

行业研究

全面注册制的背景、改革亮点与市场影响

——全面注册制（征求意见稿）深度解读

要点

注册制全面推广是资本市场基础制度的重要改革，有助于资本市场发挥更大作用。从经济发展的自身规律来看，随着经济发展质效提升，直接融资的占比会越来越高。以注册制为例，从科创板设立之初开始已有五年左右的试点运行，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。目前注册制相关制度的建设已经取得了诸多成绩：**1) 上市公司数量增加，科技类公司占比提升。**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，其中科创板和创业板上市公司合计占比提升至34%。**2) 上市公司退市率有所提高，**19年退市新规后上市公司退市率由不足0.2%提升至0.8%-0.9%。**3) 上市公司监管进一步规范，信息披露要求有所提高。**

从“严进宽出”到“宽进严出”的变化，审核效率与退市率预计同步提升。根据海外经验，因历史背景、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各国注册制形成了不同的特点，但综合看来都是以尊重企业和资本市场基本发展规律为前提，同时政府监管重心放在上市后加强对上市公司的监督。全面注册制的主要制度变化有：**1) 从发行端来看，**由证监会审核为主过渡到以交易所审核为主，股票发行效率提升，年发行量预计保持在380家以上，与22年持平或略有增长。从发行定价来看，我们预计发行定价更加市场化，“打新股”的收益波动将增大。**2) 从上市标准来看，**设置更加多元化的上市条件，有利于科技创投类公司上市，科创类公司占比将逐步提升。**3) 从上市公司监管来看，**突出强调信息披露的主体责任和重要性，信息披露的质量要求更高。**4) 从退市制度来看，**退市标准将更加多元，退市率预计上升。我们预计全面注册制落地后，上市公司退市率将提升至1%以上，上市公司的退市执行将更加严格。

全面注册制对证券行业的影响：对证券行业而言，全面注册制的直接影响：**1) 投行业务：**全面注册制的推广有助于投行业务实现发行数量和发行质量的双重提升。投行业务向“头部”集中的趋势愈发明显。**2) 跟投业务：**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推动中介谨慎定价，并给券商带来跟投收益。**3) 投资业务：**历次市场扩容和指数大涨的背后都有资本市场的制度改革和利好政策作为重要的助推器，全面注册制制度红利预计将为券商投资业务带来机会。此外，全面注册制将进一步规范资本市场建设和上市公司监管，对于证券公司的上市公司服务、持续监督、投研定价等综合能力提出更高要求，龙头公司的优势将进一步凸显。

投资建议：在以全面注册制落地为主线的资本市场改革的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐主线：**1) 受益于全面注册制的推广，**券商板块中综合实力突出、投行业务市场份额逐步提升和子公司跟投收益显著的龙头券商，推荐中信证券，中金公司。**2) 受益于资本市场快速发展带来的财富效应，**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，建议关注弹性标的兴业证券。**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、金控类公司等。**

风险分析：资本市场改革推进较预期滞后；市场的信用风险；二级市场调整风险。

非银行金融（证券）
增持（维持）

作者

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

010-57378039

wangsm@ebsecn.com

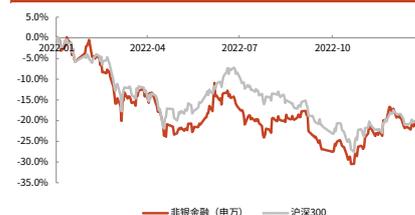
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、注册制从试点到全面推广，资本市场发挥更积极作用	4
1.1、资本市场扩容，资产证券化率不断提升	4
1.2、“资本+科技”良性循环，实现资本与科技要素的进一步融合	4
1.3、多层次资本市场建设加快，资本市场普惠性提升	5
1.4、全面注册制改革历史：从“试点”到全面推广的关键时期	6
2、海外：全面注册制并无统一模式，市场自治与政府监管相结合	7
2.1、美国：以信息披露为核心，充分体现了市场化特征	7
2.2、日本：“混业监管”各司其职，以交易所上市审核为主	7
2.3、新加坡：注册制与审核制同步进行，不同板块采用不同标准	8
2.4、中国香港：以交易所审核为主，注重市场自律和制度规范	8
2.5、海外经验总结：市场化为主导，政府监管相结合	9
3、全面注册制：系统性改革与创新，多方面带来市场机制变化	10
3.1、全面注册制：以处理好政府与市场关系为核心，进行一系列的制度建设与变革	10
3.2、发行与上市：审核效率提升，发行上市条件更加多元	11
3.3、以信息披露监管为核心，加强上市公司监管	12
3.4、定价分层将加剧，投研能力的重要性提升	12
3.5、退市制度更加完善，退市率预计上升至 1%以上	12
4、对资本市场和证券行业的影响展望	13
4.1、股票发行常态化，对投行收入短期贡献有限	13
4.2、拟上市公司退出渠道更加顺畅，利好 PE/VC 等创投公司	14
4.3、头部券商跟投优势显著，投研能力是差异化竞争的关键	14
5、投资建议：受益于全面注册制改革，行业有望迎来“戴维斯双击”	15
6、风险提示	15

图目录

图 1: 近年来我国直接融资占比 (社融口径)	4
图 2: 主要国家的资产证券化率整体呈上升趋势	4
图 3: A 股科创板和创业板上市公司占比逐年提升	5
图 4: 美国纳斯达克市场 IPO 数量和发行家数占总上市家数比	5
图 5: 22 年底美国上市公司行业市值规模占比	5
图 6: 22 年底英国上市公司行业市值规模占比	5
图 7: 注册制改革的政策梳理	6
图 8: 注册制试点后中国上市公司退市率上升明显	13
图 9: 近年来美国上市公司退市率维持在 4% 以上	13
图 10: 近年来 A 股上市公司数量不断增加	13
图 11: 科创板中头部券商跟投次数领先 (19 年-22 年)	14

表目录

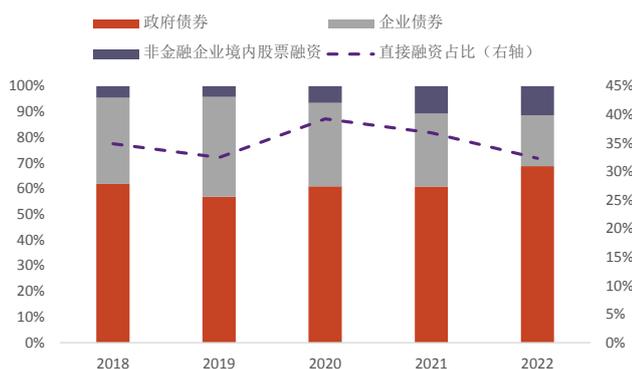
表 1: 世界主要国家和地区全面注册制对比	9
表 2: 各交易所板块制度对比	10

1、注册制从试点到全面推广，资本市场发挥更积极作用

1.1、 资本市场扩容，资产证券化率不断提升

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。资本市场具有开放性、流动性和包容性，发行定价与交易制度遵循市场化导向原则，实现资本要素的有序流动和合理配置。截至 2020 年末，与海外可比口径相比，我国证券化率处于偏低位置，股票融资额仍有较大提升空间。其中，美国的证券化率远高于其他国家，2020 年末其证券化率达 194.34%，而中国 2018/2019/2020 年末的证券化率分别为 45.52%/59.63%/ 82.96%，虽然呈上升趋势，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：近年来我国直接融资占比（社融口径）



资料来源：wind,光大证券研究所

图 2：主要国家的资产证券化率整体呈上升趋势



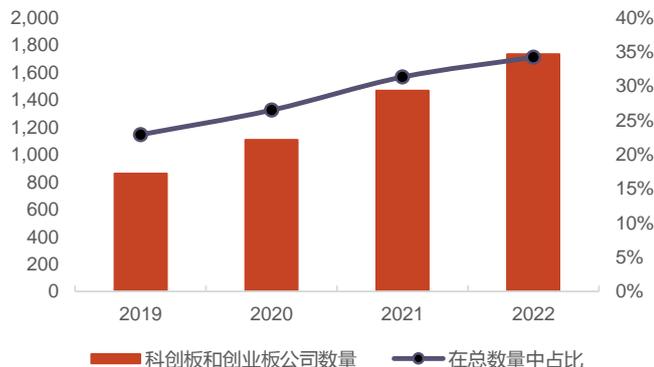
资料来源：世界银行，光大证券研究所

1.2、“资本+科技”良性循环，实现资本与科技要素的进一步融合

信用经济时代资本市场配置资源的优势更为显著。资本市场对股权收益风险的定价、对科技创新的激励、公司治理和公众监督以及最核心的风险共担和利益共享等机制，有利于促进资本要素向创新经济集聚。近年来科创板和创业板上市公司数量逐年提升，在 A 股上市公司中占比提升至 34%（截至 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，22 年末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，而中国市值靠前的公司集中在传统金融业和资源产业。

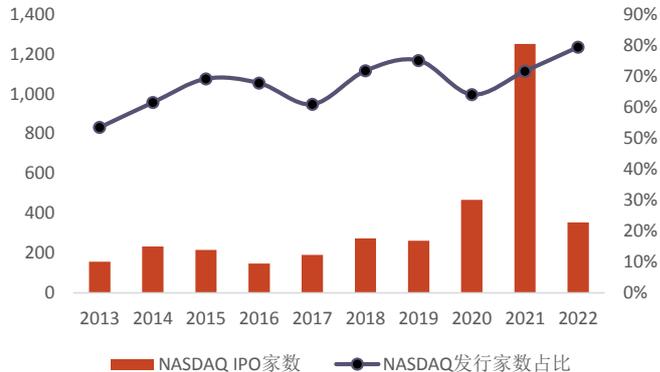
科技行业普遍具有技术创新、发展前景不明确、投入和收益存在时滞等特征，科技类公司的估值一直以来都是资本市场的难题。全面注册制的落地有利于发挥市场的根本作用，通过市场化定价引导资本要素与科技要素的收益风险匹配，从而利于科技类企业的上市和与资本市场的融合。

图 3：A 股科创板和创业板上市公司占比逐年提升



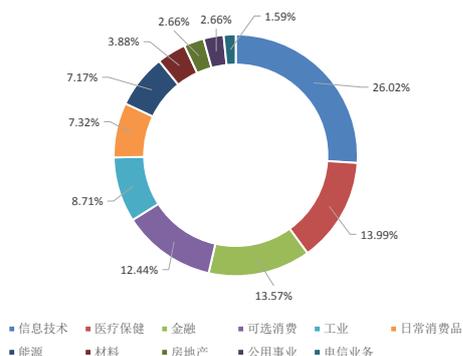
资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：美国纳斯达克市场 IPO 数量和发行家数占总上市家数比



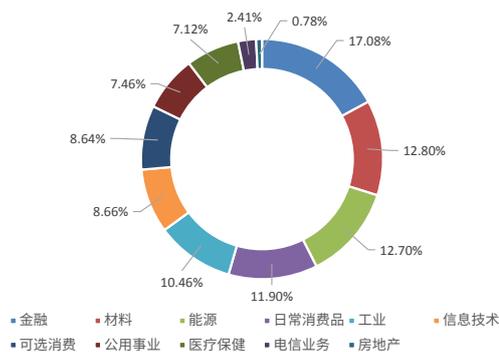
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：22 年底美国上市公司行业市值规模占比



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市值规模占比



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3、多层次资本市场建设加快，资本市场普惠性提升

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。科创板坚守定位，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成长型创业企业；北交所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。有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配企业在不同生命周期的融资需求。

1.4、全面注册制改革历史：从“试点”到全面推广的关键时期

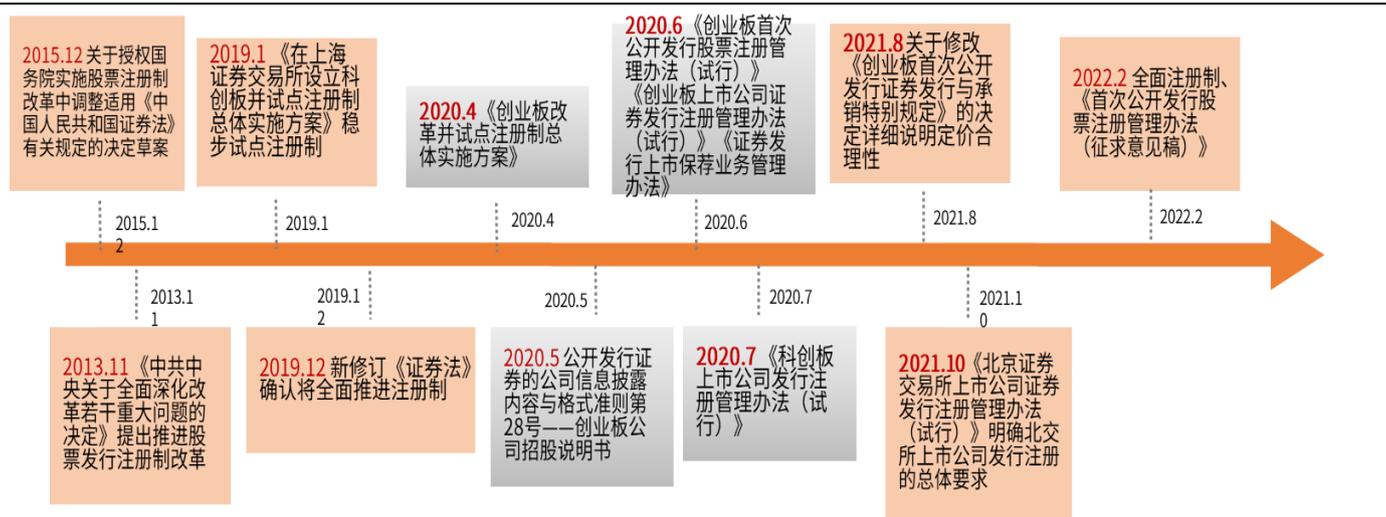
我国资本市场基础制度与层次体系虽已确立，但尚处于由大变强的关键阶段，一些深层次的结构性问题还没有得到有效解决。资本市场高质量发展的核心问题在于缺乏多样性和层次性：一是投资人结构较为单一、风险偏好一致性较强，造成金融资产的集中度较高。二是中介机构作用有限，没有充分发挥价值挖掘与定价职能。金融机构同质化竞争较强，激励考核以短期绩效为主，专业性和价值深度挖掘能力仍有提升空间。以券商为主的中介机构目前还是以通道业务和被动管理为主，保荐、定价、承销等核心能力还需要进一步提升，中介机构需要发挥引导价值投资、长期投资和理性投资的作用。

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过程。

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。

- 2019年1月提出《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》，从整体战略上构建注册制改革的基本框架以及制定总体方案。
- 2020年4月27日中央全面深化改革委员会审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，注册制改革正式由增量市场向存量市场的转变。
- 2021年，注册制改革试点取得积极成效。2021年10月北交所明确注册制试点，致力于打造中小企业的服务阵地和完善的制度体系。

图 7：注册制改革的政策梳理



资料来源：证监会官网，光大证券研究所整理并绘制

2、海外：全面注册制并无统一模式，市场自治与政府监管相结合

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。美国上市流程主要有：

1. 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。
2. 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。中介机构对企业财务、员工、资源、管理层、基本业务架构等进行审查，并检查是否存在利益冲突，进行行业比较研究，审查商业文件和法律文件，审查会计和内部管理流程。在尽职调查的过程中，发行人和中介机构也会根据企业的情况决定最适合在哪个交易所挂牌上市。
3. 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。
4. 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、日本：“混业监管”各司其职，以交易所上市审核为主

日本的股票发行上市经过了渐进式的市场化改革。第一阶段是1998年以前，企业发行上市主要由金融厅审核，首次公开发行定价采用拍卖制，交易所在审核中发挥作用较小。第二阶段是1998—2007年，发行审核主导权由金融厅转移至交易所，结果仅向金融厅备案即可，此时首次公开发行定价采用累积订单询价机制。第三阶段是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，企业提交上市申请后，交易所委托交易所自律法人进行审核，交易所自律法人将审核结果反馈给交易所，交易所再报金融厅注册。总体来看，政府行政审查的职能在弱化，市场机构的作用在加强。

日本东京证券交易所是亚洲重要的资本市场。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。日本主要实行混业监管，金融厅是金融业监管的最高行政部门，其职能之一便是对银行、保险公司、金融商品交易所等进行检查和监督，金融厅内部设有专门的证券交易监视委员会。日本股票发行上市审核以交易所上市审核为主。在日本，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，但金融厅的发行审核只是形式审核，真正关键性的实质审核是交易所的上市审核。

交易所制定的业务规程作为指导性文件，以案例介绍或者答疑的方式，向企业介绍上市审查的标准和关注点。交易所审核通过后报金融厅，金融厅一般不会否决发行上市申请。日本形成了以交易所实质审核为主、监管部门形式审核为辅的审核体制。同时，日本股票发行上市存在特殊的自律法人制度，主要因为日本企业的上市审核以交易所为主，为规避交易所既负责企业上市的准入又负责资本市场经营的利益冲突，日本专门成立了交易所自律法人来负责企业上市审核。

2.3、新加坡：注册制与审核制同步进行，不同板块采用不同标准

新加坡股票市场发展历史较长，但其股票发行制度由核准制转型为注册制的时间不长，其在发行制度、监管方法、信息披露、投资者保护等方面进行了一系列探索。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（简称新交所）目前拥有主板（Main Board）和凯利板（Catalist）两个市场。主板面向大型企业，凯利板面向本地和亚洲具有高成长性的国际公司。

主板的股票发行上市采取同步双审核制度。在2010年之前，企业发行上市需要经过两个阶段：第一阶段是新交所审核，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；第二阶段是金管局审核，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。

在实行了同步双审核制度之后，发行人的上市过程缩短到8~10周，即最快两个月内就能完成发行上市审核，整个发行过程包括事先咨询、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。新交所充分利用承销商的尽职调查意见，对发行人的信息披露质量进行把关。凯利板的股票发行上市主要采取保荐上市制度。为了吸引更多企业来凯利板上市，金管局并不参与对凯利板发行人进行上市审核，新交所也不直接审查凯利板发行人，而是将上市审核权下放到保荐人，即由保荐人评估发行人是否适合在凯利板上市。凯利板的上市条件更为宽松，没有设置任何财务准入标准和规模要求，也没有审核流程。凯利板发行上市周期更短，仅两周左右。

2.4、中国香港：以交易所审核为主，注重市场自律和制度规范

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，香港证监会则通过交易所向发行人反馈意见、要求发行人补充材料，并按照双重存档制的安排保留对发行和上市最后的否决权。香港证监会的审核主要是形式审核，其审查主要集中在信息披露是否完全以及是否涉嫌欺诈或非法关联交易等违法行为，关注招股说明书的整体披露质量以及该企业的发行上市是否符合公众利益。

香港股票发行上市强调企业自主性和自律性，其发行监管制度认为IPO市场无天然特殊性，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，投资者自主决定投资，并自担风险。香港还十分注重培育资本市场良好的自律和司法约束环境，通过市场自律规则和司法制度来规范市场秩序。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，交易所是市场组织者，也是一线监管者，交易所直接面对发行人和中介机构，决定企业是否上市，而香港证监会仅对发行人的信息披露做形式审核，只起到监督作用。值得说明的是，交易所的发行审核权力源头是证监会，香港证监会通过

与交易所签订《上市事宜谅解备忘录》，将法定审核监管权力转授交易所，香港证监会保留调查和执法权，同时拥有最终否决权。

2.5、海外经验总结：市场化为主导，政府监管相结合

从海外经验来看，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，注册制形成了不同的特点。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。一是，上市是企业的权利，在符合标准的前提下并无额外限制。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。二是，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。高质量的信息披露是资本市场高效运行的基石。三是，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。四是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。

表 1：世界主要国家和地区全面注册制对比

比较项	美国	日本	新加坡	中国香港
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，首次公开发行定价采用拍卖制，交易所在审核中发挥作用较小。 2.1998—2007 年，发行审核主导权由金融厅转移至交易所，结果仅向金融厅备案即可。 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，交易所自律法人将审核结果反馈给交易所，交易所再报金融厅注册。	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（简称新交所）目前拥有主板（Main Board）和凯利板（Catalist）两个市场。	1.1997 年曾开始尝试对发行与上市审核进行分离，然而由于历史传统的固化，尝试并不彻底，联交所对发行和上市的审核“垄断”依旧延续。 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 2.2003 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。	香港股票发行上市强调企业自主性和自律性，其发行监管制度认为 IPO 市场无天然特殊性，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。	对重大违法公司实施暂停上市、终止上市。上市公司构成欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的，证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市交易的决定“借壳上市”修改为“重组上市”	1.主板的股票发行上市采取同步双审核制度。整个发行过程包括事先咨询、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。凯利板的上市条件更为宽松，没有设置任何财务准入标准和规模要求，也没有负责审核流程。	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，交易所是市场组织者，也是一线监管者，交易所直接面对发行人和中介机构，决定企业是否上市，而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，目前香港证监会尚无否决交易所已批准上市申请的案例。

数据来源：肖钢《中国资本市场变革》，光大证券研究所整理

3、全面注册制：系统性改革与创新，多方面带来市场机制变化

3.1、全面注册制：以处理好政府与市场关系为核心，进行一系列的制度建设与变革

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。全面注册制的内涵主要有：

- “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”：将审核制分为交易所审核与证监会注册两个环节，各有侧重、互相衔接。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、信息披露等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。综合考虑市值、收入、净利润、研发投入、现金流等因素设置多套上市标准。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。在交易所成立上市委，实行合议制。

表 2：各交易所板块制度对比

交易所及板块	沪深主板	上交所科创板	深交所创业板	北交所
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
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 新增市值标准： 标准一：三年净利润>0，三年累计净利润≥1.5亿元，最近一年净利润≥6000万元，最近三年经营活动现金流净额累计≥1亿元或营业收入累计≥10亿元。 标准二：预计市值≥50亿元，最近1年净利润为正，最近1年营业收入≥6亿元，最近3年经营活动现金流净额≥1.5亿元。 标准三：预计市值≥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。	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≥1亿。 标准二：预计市值15亿元，营业收入≥2亿。 标准三：预计市值20亿元，营业收入≥3亿元，且三年现金流量≥1亿元。 标准四：预计市值30亿元，营业收入≥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。机构投资者	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≥5000万元。 标准二：预计市值≥10亿元，最近一年净利润为正且收入≥1亿元。 标准三：预计市值≥50亿元，且最近一年营业收入≥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。
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	1) 高管团队锁定期延长至3年。3年后仍然没有盈利的，	3) 控股股东首发股份上市后，锁定36个月 2) 设置限售期	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

	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。	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。	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。	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 个工作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 个工作日内预先披露减持计划。
交易规则	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。
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。	发行人应当以投资人需求为导向，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。
附注：	最近一年”“最近二年”“最近三年”以自然月计，另有规定的除外。 《首次公开发行股票注册管理办法（征求意见稿）》自公布之日起施行。《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第 196 号）、《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（证监会令第 174 号）、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（证监会令第 167 号）同时废止。			

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所，光大证券研究所整理

3.2、 发行与上市：审核效率提升，发行上市条件更加多元

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。对于证券市场结构，国内资本市场拥有主板、创业板、科创板等，以支持不同上市企业需求。中国全面注册制改革有助于提振市场流动性。

1) 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，交易所承担全面审核判断企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求的责任，并形成审核意见。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。

2) 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

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。

市场监管重点转变，以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，而转变为对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。

3.4、定价分层将加剧，投研能力的重要性提升

注册制全面推进的背景下，市场资源充分博弈后的定价机制、导向、效率进入加速规范阶段。此次主板发行定价的市场化改革，从而促进不同上市主体之间的价格分层，利好优质公司的资金募集。从投研角度来看，一方面当前行业内部单一的定价评定指标已经无法满足多层次资本市场的需求，应当拥有多元化的上市标准和估值定价体系。另一方面，投研能力直接决定定价能力，未来研究部门和投行部门应该充分发挥信号传递的中介作用，保障发行端和投资端的信息通畅，综合多要素进行更加谨慎的定价。

新股定价机制的灵活性提高，破发比例可能上升。科创板改革试点以来，破发比例相较于往年呈现逐年上升的趋势。市场自主定价的区间扩大增强市场发行价格的估值自我纠正能力，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由于询价制度的推行和前五个交易日不设置涨跌幅的交易制度（其中北交所为上市首日不设涨跌幅限制），将发行的定价权交给市场，“破发”比例有可能提升。

注册制的市场是一个更加自由、更加包容的市场，参考海外发达国家资本市场，注册制的长期影响在于市场扩容的同时上市公司的质量分化较为严重，由此衍生出二级资本市场流动性的分化。注册制的实施往往伴随着权益市场的扩容，因而上市公司的质量更加重要。参考成熟资本市场情况，我们预计长期来看二级市场的流动性将进一步分化，资金向“核心资产”、“热门赛道”集中的趋势将更加明显。

3.5、退市制度更加完善，退市率预计上升至1%以上

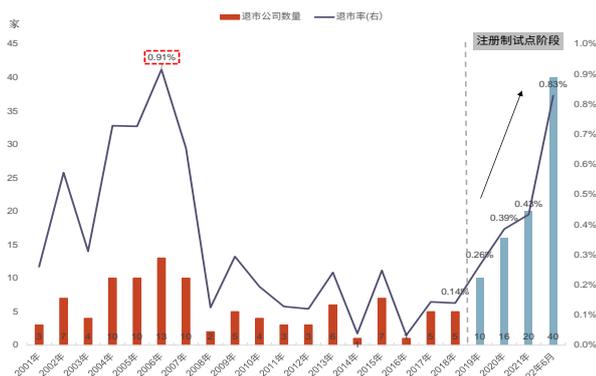
退市制度是注册制优胜劣汰市场业态的必要保障，能够加快市场出清的速度、畅通优质企业的融资通道。注册制下市场持续扩容，完善的退市制度可以维持市场优质企业的活性，降低失活企业对资本市场秩序的不良影响，市场资金才能进入良性循环，盘活资源、真正为优质企业拓展融资规模，整体上提升上市公司的质量。

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。退市制度建设多元化退市渠道，补充主

动退市和强制退市之外的可行的退市途径，同时降低退市标准，进一步降低退市的门槛。从历史维度来看，2001年-2022年期间我国资本市场退市率有两个高点，一个是退市制度出台的初始阶段，初期受政策刺激影响市场反应较为显著；另一个是注册制改革试点阶段，退市率随着试点改革进程的推进而大幅度提升。

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。

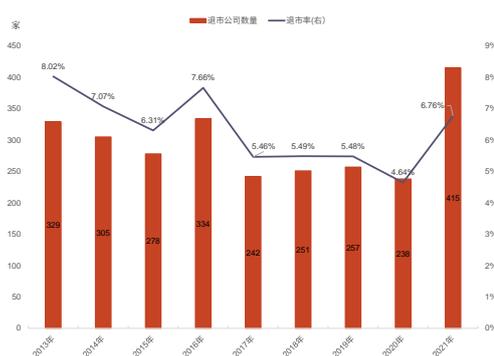
图8：注册制试点后中国上市公司退市率上升明显



资料来源：wind，光大证券研究所整理（截至2022年6月末）

注：退市率=当期退市公司数量/当期末上市公司总和（wind全A口径）

图9：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

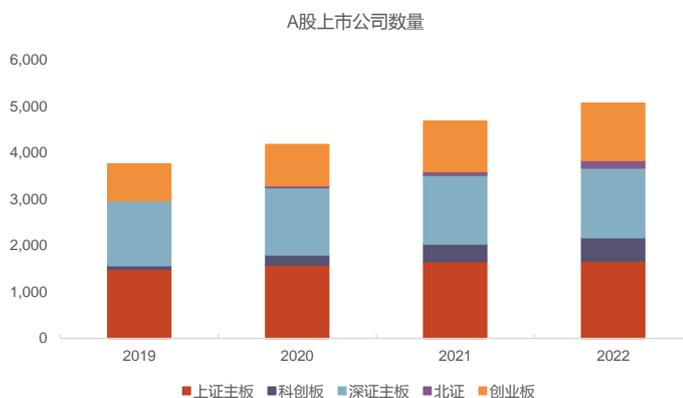
注：退市率=当期退市公司数量/当期末上市公司总和

4、对资本市场和证券行业的影响展望

4.1、股票发行常态化，对投行收入短期贡献有限

近年来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，我们预计在资产证券化率不断提升的背景下，IPO发行量将保持在每年380家以上。我们认为全面注册制有助于提高审核效率，但考虑到上市公司质量审核，IPO发行量在短期内将继续保持现有水平或略有提升，对证券行业投行业务直接收入贡献有限。

图10：近年来A股上市公司数量不断增加



资料来源：wind，光大证券研究所

4.2、 拟上市公司退出渠道更加顺畅，利好 PE/VC 等创投公司

注册制改革在为科创企业提供更多支持的同时激发了风险投资、私募股权等新金融业态的活力，进而鼓励更多企业家和创业者投身于高风险、高回报的科技创新领域，对推动产业升级有着至关重要的作用。

风险投资、私募股权等新金融业态是我国资本市场进行多层次建设的重要内容，对于完善资本市场多样化融资渠道，推进资本要素深度融合实体经济具有重要意义。随着资本市场加速推进市场化改革，IPO 上市持续扩容，PE/VC 机构所投资企业的上市概率提高，2020 年科创板和创业板的注册制试点后，PE/VC 退出事件显著增多，IPO 上市成为 PE/VC 机构退出的主要途径。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。PE/VC 等更加关注 Pre-IPO 的标的价值，在更早的阶段发掘优质标的，提升价值发现和产业战略布局的能力，进一步带动我国 PE/VC 市场的高质量发展。

4.3、 头部券商跟投优势显著，投研能力是差异化竞争的关键

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，总体上跟投机制是注册制深化发展的重要一环。科创板试点以来，各家券商战略配售的业绩出现分化，其中资金实力和综合金融服务能力存在优势的头部券商业绩亮眼。

图 11：科创板中头部券商跟投次数领先（19 年-22 年）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

5、投资建议：受益于全面注册制改革，行业有望迎来“戴维斯双击”

20 年四季度开始证券板块连续调整，目前估值已经反映了部分市场悲观预期，存在一定修复需求。我们认为证券行业有可能继续迎来一波上涨行情。一是从经济修复的角度，23 年年初“稳经济”增长的各项政策有望快速推出，从而利好证券等大金融板块表现。二是宽松的货币政策有望延续，流动性宽松是上涨的助推器。三是从资本市场改革自身的角度，全面注册制的落地、中国特色估值体系的建立和对外开放的推进均会在 23 年加速推进。四是内外部利好因素下资本市场表现有望企稳，从而利好券商基本面表现和估值提升。五是全面注册制、监管环境等因素利好头部券商，市场份额进一步向以头部券商为主的上市券商集中。

在以全面注册制落地为主线的资本市场改革的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐三条主线：1) 受益于全面注册制的推广，券商板块中综合实力突出、投行业务市场份额逐步提升的龙头券商，推荐中信证券，中金公司。2) 受益于资本市场快速发展带来的财富效应，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。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。

6、风险提示

1. **资本市场改革推进较预期滞后。**注册制等资本市场改革是一项系统工程，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。
2. **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。
3. **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。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

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。

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推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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本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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE