

2020 年 05 月 23 日

发行与承销制度进一步完善，创业板注册制改革平稳过渡

中小盘研究团队

——中小盘 IPO 专题

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）

dingwang@kysec.cn

证书编号：S0790120040007

● 创业板发行与承销制度进一步完善，助力存量市场注册制改革平稳过渡

证监会于 2020 年 5 月 22 日发布《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定（征求意见稿）》（以下简称《特别规定》），对注册制下创业板发行与承销制度进行了重要补充。《特别规定》的制定既借鉴了科创板“试验田”的改革经验，又结合了创业板存量市场的特点，为创业板发行与承销基础制度改革做好衔接，从而助力创业板存量市场注册制改革的平稳过渡。另外，按照核准制有关规定取得核准批文的企业，仍适用原来的创业板发行承销制度，不适用《特别规定》。

● 借鉴并优化科创板现行规定，增强创业板发行制度的针对性和包容性

科创板“试验田”在市场化定价、配售制度等方面积累了众多成功经验，《特别规定》将其推广到了创业板。首先，《特别规定》在网下询价对象和网下初始配售比例方面的规定与科创板保持完全一致，且同样规定向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金优先配售。可见，注册制实施后创业板首发配售将明显向网下倾斜，且排除个人和非专业机构投资者参与网下询价后，创业板定价专业性将有所提高，机构投资者中签率也有望明显提升。其次，《特别规定》同样引入了市场化的询价定价机制，在专业投资者的充分博弈下，首发定价将更接近公司的公允价值，从而更好地发挥资本市场融资功能。另外，在借鉴科创板经验的基础上，《特别规定》同样针对创业板存量市场的特点对发行承销制度予以了优化，并使其包容性得到提高。例如，由于创业板主要服务的成长型创新创业企业中包含较多的小盘股，为提高发行效率，《特别规定》仍保留了首发股数 2000 万股以下且无股东公开发售股份的公司可以直接定价发行的制度。同时规定，直接定价的不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率以及境外市场价格，尚未盈利企业也不得直接定价，以鼓励发行人通过市场化询价确定发行价格。

● 发行配套制度进一步完善，保障创业板市场化 IPO 顺利推进

继此前证监会明确“拟对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业实施保荐人相关子公司强制跟投的制度，其他发行人不强制跟投”之后，《特别规定》对创业板注册制下的发行配套制度进行了补充。战略配售方面，《特别规定》未对 IPO 公司实施战略配售设立门槛，同样允许高管和核心员工通过资管计划参与战略配售。另外，《特别规定》对设置超额配售选择权不设门槛。整体来看，创业板在发行配套制度方面获得了比科创板更大的灵活性，这也与创业板上市公司类型多样、存量市场相对成熟等特征相适应，有利于保障创业板市场化 IPO 的推进。为应对市场重大变化导致大量弃购，从而加重包销风险的情况，《特别规定》新增两项备用制度：一是允许发行人和主承销商要求网下投资者缴纳一定数量保证金；二是如果投资者弃购数量较大，可以就弃购部分向网下投资者进行二次配售。

● 风险提示：政策变动风险。

相关研究报告

《精选层推出在即，挂牌企业成色如何？》-2020.5.15

《中小盘 IPO 专题-次新股说：创业板启动注册制改革，上会速度有所加快（2020 批次 16、17）》-2020.5.10

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批新产业值得重点跟踪（2020 批次 14、15）》-2020.4.26

表1：创业板、科创板与新三板精选层发行与承销制度对比

	创业板	科创板	新三板精选层
网下询价对象	基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金七类专业机构投资者。	基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金七类专业机构投资者。	在中国证券业协会注册、符合中国证券业协会规定条件并已开通精选层交易权限。
定价方式	(1) 询价； (2) 直接定价：发行数量 2000 万股（份）以下且无股东公开发售股份。但直接定价对应市盈率不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率；已经或者同时境外发行的，直接定价确定的发行价格不得超过发行人境外市场价格； (3) 尚未盈利企业应采用询价方式。	询价。	询价、竞价、直接定价。
不同报价数量	同一投资者的不同报价不得超过 3 个，且最高报价不得高于最低报价的 120%。	同一网下投资者的不同报价不超过 3 个，且最高报价不得高于最低报价的 120%。	同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不得超过 3 个。
网下初始发行比例	(1) 公开发售后总股本在 4 亿股以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量 70%； (2) 公开发售后总股本超过 4 亿股或者尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 80%。 (扣除战略配售)。	(1) 公开发售后总股本在 4 亿股以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量 70%； (2) 公开发售后总股本超过 4 亿股或者尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 80%。 (扣除战略配售)。	网下初始发行比例应当不低于 60%且不高 80%。(扣除战略配售)。
分类配售	(1) 应当向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金等优先配售。优先配售比例由深交所规定； (2) 对网下投资者分类配售的，对优先配售对象的配售比例不得低于其他投资者； (3) 可以安排一定比例的网下发行股票设置不低于 6 个月的限售期，具体比例由深交所规定； (4) 分类配售可采取比例配售或者摇号方式。	(1) 网下投资者分类： A 类：公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金以及保险资金； B 类：合格境外机构投资者资金； C 类：上述以外的专业机构投资者； (2) 不低于网下发行股票数量的 70%优先向 A+B 类中长线资金对象配售。通过摇号抽签方式抽取上述资金对象中 10% 的账户锁定 6 个月； (3) 分类配售可采取比例配售或摇号方式	(1) 公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金的配售比例不低于其他投资者； (2) 分类配售按比例配售方式。
回拨机制	待深交所规定	(1) 50<网上有效申购倍数<100，向网上回拨公开发行股票数量的 5%； (2) 网上有效申购倍数>100，向网上回拨公开发行股票数量的 10%； (3) 回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次公开发行股票数量的 80%。	(1) 15<网上有效申购倍数<50，向网上回拨公开发行股票数量的 5%； (2) 网上有效申购倍数>50，向网上回拨公开发行股票数量的 10%。
战略配售	(1) 可以向战略投资者配售； (2) 战略投资者原则上不超过 35 名,战略配售占首发股数比例上限待深交所规定； (3) 高管与核心员工可以参与战略配售； (4) 战略配售股票锁定 12 个月。	(1) 首发股数<1 亿股，战略配售股数<首发股数的 20%； (2) 首发股数>1 亿股，战略配售股数<首发股数的 30%； (3) 高管与核心员工可以参与战略配	(1) 首发股数<5000 万股，战略配售股数<本次公开发行股票数量的 20%； (2) 首发股数>5000 万股，战略配售股数<首发股数的

创业板	科创板	新三板精选层
	售； （4）战略配售股票锁定 12 个月。	30%； （3）高管与核心员工可以参与战略配售，锁定期 12 个月； （4）战略配售股票锁定 6 个月。
超额配售 选择权 可以设定超额配售选择权，对设置超额配售选择权不设门槛。	超额配售股数不得超过首发股份的 15%。	超额配售股数不得超过本次公开发行股票数量的 15%。
保荐跟投 对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业强制实施保荐跟投。	所有科创板上市公司强制实行保荐跟投。	暂无相关规定。

资料来源：证监会、上交所、全国股转公司、中国证券业协会、开源证券研究所

附：《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定（征求意见稿）》

来源：中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间：2020-05-22

第一条 为规范创业板首次公开发行证券的发行与承销行为，维护市场秩序，保护投资者合法权益，根据《中华人民共和国证券法》《证券发行与承销管理办法》《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等，制定本规定。

第二条 首次公开发行证券并在创业板上市的发行与承销行为，适用本规定。本规定未规定的，适用《证券发行与承销管理办法》及中国证监会其他相关规定。

第三条 首次公开发行证券通过向网下投资者询价方式确定发行价格的，可以通过初步询价确定发行价格，也可以在初步询价确定发行价格区间后，通过累计投标询价确定发行价格。

发行数量2000万股（份）以下且无股东公开发售股份的，发行人和主承销商可以直接定价确定发行价格。直接定价确定的发行价格对应市盈率不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率；已经或者同时境外发行的，直接定价确定的发行价格不得超过发行人境外市场价格。

发行人尚未盈利的，应当通过向网下投资者询价方式确定发行价格。

第四条 首次公开发行证券采用询价方式的，应当向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者（以下统称网下投资者）询价，网下投资者参与询价应当向中国证券业协会注册并接受自律管理。

发行人和主承销商可以在符合中国证监会相关规定和证券交易所、中国证券业协会自律规则前提下，协商设置参与询价的网下投资者具体条件，并在发行公告中预先披露。

第五条 首次公开发行证券采用询价方式的，主承销商应当向网下投资者提供投资价值研究报告，并遵守中国证券业协会关于投资价值研究报告的规定。

第六条 参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象分别报价。同一投资者的不同报价不得超过3个，且最高报价不得高于最低报价的120%。

第七条 网下投资者报价后，发行人和主承销商剔除报价最高部分后确定发行价格（或者发行价格区间）的，剔除部分的配售对象不得参与网下申购。

最高报价剔除的具体要求和比例由交易所规定。

第八条 发行人和主承销商应当按照以下原则审慎确定发行价格（或者发行价格区间上限）：

- （一）对应市盈率参考同行业可比上市公司二级市场平均市盈率；
- （二）已经或者同时境外发行证券的，参考境外市场价格；
- （三）参考剔除最高报价后公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金报价中位数和加权平均数；
- （四）参考剔除最高报价后网下投资者报价的中位数和加权平均数。

发行人和主承销商确定的发行价格区间上限不得高于区间下限的120%。

第九条 发行人和主承销商询价确定的发行价格（或者发行价格区间上限）超过本规定第八条第（一）、（二）项之一，或者发行人尚未盈利的，应当在网下申购前发布投资风险特别公告，详细说明定价合理性，提示

投资者注意投资风险。

发行人和主承销商询价确定的发行价格（或者发行价格区间上限）超过本规定第八条（三）、（四）项规定的中位数、加权平均数孰低值的，应当按照以下原则发布投资风险特别公告：

- （一）超出比例不高于10%的，在网上申购前至少5个工作日发布1次以上投资风险特别公告；
- （二）超出比例超过10%的且不高于20%的，在网上申购前至少10个工作日发布2次以上投资风险特别公告；
- （三）超出比例超过20%的，在网上申购前至少15个工作日发布3次以上投资风险特别公告。

第十条 首次公开发行证券采用询价方式的，公开发售后总股本不超过4亿股（份）的，网下初始发行比例不低于本次公开发行证券数量的70%；公开发售后总股本超过4亿股（份）或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行证券数量的80%。实施战略配售的，应当扣除战略配售部分后确定网上网下发行比例。

发行人和主承销商应当安排一定数量的证券向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金等优先配售，优先配售证券占本次网下发行数量的比例下限由交易所规定。优先配售对象的有效申购不足安排数量的，可以向其他符合条件的网下投资者配售剩余部分。

第十一条 网下投资者应当结合行业监管要求、资产规模等合理确定申购金额，不得超资产规模申购，承销商可以认定超资产规模的申购为无效申购。

网下投资者的申购报价和询价报价应当逻辑一致。

第十二条 发行人和主承销商可以综合考虑投资者条件、限售期等因素对网下投资者实行分类配售，对优先配售对象的配售比例不得低于其他投资者。

对网下投资者分类配售的，发行人和主承销商可以对同类投资者采取比例配售或者摇号配售方式。采取比例配售方式的，同类投资者配售比例应当相同。采取摇号配售方式的，同类投资者中签率应当相同。

第十三条 发行人和主承销商可以安排一定比例的网下发行证券设置不低于6个月的限售期，具体比例由交易所规定。

中国证监会可以根据市场情况，调整前述网下发行限售比例和限售期。

第十四条 网上投资者有效申购数量超过网上初始发行数量一定倍数的，应当从网下向网上回拨一定数量的证券。

交易所应当对有效申购倍数、回拨比例以及回拨后无限售期网下发行证券占本次公开发行证券数量比例等要求作出规定。本条所称公开发行证券数量按照扣除设定限售期的证券数量计算。

第十五条 网上投资者申购时无需预先缴付申购资金。

市场发生重大变化的，发行人和主承销商可以约定网下投资者缴纳保证金，保证金占拟申购金额比例上限由交易所规定。

第十六条 首次公开发行证券可以向战略投资者配售。战略投资者原则不超过35名，战略配售证券占本次公开发行证券数量的比例应当符合交易所规定。

发行人和主承销商应当根据本次公开发行证券数量、证券限售安排等情况，合理确定战略投资者数量和配售比例，保障证券上市后必要的流动性。

第十七条 参与战略配售的投资者应当按照最终确定的发行价格认购其承诺认购数量的证券，并实际持有本次配售证券。

参与战略配售的投资者应当使用自有资金认购，不得接受他人委托或者委托他人参与配售，但依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金等除外。

第十八条 战略投资者应当承诺自本次发行的证券上市之日起持有获得配售的证券不少于12个月。发行人和主承销商可以根据战略投资者的资质、长期战略合作关系等,对战略投资者配售证券设置不同的限售期。

参与本次战略配售的投资者不得参与本次公开发行证券网上发行与网下发行，但证券投资基金管理人管理的未参与战略配售的证券投资基金除外。

第十九条 主承销商应当对战略投资者的选取标准、配售资格等进行核查，要求发行人、战略投资者就核查事项出具承诺函，并聘请律师出具法律意见书。

第二十条 发行人的高级管理人员与核心员工可以通过设立资产管理计划参与本次发行战略配售。前述资产管理计划获配的证券数量不得超过本次公开发行证券数量的10%，且应当承诺自本次公开发行的证券上市之日起持有配售证券不少于12个月。

发行人的高级管理人员与核心员工参与战略配售的，应当经发行人董事会审议通过，并在招股说明书中披露参与人员的姓名、担任职务、参与比例等事项。

第二十一条 发行人和主承销商经审慎评估，可以在发行方案中设定超额配售选择权。

第二十二条 市场发生重大变化，投资者弃购数量占本次公开发行证券数量的比例较大的，发行人和主承销商可以就投资者弃购部分向网下投资者进行二次配售。“比例较大”的标准由交易所规定。

第二十三条 本规定所称“以上”“以下”“不少于”“不超过”“高于”“低于”均含本数，所称“超过”“不足”均不含本数。

本规定所称“公募基金”是指通过公开募集方式设立的证券投资基金；“社保基金”是指全国社会保障基金；“养老金”是指基本养老保险基金；“企业年金基金”是指根据《企业年金基金管理办法》设立的企业年金基金；“保险资金”是指符合《保险资金运用管理暂行办法》等规定的保险资金。

本规定所称“同行业上市公司二级市场平均市盈率”是指中证指数有限公司发布的同行业最近一个月静态平均市盈率。本规定所称“同行业可比上市公司二级市场平均市盈率”按以下原则确定：

（一）中证指数有限公司发布的同行业最近一个月静态平均市盈率；

（二）中证指数有限公司未发布本款第（一）项市盈率的,可由主承销商计算不少于3家同行业可比上市公司的二级市场最近一个月静态平均市盈率得出。

本规定所称“战略投资者”，是指具有较强资金实力，认可发行人长期投资价值，愿意持有发行人首次公开发行股票12个月以上，并参与本次战略配售的投资者。

第二十四条 交易所可以根据本规定制定创业板证券发行承销业务实施细则，报中国证监会批准后实施。

第二十五条 本规定自发布之日起实施。

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R2（中低风险），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C2、C3、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C2、C3、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的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	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	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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835