《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》，修订《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，沪深北交易就股份减持修订相关指引，自发布之日起实施。

1) 严格规范大股东/董监高减持。沪深交易所上市公司的控股股东、实际控制人及其一致行动人减持（以下简称“特定大股东”）与破发、破净、分红挂钩，北交所特定大股东减持与破发、破净、净利润挂钩，分红不限制减持；减持受限关系解除后，新增6个月内受限延续区间要求。**2) 坚决防范绕道减持。**大股东、董监高不得融券卖出本公司股份，不得开展以本公司股份为合约标的物的衍生品交易；回应“离婚式减持”等热点，大股东和董监高通过离婚、法人或非法人终止、分立等方式减持后相关方需要共同遵守减持限制。**3) 细化禁止减持主体范围。**取消持股5%以上股东在上市公司违法情形下禁止减持情形，新增董监高离职后6个月内、自身违法和上市公司违法情形下以及重大违法强制退市风险警示期间均不得减持，压实控股股东、实控人及其一致行动人、董监高等“关键少数”责任。**4) 优化协议转让、非交易过户方式减持要求。**受让方在受让后6个月内不得减持；转让方转让后失去相关身份的，若为大股东及其一致行动人，转让后在6个月内应当继续遵守减持额度和预披露等要求，若为控股股东、实际控制人及其一致行动人，还应当遵守破净和分红不达标情形下不得减持的规定。**5) 明确ETF申赎、赠与等特定情形减持要求。**因参与认购或者申购ETF减持股份，视同集中竞价交易方式减持；赠与视同协议转让减持；转板公司、重新上市公司的控股股东、实控人及其一致行动人适用破发规定。此外，明确定期报告披露前不得买卖股票窗口期为15日/5日内。

表 4：上市公司股东及董监高股份减持规则重点修订内容

维度	重点内容
新“国九条”	全面完善减持规则体系： 出台上市公司减持管理办法，对不同类型股东分类施策，严格规范大股东减持，坚决防范绕道减持，严厉打击各类违规减持。
沪深北交易所	大股东减持 大股东：持股5%以上股东、控股股东、实控人 1、沪深交易所： 破发、破净、 分红不达标 的上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人不得减持； 2、北交所： 破发、破净、 净利润为负 的上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人不得减持； 分红不达标 应当在权益分派方案中披露相关事项。 3、继续共同遵守大股东减持相关规定： 在解除一致行动关系后的 6个月内 。
	董监高减持 1、新增不得减持情形： 自身违法和上市公司违法情形下以及重大违法强制退市风险警示期间、离职后 6个月内 ； 2、须预先披露： 在集中竞价或者大宗交易减持前；
	绕道减持 1、融券卖出及衍生品交易受限： 大股东、董监高不得融券卖出本公司股份，不得开展以本公司股份为合约标的物的 衍生品交易（新增） ； 2、限售股不得转融通出借、不得融券卖出（延续） ； 3、股东在获得限售股前，应当了结上市公司股份融券合约（新增） ； 4、回应“离婚式减持”等热点： 新增大股东、董监高离婚、法人或非法人终止、分立等方式减持后相关方持续共同遵守减持限制， 大股东和董监高“离婚式减持”规则要求不同（新增） 。
	协议转让非交易过户 协议转让以及司法划转、扣划等非交易方式过户后 （新增） ： 1、受让方： 在受让后 6个月内 不得减持其所受让的股份； 2、转让方：转让后失去相关身份 ①转让方为大股东及其一致行动人，转让后在 6个月内 应当继续遵守 减持额度和预披露 等要求；

		②转让方为 控股股东、实际控制人及其一致行动人 ，转让后在 6个月内 应当遵守上述大股东受限规则，还应当遵守 破净和分红不达标情形下不得减持 的规定。”
信息披露		1、 新增预披露要求 ：大股东、董监高通过大宗交易减持的，应当提前15个交易日进行预披露； 2、 减持计划时间区间 ：最长3个月（ 延续3·15规则 ）； 3、 取消过程性披露要求 ：不再要求时间过半或数量过半时披露减持进展； 4、 强化董事会监督责任 ：要求董事会秘书每季度检查股东减持情况（ 新增 ）。
其他		1、因参与 认购或者申购ETF 减持股份，视同通过 集中竞价交易方式 减持股份（ 新增 ）； 2、 赠与股份 ，视同通过协议转让方式减持股份（ 延续 ）； 3、 转板公司、重新上市公司的控股股东、实控人及其一致行动人适用破发规定 ，明确减持要求； 4、 不得买卖股票窗口期 ：上市公司年报、半年报的公告前 十五日内 ，季报、业绩预告、业绩快报公告 前五日内 。

资料来源：国务院，证监会，沪深北交易所，华宝证券研究创新部

2.2.3. 现金分红：与上市、减持、退市强挂钩，增强稳定性、持续性和可预期性

新“国九条”提出“强化上市公司现金分红监管”，沪深交易所将分红不达标纳入退市其他风险预警，北交所修订《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派（征求意见稿）》。

1) **分红与上市挂钩**。上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单，上市公司需要具备分红预案；2) **分红与减持挂钩**。沪深交易所上市公司分红不达标，大股东限制减持，北交所上市公司分红不达标，权益分派方案中披露缘由。3) **分红与退市挂钩**。沪深交易所将不满足现金分红指标纳入实施“其他风险警示”（ST）情形，对于主板，符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST；对于科创板和创业板，三年累计分红金额绝对值标准调低为3000万元，同时研发投入指标满足要求，可豁免实施ST。4) **以现金为对价回购注销金额计入分红**，推动一年多次分红、预分红、春节前分红，明确中期分红基准，引导中期分红。规则自2025年1月1日起实施，尚未分红或者分红不达标的上市公司需要在2024年进行分红达到政策要求，否则将会面临ST风险。

表5：上市公司现金分红指标强约束要求

板块	重点内容
新“国九条”	强化上市公司现金分红监管 ：将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单；对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；推动一年多次分红、预分红、春节前分红。
沪深交易所	新增将现金分红指标（多年不分红、分红比例偏低）纳入ST风险警示情形 ： 前提：具备分红条件 ，即“最近一个会计年度净利润和母公司报表未分配利润均为正的公司” 指标1 ：最近三个会计年度累计现金分红总额≥最近三个会计年度年均净利润的 30% 指标2 ：最近三个会计年度累计分红金额
	沪深主板 实施ST情形 ：具备分红条件，不满足指标1，且指标2低于 5,000万元 的。
	科创板、创业板 1、新增分红不达标纳入/豁免ST风险预警 ①实施ST预警 ：具备分红条件，不满足指标1，且指标2低于 3,000万元 的； ②豁免实施ST预警 ：具备分红条件但未达到上述分红标准，若该公司最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在 15%以上 或者累计研发投入在 3亿元以上 ，可豁免ST预警。 2、延续3·15“两强两严”文件要求 以现金为对价回购注销金额计入分红，积极推动上市公司一年多次分红。

板块	重点内容
其他	明确中期分红基准：为最近一期经审计母公司报表中可供分配利润
北交所	1、删除审议定期报告同时审议权益分派方案的要求，便利公司增加分红频次； 2、明确中期分红基准：修订为“上市公司实施中期分红，且不送红股或者不以公积金转增股本的，半年度、季度财务报告可以不经审计，但应当以最近一次经审计的未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况。”
过渡期安排	自 2025 年 1 月 1 日起施行，其中首次“最近三个会计年度”指 2022 年度至 2024 年度。

资料来源：国务院，证监会，沪深北交易所，华宝证券研究创新部

2.3. 强制退市：覆盖面广、针对性强、有松有紧，引导上市公司专注主业盈利明确差异定位

4月12日监管发布的文件中，针对退市主要是“1+1+3”文件体系，即“国九条”为指导，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》为基础，沪深北交易所分别修订各自《股票上市规则》的退市细则。

四类强制退市指标均有修改，沪深北指标基本对齐、沪深主板是修订重点。退市制度自2020年中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》以来经历多次细则修订，对比最新2023年8月沪深北交易所发布的股票上市规则，4月12日颁布征求意见稿中针对退市规则进行大幅修订，并且覆盖了沪深北交易所的所有上市板块，具备覆盖面广、针对性强、规则趋严的三大特征。其中，沪深主板在交易类、财务类、规范类、重大违法类强制退市规则均有修订，简要来说是有松有紧，严格收紧上市公司盈利指标，适度放松市值指标，系本次退市制度修订的重要领域。其次，科创板拟引入其他风险警示（ST）制度，与其他板块对齐，但不进入风险警示板交易，涨跌幅限制仍为20%。

财务类：对上市公司专注主业盈利提出更高要求，均收紧利润核算指标，沪深主板营收下限从1亿元增至3亿元。财务类退市是本次征求意见稿关于退市制度的重中之重，加大绩差公司的淘汰力度，对比2023年8月沪深北交易所发布的股票上市规则，本次指标修改主要体现在两方面：第一，所有上市板块的利润指标由“净利润”核算改为“利润总额、净利润、扣非净利润的孰低值”，特别是明确最近一个会计年度经审计的“扣非净利润”指标，引导上市公司专注主营业务经营，注重盈利实效。第二，A股沪深主板营收下限由1亿元提升至3亿元，营收指标下限提升2倍，进一步明确主板“大盘蓝筹”定位，加大“壳公司”出清力度的需要。此外，本次征求意见稿调整后，形成沪深主板、双创板、北交所三个梯队的财务指标退市标准，体现了多层次资本市场根据实际板块定位和公司情况，实施差异化管理措施。

根据沪深北交易所披露，新上市规则对于财务类强制退市的修改，以2024年年报为首个适用的年度报告。

表 6：A 股各上市板块财务类强制退市指标

类别	A 股指标	沪深主板	科创板、创业板	北交所
财务类	1、利润、营收指标	min{利润总额、净利润、扣非净利润}<0 原：净利润<0	min{利润总额、净利润、扣非净利润}<0 原：净利润<0	min{利润总额、净利润、扣非净利润}<0 原：净利润<0
		营收<3 亿元（1 亿元）↑	营收<1 亿元	营收<5000 万
	2、净资产	<0	<0	<0
	3、财务会计报告	出具无法表示意见或否定意见	出具无法表示意见或否定意见	出具无法表示意见或否定意见

4、证监会行政处罚决定书	年报存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致实际触及1、2条	年报存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致实际触及1、2条	年报存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致实际触及1、2条
--------------	---------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

资料来源:沪深北交易所,华宝证券研究创新部

注1:财务类退市指标情形是最近1个会计年度触及上述任一要求即实施退市风险警示(*ST),连续2个会计年度触及上述任一要求会被终止上市。本表仅包括股票交易实施退市风险警示(*ST)的财务类退市指标主要修订情形,未展示如科创板的财务类直接退市情形。

注2:“1、利润、营收指标”是交集关系,即沪深主板上市公司同时满足最近一个会计年度经审计的或追溯重述后“ $\min\{\text{利润总额、净利润、扣非净利润}\}<0$ ”且“ $\text{营收}<3$ 亿元”才会被实施退市风险警示。

注3:本表内容来自2024年4月12日沪深北交易所发布的相关业务规则的征求意见稿,对比2023年8月版本的主要修订情况。

交易类:进一步完善各板块交易指标布局,适度缓解市值管理压力。由于交易类退市指标在四类强制退市中最为严格,触及任一相关情形即会终止股票上市,所以在指标设定方面既要引导上市公司做好市值管理,保护投资者权益,也要兼顾板块流动性基础,提升上市公司投资价值。对比2023年8月沪深北交易所发布的股票上市规则,本次征求意见稿中交易类退市指标主要有两方面修改:第一,沪深主板市值标准适度提高至5亿元,在市场逆周期调节过程中,适度缓解上市公司的市值管理压力,更多关注公司主业经营业绩;第二,北交所新增累计成交量指标100万股,北交所向沪深交易所对齐,在退市制度方面新增了“连续120个交易日累计成交量低于100万股”退市指标,兼顾北交所流动性情况,逐步完善市场基础设施建设。

根据沪深北交易所披露,沪深主板交易类强制退市指标自新上市规则发布实施之日起6个月开始适用。北交所成交量指标自规则发布实施之日起起算。

表7:A股各上市板块交易类强制退市指标

类别	A股指标	沪深主板	科创板、创业板	北交所
交易类	1、连续120个交易日累计成交量	<500万股	<200万股	+ <100万股
	2、连续20个交易日每日收盘价	<1元	<1元	<1元*
	3、股东数量连续20个交易日日均	<2000人	<400人	<200人*
	4、连续20个交易日每日收盘市值	<5亿元(3亿元) ↑	<3亿元	<3亿元*

资料来源:沪深北交易所,华宝证券研究创新部

注1:北交所带“*”标识为“连续60个交易日”的对应指标情况

注2:本表内容来自2024年4月12日沪深北交易所发布的相关业务规则的征求意见稿,对比2023年8月版本的主要修订情况。

规范类:结合实际上市公司违规案例,重点新增3类情形。规范类强制退市情形触及后会实施退市风险警示,本次监管重点根据以往部分上市公司的实际违规案例,在股东及关联方非经营性占用资金、内控审计意见、控制权无序争夺等三类情形纳入规范类退市情形,并且沪深北交易所的新增指标保持一致。第一,新增控股股东及其关联方非经营性占用资金,余额达到最近一期经审计净资产绝对值30%或者金额超过2亿元,被中国证监会责令改正但未在规定时间内改正的,坚决予以出清。第二,新增将内控审计意见纳入规范类退市指标,拟将连续2年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见,或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围。第三,新增控制权无序争夺的情形,督促公司规范内部治理。

根据沪深北交易所披露,内控非标意见退市情形,以2024年度为第一个会计年度。资金占用、控制权无序争夺重大缺陷退市情形自新规则发布之日起施行。

其中,资金占用情形适用“新旧划断+严格规范”,即在新上市规则发布实施前实际控制人已经发生变化,且现任实际控制人与资金占用方无关联关系的,不适用新上市规则资金占用规范类退市;上市公司存在被控股股东及其关联方非经营性占用资金,在新上市规则发布实施后实际控制人发生变化的,将适用新上市规则资金占用规范类退市。

表 8: A 股各上市板块规范类强制退市指标

类别	A 股指标	沪深主板	科创板、创业板	北交所
规范类	1、财报存在重大会计差错或者虚假记载	规定期限届满次 1 个交易日停牌、2 个月仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正
	2、未按时披露半年报、年报	规定期限届满次 1 个交易日停牌、2 个月仍未披露	停牌 2 个月内仍未披露	停牌 2 个月内仍未披露
	3、半数以上董事无法保证公司所披露半年报或年报的真实性、准确性和完整性	规定期限届满次 1 个交易日停牌、2 个月仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正
	4、因信披或者规范运作等方面存在重大缺陷（+无序争夺）未改正	规定期限届满次 1 个交易日停牌、2 个月仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正	停牌 2 个月内仍未改正
	+ 5、控股股东及其关联方非经营性占用资金	余额> 净资产 *30% 或金额>2 亿元 规定期限届满次 1 个交易日停牌、2 个月仍未改正	余额> 净资产 *30% 或金额>2 亿元 规定期限届满次 1 交易日停牌、2 个月仍未改正	余额> 净资产 *30% 或金额>2 亿元 规定期限届满次 1 交易日停牌、2 个月仍未改正
	+ 6、连续 2 个会计年度财报内控	被出具无法表示意见或者否定意见或未按要求披露	被出具无法表示意见或者否定意见或未按要求披露	被出具无法表示意见或者否定意见或未按要求披露
	7、公司股本总额、股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件	规定期限届满次 1 个交易日停牌、1 个月仍未解决	规定期限届满次 1 交易日停牌、1 个月仍未解决	规定期限届满次 1 交易日停牌、1 个月仍未解决
	8、公司可能被依法强制解散			
	9、法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请			

资料来源：沪深北交易所，华宝证券研究创新部

注 1：本表仅展示各上市板块规范类退市主要修订的相关情形，不包含“其他情形”及具体指标解释情况。

注 2：本表内容来自 2024 年 4 月 12 日沪深北交易所发布的相关业务规则的征求意见稿，对比 2023 年 8 月版本的主要修订情况。

重大违法类：关键新增分年限虚假记载情形，重点打击财务造假。重大违法类强制退市情形主要分为两项：欺诈发行+重大信披违法等、涉及国家安全领域等违法行为。本次重点拓宽了第一项财务造假相关的重大违法行为，触及后会被终止上市。第一，本次针对财务造假设置分年限的金额梯度指标，一旦发行连续 3 年财务造假，不管虚假记载金额数量，一律视为重大违法行为，采取强制措施。第二，给定不同年份的适用情况，尽可能往前追溯、往后严管，着力提升上市公司财报质量，为投资者提供真实可信的财报分析基础。第三，沪深北交易所保持财务造假指标规定的一致性，在造假判定、适用金额等方面均一致。

根据沪深北交易所披露，新修订的重大违法强制退市情形，自新规发布之日起开始实施，并按照行政处罚事先告知书的发出时点作出新老划断。

表 9: A 股各上市板块重大违法类强制退市的部分修订指标

类别	A 股指标	沪深主板	科创板、创业板	北交所
重大违法类	+ 【2024 年度及以后】公司披露的财务数据任一年度虚假记载	1) 营业收入、利润总额或者净利润虚假记载金额>2 亿元，且超过相应科目 30%； 2) 或者 资产和负债科目虚假记载的金额合计>2 亿元，且超过年度期末净资产的 30%；		
	+ 【2024 年及以后】连续 2 年虚假记载金额	1) 营业收入、利润总额或者净利润连续 2 年虚假记载金额合计>3 亿元,且超过该 2 年相应科目合计金额的 20%		

	2)或者 资产和负债科目连续 2 年虚假记载金额合计>3 亿元,且超过该 2 年披露的年度期末净资产合计金额的 20%
【2020-2024 年】连续 2 年虚假记载金额 (4 项为“或者”关系,满足一项即触及)	1) 营业收入:连续 2 年均存在虚假记载,虚假记载金额合计>5 亿元,且超过该 2 年披露营收合计的 50% 2) 净利润:连续 2 年均存在虚假记载,虚假记载金额合计>5 亿元,且超过该 2 年披露净利润合计的 50% 3) 利润总额:连续 2 年均存在虚假记载,虚假记载金额合计>5 亿元,且超过该 2 年披露利润总额合计的 50% 4) 资产负债表:连续 2 年均存在虚假记载,虚假记载金额合计>5 亿元,且超过该 2 年披露期末净资产合计的 50%
+ 【2020 年及以后】连续 3 年虚假记载	无金额要求,包括营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中的资产或者负债科目

资料来源:沪深北交易所,华宝证券研究创新部

注 1:“【】”适用年限不包括北交所

注 2:本表内容来自 2024 年 4 月 12 日沪深北交易所发布的相关业务规则的征求意见稿,对比 2023 年 8 月版本的主要修订情况。

3. 金融机构:强监管推动行业回归本源,投行+财富突出专业能力建设

与 2024 年 3 月 15 日证监会发布“1 个严把、2 个加强、1 个落实”等文件相比,“新国九条”基本延续了对证券基金机构的相关监管表述,引导行业机构树立正确经营理念,处理好功能性和盈利性关系,强监管下推动行业机构提升专业能力、培育良好行业文化,践行五篇大文章。

重点培养“上市券商”为上市公司中的模范生,“白名单”重要性或进一步提升。证监会发布《关于加强上市证券公司监管的规定(征求意见稿)》,明确上市券商作为“上市公司+证券公司”双重属性,更要强调合规展业、限制融资、回报股东、投资者保护。截至 2024 年 4 月 12 日,A 股主板上市券商数量为 43 家,这 43 家上市券商要成为提升上市公司质量、提振投资者信心的模范样本,为其他上市公司作出重要表率 and 发挥榜样带动作用。其次,《关于加强上市证券公司监管的规定(征求意见稿)》中删除了原第十一条“上市券商应当在年报中披露近三年监管对券商分类结果”,券商评级正式转向内部化,未来券业“白名单”或成为公开券商模范生的重点名单,为打造一流投资银行和投资机构提供重要支持。

持续规范衍生品业务,新提“两融业务”监管,券商围绕“投行+财富”发挥更多专业主观能动性。“新国九条”对券商业务提出了更高发展要求,第一,相比“315 文件”,新提两融业务监管。一方面,控制上市公司股东信用账户管理,在融券券源方面进行了规范,券商两融业务规模可能会受到相应影响。截至 2024 年 4 月 12 日,A 股融券余额规模为 409 亿元,较 2023 年末减少 43%,完善融资融券业务监管制度,推动券商规范高质量发展。第二,加强“投行+财富”能力建设,投行业务方面,关注并购重组业务方向,服务更多产业上下游企业实现做优做强,推动证券公司深度参与服务产业链上市公司整合。财富管理方面,突出提升投资者回报,不管是证券公司还是基金公司,都要从规模导向向投资者回报导向转变。结合证监会 2024 年度立法工作计划,“力争年内出台的重点项目”中包括《证券投资基金投资咨询业务管理办法》等,推测监管年内落地针对金融机构在投资咨询业务等方面,如何加强财富管理专业能力、提升投资者回报作出细则规范。

4. 市场生态：供需两端支持构建“长钱长投”生态，筑牢市场基础设施根基

在市场生态方面，新“国九条”从供需两端针对如何培育长期投资市场建设提出了重点方向。

需求端：大力发展权益投资，以公募产品为核心对象，支持私募资管稳健发展。从产品需求端来看，新“国九条”强调“大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比”，将公募产品作为提振权益市场的核心对象，提升投研能力、肃清行业生态，把ETF作为公募权益做大做强的重要抓手，建立ETF快速审批通道，推动指数化投资发展。同时，支持私募基金、私募资管业务稳健发展，也要逐步成长为权益投资的重要力量，提升投资的行为稳定性。

资金端：畅通各类资金入市的通道，重点提及保险资金、银行理财、信托资金等相关政策。不管是在上市公司质量提升、程序化交易的规范发展等，都是完善畅通资金入市的基础设施建设，吸引长期资金牢牢驻扎资本市场。此外，“新国九条”重点提及通过完善保险公司绩效评价办法、社保及养老基金相关投资政策、鼓励银行理财和信托资金积极参与等，鼓励各类资金开展长期权益投资。

5. 总结：突出人民性基调、强监管主线，“1”个核心加强，“N”项制度持续完善

资本市场建设是服务中国式现代化大局的重要力量，突出人民性基调、强监管主线。强大的资本市场是现代经济的标配，从2023年7月中央政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，到2024年“新国九条”的“如期颁布”，体现出资本市场建设的战略重要性、监管自上而下的改革决心。本轮“新国九条”颁布更加针对上市公司、各类机构、市场生态作出细致安排和工作导向，深刻践行投资者保护，体现严监管主线，推动资本市场各项基础制度建设都能够走深走实，下定决心解决资本市场长期积累的深层次矛盾。

回应各方关切声音，“提升上市公司质量”有了充分制度细则和完善方向。从4月12日监管出台的多项文件可以看出，本轮资本市场改革建设已经经历了长时间的筹划和储备，听取了市场各方关切声音，“1”项意见为核心，“N”项政策仍然在持续出台中，针对上市公司入口把控提升主板企业财务门槛、日常监管“强制分红、限制减持”深入每个上市公司的经营管理、退市细则四类情形全方位修订，每个环节都有了充分全面的细则指引、责任落实，而且本次的业务规则仍然是“N”项政策的起点，还有包括进一步落实投资者回报等细则等待出台，资本市场建设层层递进不断完善发展。

积极拥抱监管政策，金融机构以“投行+财富”能力建设为方向，深度服务实体经济发展。金融机构树立正确经营理念，主动深化“1+N”政策体系中鼓励发展的业务能力提升，重点加强“投行+财富”等直面投资者的专业能力建设，响应并购重组、股权激励的业务需求，强化ETF指数化投资、公募基金权益投资、私募资管稳健投资等，深度服务实体经济实现高质量发展。

6. 风险提示

本文仅对公开披露信息进行统计分析，重点涉及关于 A 股上市公司的相关制度修订，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。