

分析师: 林晨

登记编码: S0730519080001

linchen@ccnew.com 021-50586356

## 精选层是多层次资本市场的重要拼图

——策略专题

## 证券研究报告-策略专题

发布日期: 2020年05月11日

## 相关报告

- 1 《策略报告: 注册制向存量推进-创业板改革并试点注册制点评》 2020-04-28
- 2 《策略报告: 北水、两融小幅流入, 加仓医药消费-A股流动性周报》 2020-04-27
- 3 《策略报告: 北上资金大幅净流入, ETF净卖出-A股流动性周报》 2020-04-20
- 4 《策略报告: 基金发行回落, 成交小幅回升-A股流动性周报》 2020-04-13
- 5 《策略报告: 北上资金净流入扩大, 市场成交回落-A股流动性周报》 2020-04-08

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

## 投资要点:

- **新三板是多层次资本市场服务中小企业的重要平台, 将与沪深交易所错位发展。**1) 新三板的服务对象主要是中小企业, 新三板改革的思路是打通中小企业成长壮大的市场通道, 2) 科创板主要服务于“符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”, 更加侧重于核心技术以及市场地位, 3) 创业板的服务范围相对科创板则更加包容, 服务成长型创新创业企业, 支持传统企业与新技术、新产业、新业态、新模式的深度融合。
- **精选层的上市条件低于科创板, 交易门槛高于科创板, 交易制度、发行承销均有区别。**1) 市值是上市发行条件核心指标(每一个条件均包含), 从可比口径来看, 标准低于科创板。2) 精选层采用竞价交易制度, 自然人投资者的资产门槛为100万, 并且涨跌幅限制为30%, 单笔申报最低为100股, 并取消最小交易单位要求。3) 定价方式更加包容, 询价、直接定价、竞价均可, 个人也可参与网下询价, 采用全额预缴, 按照比例配售。
- **由于新三板流动性相较交易所市场较弱, 新三板辅导公司估值更低, 市值更小, 并且精选层辅导公司具备小而美、高成长、行业范围广的特征。**1) 估值与市值方面, 精选层辅导公司的市盈率明显低于科创板、创业板。PE(ttm)在10X-30X的公司合计占比达到70.7%, 市值小于25亿占比达到94%; 2) 行业分布上, 科创板主要集中在信息技术与医疗保健, 精选层辅导公司则分布更为平均; 3) 研发方面, 科创板、创业板、精选层辅导公司研发费用在营收占比超过10%的公司占比分别为49%、19%、10%; 4) 盈利与成长性方面, 超过一半的精选层辅导公司业绩都在0-0.5亿区间。精选层辅导、科创板、创业板ROE大于10%的公司占比分别为76.72%、69.00%、35.89%; 营收增速中位数分别为17.3%、19.9%、8.8%, 业绩增速中位数分别为21.3%、21.9%、10.3%。(截至2020/05/06, 财务数据为2019年)
- **精选层未来流动性有望得到改善, 交易活跃度预计将提升。而精选层转板机制打通, 多层次资本市场将逐步形成, 有利于提升新三板以及整体市场的投资价值。**目前100万的精选层资产门槛相较于过去新三板500万的硬性门槛已经出现下降, 此外, 公募基金可以投资精选层股票, 投资者结构将更加丰富。2020年4月27日, 受理与审查工作正式开启。截至2020/05/06, 合计接受上市辅导的公司有116家, 新三板精选层将成为科创板、创业板坚实的后备军。

风险提示: 市场系统性风险

## 内容目录

1. 新三板定位服务中小企业.....	3
2. 上市标准与发行承销机制.....	4
2.1. 上市标准.....	4
2.2. 发行承销制度.....	5
3. 交易方式与投资者适当性.....	5
4. 新三板精选层受理工作已经开启.....	7
4.1. 审查流程.....	7
4.2. 新三板精选层辅导公司与科创板、创业板全方位对比.....	8
4.2.1. 估值.....	8
4.2.2. 市值.....	9
4.2.3. 行业分布.....	10
4.2.4. 研发.....	10
4.2.5. 盈利.....	11
4.2.6. 成长性.....	12
5. 投资建议.....	12

## 图表目录

图 1: 精选层的进出机制.....	3
图 2: 精选层挂牌流程.....	7
图 3: 市盈率对比（2020/05/06）.....	8
图 4: 市值分布（2020/05/06）.....	9
图 5: wind 行业分类.....	10
图 6: 2019 年研发费用（单位：百万）.....	11
图 7: 2019 年研发费用在营收占比.....	11
图 8: 2019 年 ROE 情况.....	11
图 9: 2019 年业绩情况（单位：亿元）.....	11
图 10: 2019 年营业收入增速情况.....	12
图 11: 2019 年归母净利润增速情况.....	12
表 1: 上市需满足的发行条件.....	4
表 2: 发行承销制度.....	5
表 3: 交易规则与投资者适当性区别.....	6

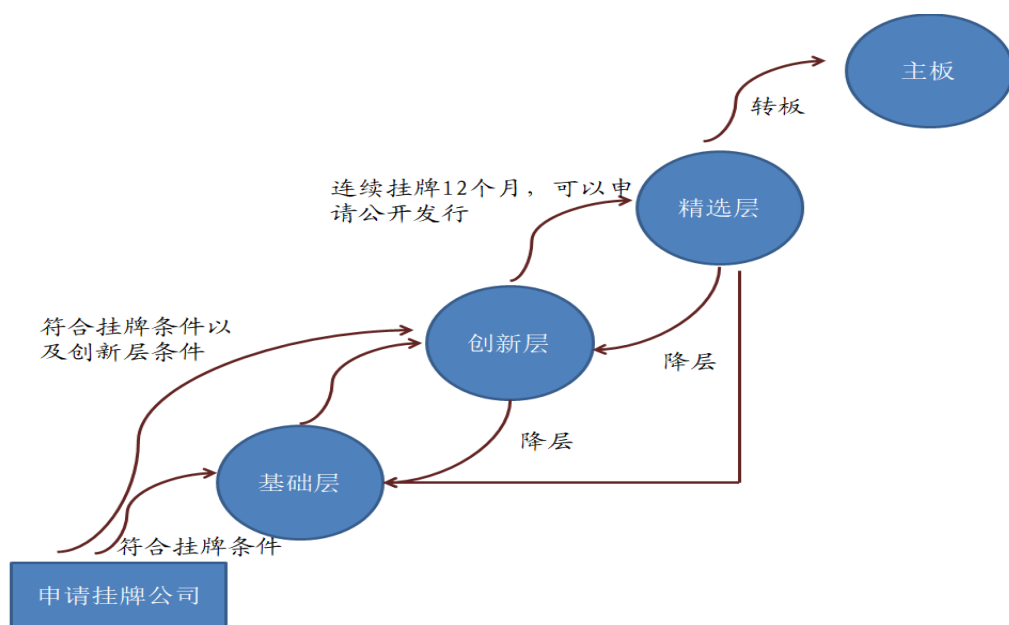
## 1. 新三板定位服务中小企业

成立精选层，旨在打通中小企业通往沪深交易所通道。2020年3月6日，证监会起草了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。要求是在精选层连续挂牌一年以上，并需要符合转入板块的上市条件。

新三板是多层次资本市场服务中小企业的重要平台，将与沪深交易所错位发展，是多层次资本市场体系的一块重要拼图。新三板的服务对象主要是中小企业，与旨在服务“科技创新”的科创板、创业板存在定位上的差异。2019年10月，证监会指出新三板改革的思路是坚持服务中小企业发展的初心，坚持市场化、法治化方向，实现与交易所的错位发展；坚持多层次资本市场有机联系，打通中小企业成长壮大的市场通道，完善基础制度安排，促进融资、交易、定价等市场功能有效发挥；坚持建立健全适合中小企业特点的制度安排，为挂牌企业提供差异化精准服务，提高信息披露质量，严厉查处违法违规行为，防范市场风险，促进中小企业规范发展。

而创业板与科创板定位也有不同，将形成各有侧重、相互补充的适度竞争格局。创业板主要服务“成长型创新创业企业，支持传统企业与新技术、新产业、新业态、新模式的深度融合”，而科创板主要服务于“符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”。因此创业板更加侧重传统行业的产业升级方面，强调公司业绩的成长性，而科创板相对来看更加侧重于核心技术以及市场地位，并不侧重于当前业绩。

图 1：精选层的进出机制



资料来源：中原证券，全国股转公司

## 2. 上市标准与发行承销机制

### 2.1. 上市标准

新三板精选层的发行标准与科创板、创业板存在不同，市值是精选层的核心指标（每一个条件均包含），但从可比口径来看，标准还是低于科创板。从“市值-营收-研发”这一可比口径来看，新三板精选层为 8 亿/2 亿/近两年研发在营收占比不低于 8%，而科创板为 15 亿/2 亿/近三年研发在营收的比例不低于 15%。此外，单单看市值方面，新三板精选层最低、最高要求为 2 亿/15 亿，科创板最低、最高要求为 10 亿/40 亿，创业板最低、最高要求为 10 亿/50 亿。

表 1：上市需满足的发行条件

	新三板精选层	科创板	创业板
市值-利润	市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 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%；	预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元	
市值-营收-现金流	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		
市值-营收-研发	市值不低于 8 亿元，最近一年营业收入不低于 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%；	预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%；	
市值-研发	市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5000 万元	预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。	
利润			最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币 5000 万元。
市值-利润-营收		预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元；	预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。
市值-营收		预计市值不低于人民币 30 亿	预计市值不低于人民币 50 亿

市值-现金流

元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元；  
元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元。  
预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元

资料来源：中原证券，上交所，深交所，NEEQ

## 2.2. 发行承销制度

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》，工作方向包括制定发布创业板的承销业务规范。预计未来配套的承销业务规则也将得到更新。

因此将科创板的发行承销制度与精选层对比来看，精选层定价方式更为包容，除了询价以外，直接定价、竞价均可以采用。网下询价方面，精选层允许个人投资者参与询价，而科创板不允许自然人参与网下询价，申购必须采用全额预缴，并且不要求跟投。精选层申购必须采用全额预缴，分配规则采用按比例分配，而科创板申购必须采用全额预缴，并且不要求跟投，按照抽签原则分配。

表 2：发行承销制度

	新三板精选层	科创板
定价方式	发行人和主承销商可以自主协商选择直接定价、竞价或询价方式确定发行价格。	询价
分配规则	按比例	抽签
最高剔除比例	不得低于 5%/10%（申购倍数超 10 倍）	不低于 10%
申购资金要求	全额缴付申购资金、缴付申购保证金或以其他方式参与申购	无需冻结
市值要求	无底仓市值要求	每 5000 元市值可申购一个单位
网下投资者要求	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全国股转系统精选层交易权限	公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等

资料来源：中原证券

## 3. 交易方式与投资者适当性

投资者门槛方面，新三板精选层高于科创板，科创板高于创业板（注册制以后）。交易经验均要求两年，区别主要在于对资产的限制，新三板要求自然人投资者设置 100 万以上，科创



板为 50 万以上，创业板为 10 万以上。

根据《全国中小企业股份转让系统股票交易规则》，精选层股票采取竞价交易方式。经中国证监会批准，精选层竞价交易可以引入做市商机制。基础层、创新层股票可以采取做市交易方式或集合竞价交易方式进行交易。当挂牌公司进入精选层的，股票交易方式强制变更为精选层竞价交易方式。

创业板（注册制后）的交易制度大体上与科创板相似，但单笔申报数量更低，而新三板精选层则与前者存在着较大不同。区别主要在于精选层并未设置盘后固定交易，涨跌幅限制为 30%，单笔申报最低为 100 股，申报价格设置为上下 5%，并取消最小交易单位要求。

**表 3：交易规则与投资者适当性区别**

	新三板精选层	创业板（注册制后）	科创板
投资者适当性要求（自然人投资者）	申请权限开通前 10 个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币 100 万元以上，且具有本办法第七条规定的投资经历、工作经历或任职经历的自然人投资者。	（一）权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元；（二）参与证券交易 24 个月以上。	（一）权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元；（二）参与证券交易 24 个月以上；
涨跌幅限制	涨跌幅限制比例为 30%。	涨跌幅限制为 20%	涨跌幅比例为 20%。
不设置涨跌幅限制	1) 股票采取连续竞价交易方式的成交首日；2) 全国股转公司作出终止挂牌决定后，股票恢复交易期间的成交首日；	上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制	上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制
申报限制	买入申报价格不高于买入基准价格的 105% 或买入基准价格以上十个最小价格变动单位（以孰高为准）；卖出为不低于 95% 以下十个；	买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%；卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%。	买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%；卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%。
单笔申报数量	投资者买卖股票的单笔申报数量应当不低于 100 股，不得超过 100 万股。	不小于 100 股，限价申报的单笔买卖申报数量不得超过 10 万股，市价申报的单笔买卖申报数量不得超过 5 万股。	限价申报不小于 200 股，且不超过 10 万股；市价申报不小于 200 股，且不超过 5 万股。
盘后定价交易	-	15: 05 至 15: 30 为盘后定价交易时间	15: 05 至 15: 30 为盘后定价交易时间

资料来源：中原证券，上交所，深交所，NEEQ

## 4. 新三板精选层受理工作已经开启

新三板精选层受理与审查工作开启，后续陆续会有公司挂牌上市。2019年12月27日，全国股转公司发布实施了包括《分层管理办法》《股票交易规则》《投资者适当性管理办法》等3件基本业务规则，此后陆续发布基本业务规则与配套文件。全国股转公司于2020年4月27日正式启动股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌业务的受理与审查工作。

### 4.1. 审查流程

一、发行人通过保荐机构以电子文档形式向全国股转公司提交精选层挂牌申请文件，全国股转公司在收到精选层挂牌申请文件后两个交易日内作出是否受理的决定。

二、全国股转公司审查机构自受理之日起二十个交易日内，通过精选层挂牌审查系统发出首轮问询。审查问询可多轮进行。全国股转公司审查机构认为不需要进一步问询的，出具审查报告并提请挂牌委员会审议。

三、挂牌委员会召开审议会议，对精选层挂牌申请文件和审查机构的审查报告进行审议，会议形成通过或不通过的审议意见。

四、全国股转公司结合挂牌委员会审议意见，在受理之日起两个月内出具自律监管意见或作出终止精选层挂牌审查的决定。审查通过的，根据发行人委托向中国证监会报送公开发行申请文件。

五、中国证监会受理申请文件后，在二十个工作日内作出核准、中止审核、终止审核、不予核准的决定。

六、中国证监会核准发行的，发行人依照规定发行股票。股票公开发行后，发行人符合进入精选层条件的，全国股转公司向发行人出具同意其股票在精选层挂牌的函，安排其股票在精选层挂牌。

图 2：精选层挂牌流程



资料来源：中原证券，全国股转公司

## 4.2. 新三板精选层辅导公司与科创板、创业板全方位对比

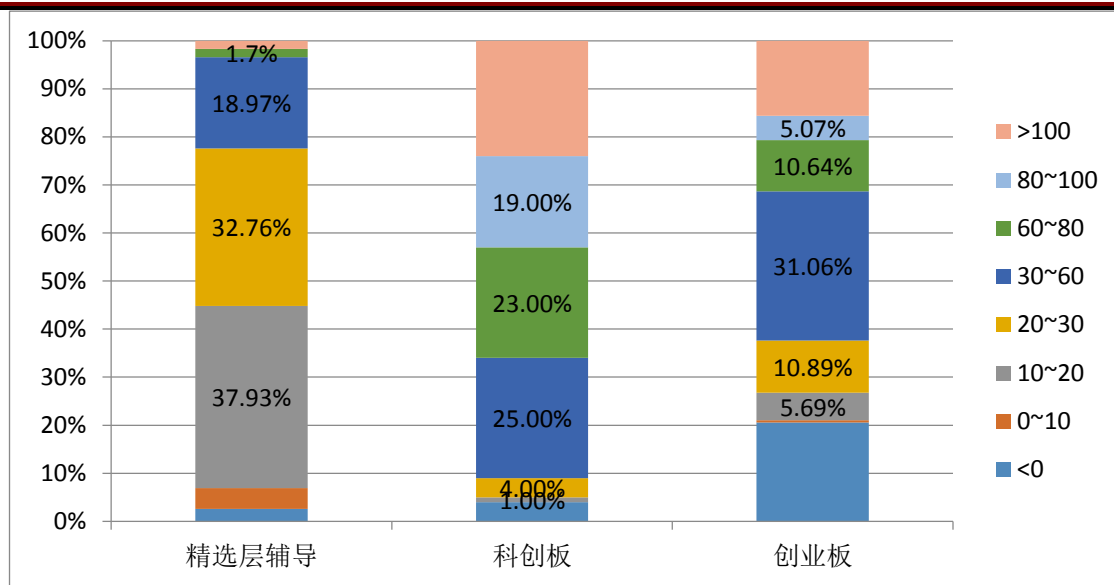
据 wind 数据，截至 2020/05/06，目前辅导验收通过 8 家，已受理 13 家，辅导备案登记受理 95 家，合计接受上市辅导的公司 116 家。下文对目前精选层辅导公司作为样本进行分析，此外，截至 05/06，科创板上市家数为 100 家，创业板为 808 家。

### 4.2.1. 估值

由于流动性的原因，从估值方面来看，精选层辅导公司估值明显低于科创板、创业板，精选层辅导公司的市盈率（ttm）主要集中在 10~20、20~30 区间，合计占比达到 70.7%，而科创板公司的市盈率（ttm）主要在 30X 以上，30X 以下仅占比 9%，创业板的估值集中在 30~60X，分布较为平均。精选层辅导、创业板、科创板的市盈率（ttm）中位数分别为 21、41、72 倍。

图 3：市盈率对比（2020/05/06）



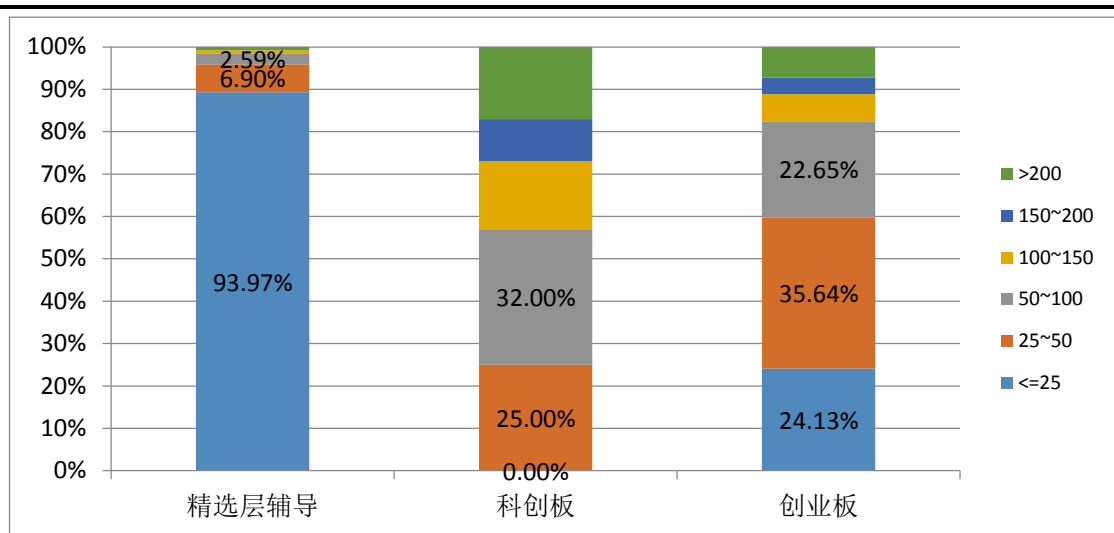


资料来源：中原证券，wind

#### 4.2.2. 市值

市值分布上，精选层上市辅导公司市值显著较小，而科创板大市值公司占比最高。精选层上市辅导市值绝大部分小于 25 亿，占比达到 94%，而科创板目前并没有小于 25 亿的上市公司，尽管 100 亿以上的公司绝对数不如创业板多，但占比显著较高。精选层辅导、创业板、科创板市值的中位数分别为 8.7、39.3、85.6 亿元。

图 4：市值分布（2020/05/06）

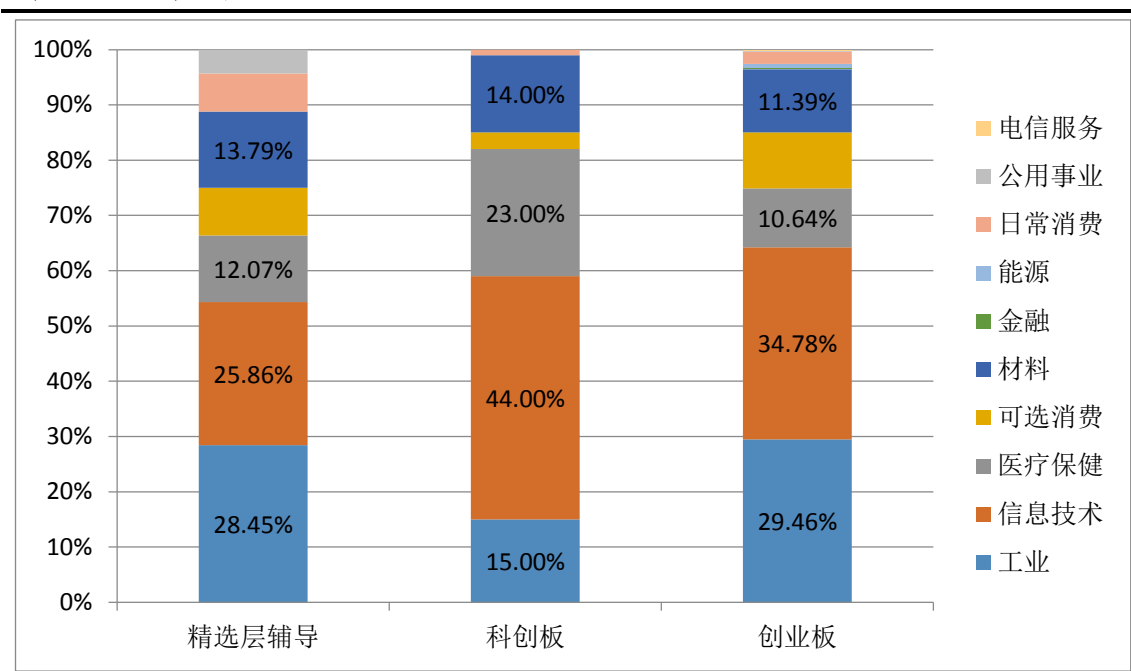


资料来源：中原证券，wind

### 4.2.3. 行业分布

行业分布上，新三板精选层行业分布更为包容，科创板主要集中在信息技术与医疗保健。科创板公司信息技术、医疗保健行业分布占比达到 44%、23%，高于精选层辅导、以及创业板。精选层辅导则分布更为平均，用标准差来看行业分布的离散情况，精选层辅导、科创板、创业板分别为 9.77%、13.77%、11.95%。

图 5: wind 行业分类

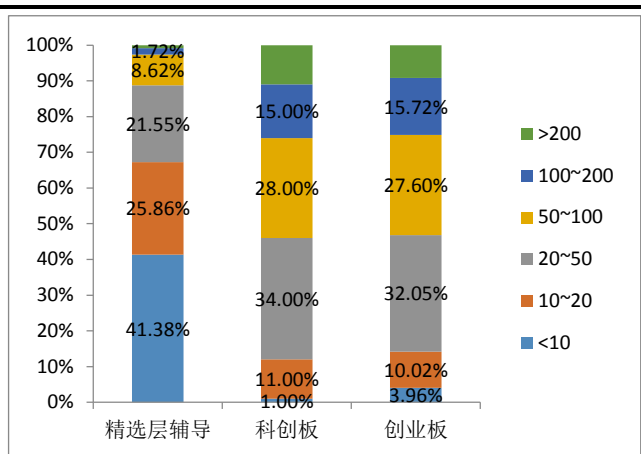


资料来源：中原证券，wind

### 4.2.4. 研发

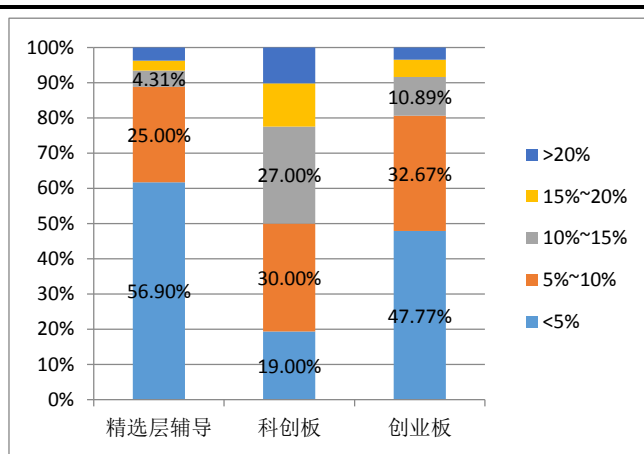
研发方面，科创板公司更加注重研发，精选层公司研发开支较小。从绝对数值上看，新三板精选层公司研发费用规模方面显著小于科创板、创业板，科创板与创业板规模相近。从研发费用在营收占比上来看，科创板公司更加重视研发，研发费用在营收占比超过 10%的公司占比，科创板、创业板、精选层辅导公司分别为 49%、19%、10%。

图 6：2019 年研发费用（单位：百万）



资料来源：中原证券，wind

图 7：2019 年研发费用在营收占比

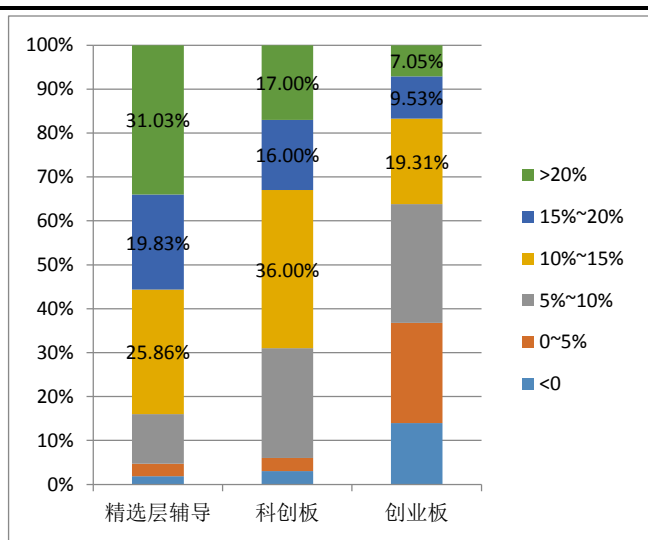


资料来源：中原证券，wind

#### 4.2.5. 盈利

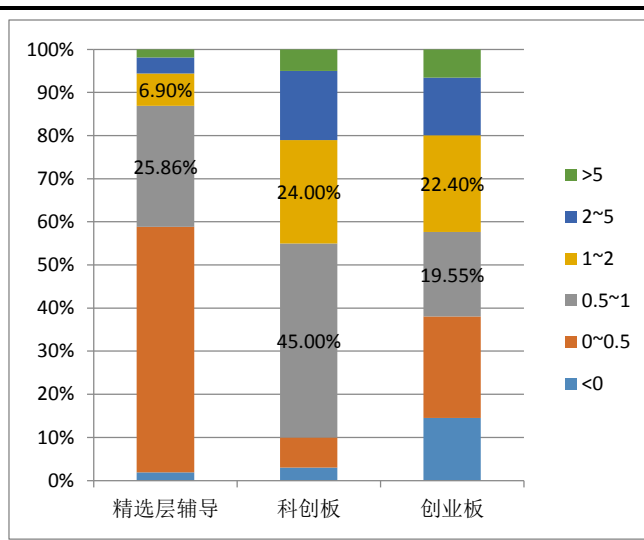
盈利方面，精选层辅导盈利相对较少，但整体盈利质量较高，创业板分化较为明显。超过一半的精选层辅导公司业绩都在 0~0.5 亿区间，科创板公司业绩主要集中在 0.5~1 亿区间，创业板盈利分布均匀。此外，精选层辅导、科创板、创业板 ROE 大于 10%的占比分别为 76.72%、69.00%、35.89%；

图 8：2019 年 ROE 情况



资料来源：中原证券，wind

图 9：2019 年业绩情况（单位：亿元）

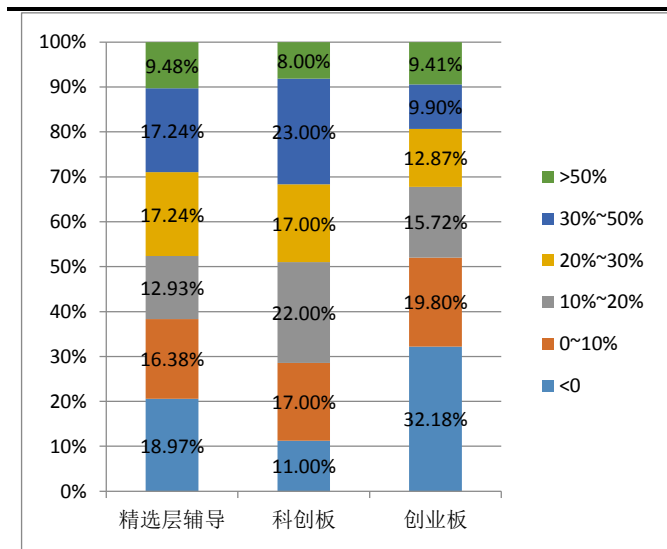


资料来源：中原证券，wind

#### 4.2.6. 成长性

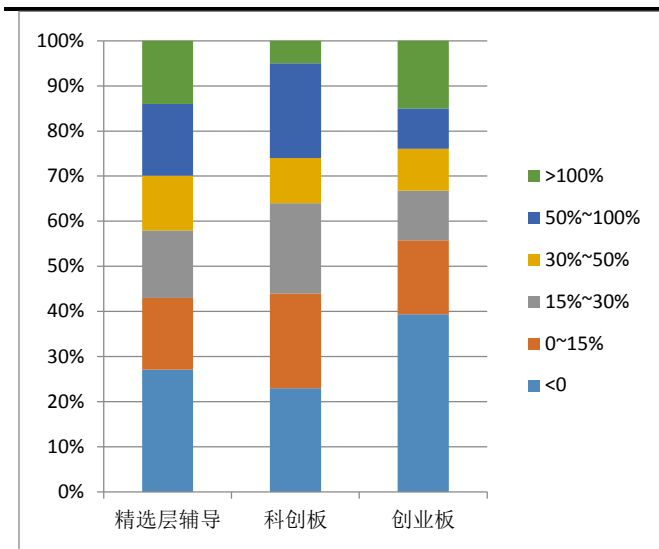
成长性方面，科创板、精选层辅导结构接近，而创业板分化明显。精选层辅导、科创板、创业板的营收增速中位数分别为 17.3%、19.9%、8.8%，业绩增速中位数分别为 21.3%、21.9%、10.3%。创业板营收、业绩增速为负的占比达到 32.2%、39.4%。

图 10：2019 年营业收入增速情况



资料来源：中原证券，wind

图 11：2019 年归母净利润增速情况



资料来源：中原证券，wind

## 5. 投资建议

**精选层流动性改善，交易活跃度预计将出现提升。**目前 100 万的精选层资产门槛相较过去新三板 500 万的硬性门槛已经出现下降，此外，2020 年 4 月 29 日证监会正式发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，股票基金、混合基金等其他认定基金可以投资精选层股票。因此，精选层的投资者结构将更加丰富，投资者也有望分享中小企业的成长红利。

**精选层转板机制的打通，多层次资本市场逐步形成，有利于提升新三板以及整体市场的估值。**2020 年 3 月 6 日，证监会起草了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。全国股转公司于 2020 年 4 月 27 日正式启动股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌业务的受理与审查工作。截至 2020/05/06，合计接受上市辅导的公司 116 家，其中辅导验收通过 8 家，已受理 13 家，辅导备案登记受理 95 家，新三板精选层将成为科创板、创业板坚实的后备军。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。