

# 创业板存量企业质地不一，改革下券商多业务迎良机

非银金融行业证券研究报告

2020年05月25日

——非银行金融行业深度研究

## 作者

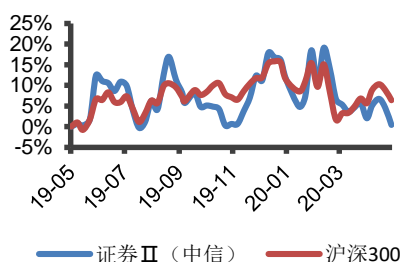
分析师 李甜露  
执业证书 S0110516090001  
电话 010-56511814  
邮件 litianlu@sczq.com.cn

研究助理 李星锦  
电话 010-56511810  
邮件 lixingjin@sczq.com.cn

## 行业数据 (2020-5-22)

股票家数(家)	45
市净率(倍)	1.49
年初至今涨跌幅(%)	-14.25
总市值(亿元)	25,435.92
自由流通市值占比	0.44

## 一年内走势图



## 相关研究

1. 券商投行业务发展空间研究：中小券商发力新三板，产业结构待优化 (2020.03.03)
2. 《中华人民共和国证券法》点评：监管理念侧重有所调整，市场板块层次清晰 (2020.01.06)

## 核心观点

● **原创业板制度定位交叉，未凸显板块特点**，审核流程与主板、中小板并没有本质性差别，上市标准限制部分高成长性企业，并购、再融资相比其他板块无特殊优势，导致创业板出现发行审核效率低、上市企业数量较少、融资效率低等问题。

● **首批28家：估值与可持续性不匹配**

整体来看，首批创业板上市公司估值与可持续成长性并不匹配，估值高、持续成长能力较弱。在28家上市企业中，整体高估值下，公司质地不一，业绩表现分化明显，既存在增长后劲不足或高估值低质量企业，如华谊兄弟、金亚科技，也有持续成长能力优异的企业，如亿纬锂能、爱尔眼科。

● **创业板改革凸显市场化原则，实现优势互补**。创业板注册制改革，对于上市公司与拟上市公司，加速优胜劣汰，利好优质持续成长型企业，上市条件包容性更强，能满足更多企业的融资需求；短期提升市场交易活跃度，长期增加板块配置价值。

● **业务机会**

投行业务：对券商的投研、定价、综合服务能力提出更高要求，同时，承销费率或随服务水平同步提升。创业板制度的优化升级，也将吸引更多企业通过分拆上市、转板等方式登陆创业板，进一步增加券商业务机会。

经纪业务：交易活跃，投资者数量与交易活跃度的提升将增加业务收入，且随着创业板涨跌幅限制的放宽，投资者产生对可以降低波动的金融产品的需求，券商可设计相关金融服务和产品。

资管业务：差异化资产属性使得创业板配置价值提升，资产配置将更有针对性，产品将更为丰富，并给予对冲基金生存空间。

信用业务：在融券方面，通过转融通等方式，创业板战略投资者在承诺的持有期限内可出借获得配售的股票，丰富券源供给，有助于增加做空业务，促进多空平衡，高估值股敏感性将有提升。

- 创业板注册制改革下，创业板市场份额高、投行业务能力较强的券商将受益，近一年来创业板 IPO 承销数量靠前且储备项目较丰富的券商有中信建投、国信证券、广发证券等。对于部分储备较多中小企业项目的中小券商也可能有较大利好，如国金证券、长江证券、东兴证券等。

**风险提示：**宏观经济不达预期；政策效果不及预期；权益市场波动加大；债市短期震荡加剧。

## 目录

1. 前期市场 .....	5
1.1 市场规模.....	5
1.2 原政策分析 .....	5
1.2.1 审核流程与主板、中小板并无本质性差别 .....	5
1.2.2 上市公司数量少，并不是“金字塔”结构 .....	6
1.2.3 融资效率低，相比其他板块没有特殊优势 .....	7
2. 上市公司质地 .....	8
2.1 首批 28 家：估值与可持续性不匹配 .....	8
2.2 具体企业情况 .....	9
2.2.1 华谊兄弟（300027.SZ）：成长性逐年下降，高溢价并购风险显现 .....	9
2.2.2 金亚科技（300028.SZ）：财务造假，溢价收购与高负债成本拖累业绩 .....	10
2.2.3 亿纬锂能（300014.SZ）：持续成长性强，行业地位不断提高 .....	10
2.2.4 爱尔眼科（300015.SZ）：连续十年实现盈利增长，凸显核心竞争力 .....	11
3. 创业板注册制改革：凸显市场化原则，实现优势互利互补 .....	12
3.1 创业板规则主要变化 .....	12
3.2 创业板注册制 vs. 科创板 .....	13
3.3 试点注册制主要影响 .....	14
4. 业务机会 .....	15
4.1 行业业务机会 .....	15
4.2 中小券商业务机会 .....	16
风险提示 .....	16

## 图目录

图 1: 历年创业板公司家数及市值 (亿元) .....	5
图 2: 各板块上市公司总市值 (亿元) .....	5
图 3: 各板块上市公司数量 .....	6
图 4: 估值与业绩增长情况 .....	9
图 5: 华谊兄弟上市以来营业收入和净利润变化 (万元) .....	10
图 6: 锂离子电池业务营业收入 (万元) 及增长率 .....	11
图 7: 锂原电池业务营业收入 (万元) 及增长率 .....	11
图 8: 2009-2019 年四家企业净利润同比增速对比 (%) .....	12

## 表目录

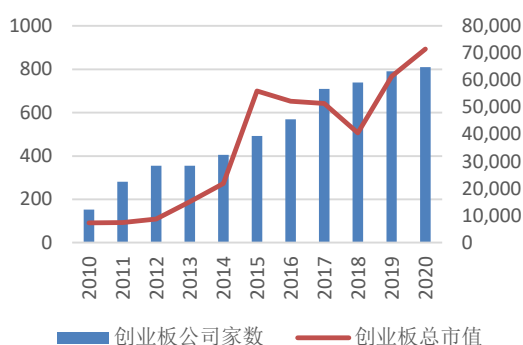
表 1: 创业板上市财务指标要求 .....	6
表 2: 原再融资制度审核程序与简易程序安排 .....	7
表 3: 创业板注册制规则与原创业板制度规则对比 .....	17
表 4: 创业板注册制规则与科创板注册制规则对比 .....	19

## 1. 前期市场

### 1.1 市场规模

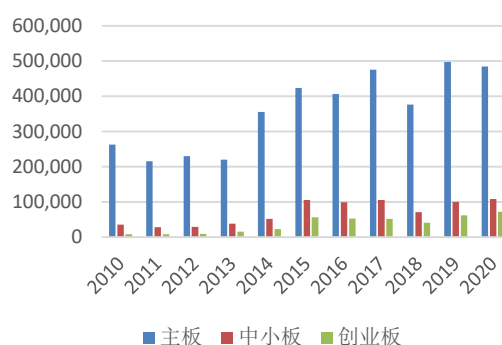
2009 年中国创业板正式上市，截至 2020 年 4 月底，创业板公司家数 807 家，较上一年末增加 16 家，市场总市值 6.9 万亿元，较上一年末增长 12.3%，总市值占沪深两市 10.6%。截至 2019 年底，791 家创业板公司实现营业收入 1.57 万亿元，同比增加 11.08%，净利润 514.34 亿元，同比增加 22.89%。

图 1：历年创业板公司家数及市值（亿元）



资料来源：WIND、首创证券研发部

图 2：各板块上市公司总市值（亿元）



资料来源：WIND、首创证券研发部

### 1.2 原政策分析

**定位交叉，未凸显板块特点。**自 2009 年以来，创业板定位在“自主创新企业和成长型企业”，2013 年国务院发布的《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》将新三板定位于面向全国服务创新型、创业型、成长型中小微企业，科创板则以科技为核心，服务于科技创新企业。创业板与新三板板块定位差异主要在发展阶段，但因门槛限制，部分已显现成长性的企业并能进入创业板；与科创板则区别在创业板为创新驱动，侧重服务围绕技术发展软性竞争力的企业，科创板则为“技术引领”，但在创业板历史定位上并没有明确体现出来。

#### 1.2.1 审核流程与主板、中小板并无本质性差别

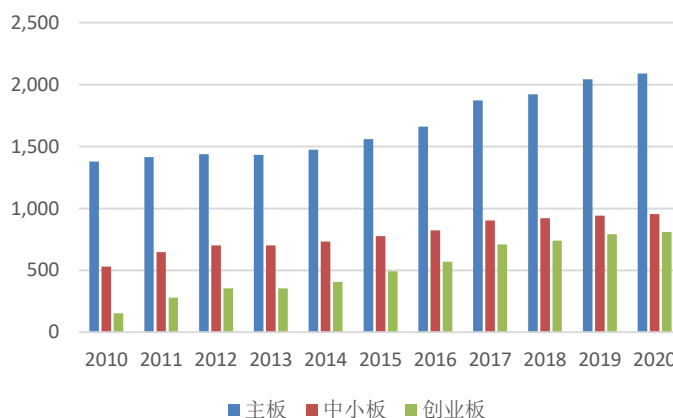
创业板审核与主板、中小板本质相同，都是实质性审核，审核效率低，且保荐机构需要专项核查公司自主创新能力和成长性并出具成长性专项意见书，程序甚至比其他板块更久。据统计，2019 年创业板受理到上会平均时长 568 天，略高于主板与中小板，创业板通过率

78.38%，主板和中小板通过率分别为 88.33%、90%。创新成长型企业对资金需求迫切，平均 1-2 年的发行审核周期不利于企业成长。

### 1.2.2 上市公司数量少，并不是“金字塔”结构

截至今年 4 月，创业板公司家数 807 家，同期主板 2088 家，中小板 955 家，创业板公司家数远低于主板家数。

图 3：各板块上市公司数量



资料来源：WIND、首创证券研发部

创业板上市公司数量之少，与上市门槛有关。2009 年以来，创业板沿用两套上市标准，要求创业板上市公司具备成长性且符合盈利标准，而成长性高的初期创业公司盈利能力不一定能满足上市要求，因此上市条件限制了部分有高成长性的企业进行融资，尽管财务指标有经调整，但仍保持盈利上市要求。

表 1：创业板上市财务指标要求

	2020. 4（创业板注册制改革）	2018. 06
财务指标	<p>一般企业要求：</p> <p>（一）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；（二）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；（三）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元。（红筹企业、特殊股权结构企业市值及财务要求不同）……</p>	<p>发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件：</p> <p>……</p> <p>（二）最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；</p> <p>（三）最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损；……</p> <p>（红筹企业可不适用前款第（二）项规定和第（三）项“不存在未弥补亏损”的规定）</p>
	2014	2009

财务指标	<p>发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件： .....</p> <p>(二) <b>最近两年连续盈利</b>，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者<b>最近一年盈利</b>，最近一年营业收入不少于一千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；</p> <p>(三) <b>最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损</b>； .....</p>	<p>发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件： .....</p> <p>(二) <b>最近两年连续盈利</b>，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者<b>最近 1 年盈利</b>，且净利润不少于 500 万元，最近 1 年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。</p> <p>(三) <b>最近一期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损</b>。 .....</p>
------	---	---

资料来源：证监会、首创证券研发部

### 1.2.3 融资效率低，相比其他板块没有特殊优势

创业板融资效率低，相比其他板块没有特殊优势，并购、再融资监管理念也并没有不同。因缺乏灵活的并购融资制度，且再融资制度便利性低，创业板企业融资效率并不高。并购重组价格弹性低，发行股份购买资产审核时长在 2-5 个月不等。再融资审核流程需经证监会初审、发审委审核、证监会核准，与主板审核环节一致，审批时长基本在 3-8 个月不等。2014 年 5 月再融资制度曾实行小额快速融资非公开发行，规定融资额不超过 5000 万元且不超过净资产 10%，但因其融资规模小与审核时间长等原因并未发挥作用。

表 2：原再融资制度审核程序与简易程序安排

再融资制度（2014.05）	
审核程序	<p>中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：</p> <p>(一) 收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；</p> <p>(二) 中国证监会受理后，对申请文件进行初审；</p> <p>(三) 创业板发行审核委员会审核申请文件；</p> <p>(四) 中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>
简易程序	<p>上市公司申请非公开发行股票融资额不超过人民币五千万元且不超过最近一年末净资产百分之十的，中国证监会适用简易程序，但是最近十二个月内上市公司非公开发行股票的融资总额超过最近一年末净资产百分之十的除外。</p> <p>前款规定的简易程序，中国证监会自受理之日起十五个工作日内作出核准或者不予核准决定。</p>

资料来源：证监会、首创证券研发部



## 2. 上市公司质地

### 2.1 首批28家：估值与可持续性不匹配

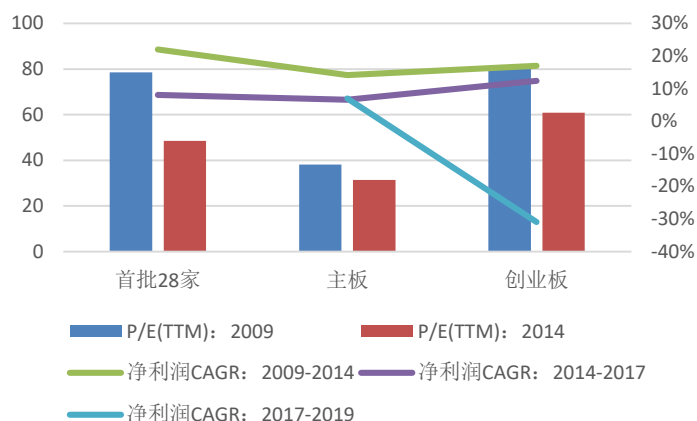
观察首批 28 家企业创业板上市以来净资产收益率、每股现金流量、主营业务营业收入增长率、净利润情况。2009-2014 营业收入年均增长 30%，2014-2019 年营业收入年均增长 15%，然而在净利润表现上不如人意。2009-2014 年净利润年均增长 22%，而 2018、2019 年净利润呈负数，28 家公司合计实现净利润-1.85 亿元，其中 10 家公司净利润为负，11 家同比负增长。

从 ROE 来看，仅 7 家公司（北陆药业、亿纬锂能、爱尔眼科、华测检测、硅宝科技、乐普医疗、大禹节水）2019 年 ROE 较 2010 年上升。2009-2019 年 11 家每股经营活动产生的现金流量净额实现正增长，年均增长率范围在-34%~61%。

从 2009-2019 年 28 家企业市场估值情况来看，10 年来 P/E (TTM) 中值为 72.7，2009 年末 P/E 中值为 78.55，2009-2014 年净利润年均增长 22%，营收年均增长 30%，2014 年末 P/E 中值为 48.45，2014-2017 年净利润年均增长 8%，2018、2019 年净利润分别为-15.59 亿元、-1.85 亿元，2014-2019 年营收年均增长 15%。主板 2009 年末 P/E 中值 38.08（同期创业板：80.6），2009-2014 年净利润年均增长 14.15%（同期创业板：16.96%），营收年均增长 15.93%（同期创业板：27.36%），2014 年末 P/E 中值为 31.38（同期创业板：60.89），2014-2017 年净利润年均增长 6.53%（同期创业板：12.33%），2017-2019 年净利润年均增长 7%（同期创业板：-30.9%），2014-2019 年营收增长率 8.75%（同期创业板：22.89%）。首批 20 家公司估值较同期主板高，从业绩表现来看，2009-2014 年 28 家创业板上市企业营收与净利润增速明显好于主板表现，但在 2014-2019 年期间，企业业绩增速趋近甚至低于主板，企业成长显疲弱，表现出持续成长能力较弱。



图 4：估值与业绩增长情况



资料来源：WIND、首创证券研发部

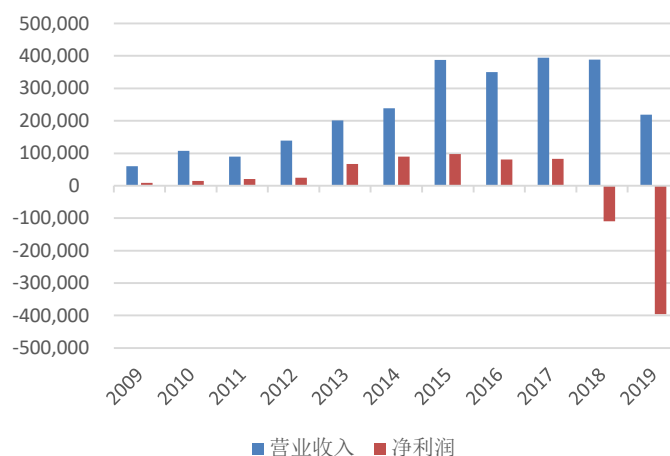
整体来看，首批创业板上市公司估值与可持续成长性并不匹配，估值高、持续成长能力较弱。在 28 家上市企业中，整体高估值下，公司质地不一，业绩表现分化明显，既存在增长后劲不足或高估值低质量企业，如华谊兄弟、金亚科技，也有持续成长能力优异的企业，如亿纬锂能、爱尔眼科。

## 2.2 具体企业情况

### 2.2.1 华谊兄弟（300027.SZ）：成长性逐年下降，高溢价并购风险显现

华谊兄弟成长性逐年下降，10 年 P/E 均值 54.93。2019 年，公司实现营业收入 21.86 亿元，同比下降 43.81%，净利润为-39.6 亿元，同比下降 262.32%，各季度净利润均为负。2009-2014 年，公司营业收入年增长率 31.65%，2014-2019 年，公司营业收入年增长率跌至-1.76%。创业板上市以来公司不断并购扩张，并购交易金额超过 55 亿元，其中不乏东阳美拉、浙江常升等高溢价并购案例，高商誉并购模式放大了经营风险，而并购未能给公司带来预期的盈利，2018 年、2019 年公司商誉减值损失分别为 9.73 亿元、5.99 亿元，2019 年公司 13 家主要子、孙公司营业收入 24.3 亿元，营业利润-2.79 亿元，净利润-3.01 亿元。此外，在品牌打造上，华谊兄弟的“好莱坞模式”仍未见成效。华谊兄弟在经历了高速成长后，近年来业绩表现与创业板“创新成长”定位相差甚远。

图 5：华谊兄弟上市以来营业收入和净利润变化（万元）



资料来源：WIND、首创证券研发部

### 2.2.2 金亚科技（300028.SZ）：财务造假，溢价收购与高负债成本拖累业绩

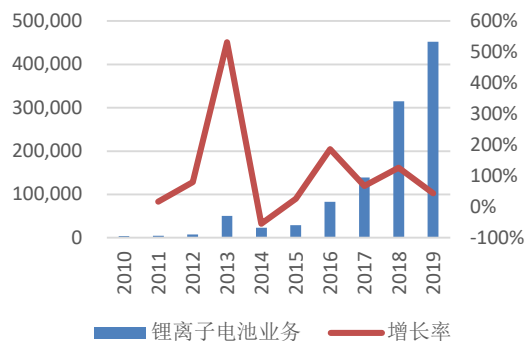
金亚科技是首批上市公司中高估值代表，欺诈发行、财务造假已被查实，目前已被深交所启动强制退市机制，停牌前股价较发行价已跌去94.69%，也被越来越多的投资者索赔。2009-2019年公司营业收入年均增长率-33.42%，2013年公司净亏损超1亿，自2014年以来，公司营收持续下降，2019年营业收入324.63万元，净利润-3299.29万元，扣非净利润-3998.98万元，触及了股票终止上市情形，深交所决定其股票终止上市。回顾2013年金亚科技经营情况，成本的大幅增加来源于哈佛国际与负债费用。公司2.3亿元溢价收购的哈佛国际经营持续恶化，公司为发展“物联网”提高负债率，财务费用显著增加，加重资金链负担。此外，金亚科技退市除了经营本身的问题，揭示出的更重要的问题是上市企业信息披露真实性，财务造假成本低，中介机构未尽核查义务，企业危机未能及时暴露。

### 2.2.3 亿纬锂能（300014.SZ）：持续成长性强，行业地位不断提高

亿纬锂能上市以来估值（P/E）56.2，处于28家中第21位，10年来市值增长近13倍，公司盈利能力突出，2009-2019年营业收入与净利润年均增长率均为首批上市公司中最高，分别为41.03%和43.91%。近年来公司锂原电池业务、锂离子电池业务均保持了较大程度的增长，公司积极把握行业发展新机遇，2019年受益于ETC市场推进与圆柱电池的产能释放，公司盈利能力大幅提升，营业收入与净利润同比分别增长

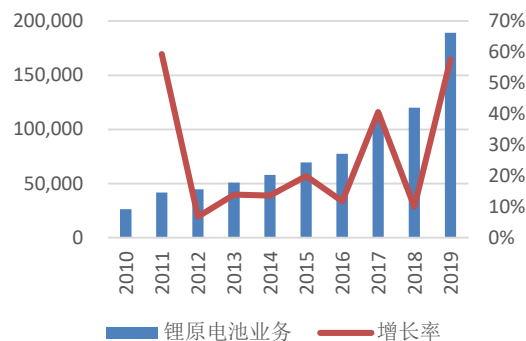
47.35%、166.69%，加权平均 ROE 提升 8.42pct 至 25.49%，行业地位不断提高。相比于首批 28 家企业 10 年营收年均增长 22%，亿纬锂能持续成长性强，符合创业板定位。

图 6：锂离子电池业务营业收入（万元）及增长率



资料来源：WIND、首创证券研发部

图 7：锂原电池业务营业收入（万元）及增长率

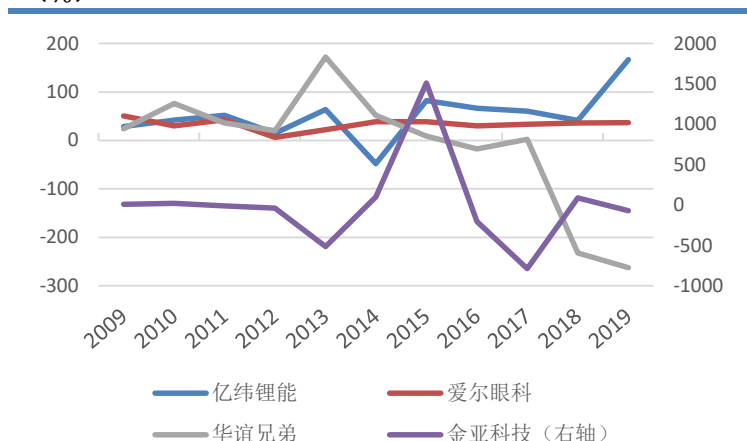


资料来源：WIND、首创证券研发部

## 2.2.4 爱尔眼科（300015.SZ）：连续十年实现盈利增长，凸显核心竞争力

在首批上市的 28 家企业中，爱尔眼科是唯一一家连续 10 年实现盈利增长的企业。10 年市值涨幅近 18 倍，涨幅居首，上市以来 P/E 均值 72.21，处于 28 家中第 16 位，2009-2019 年营业收入与净利润年增长率分别为 32.34%、31.02%。顺应国家医疗卫生发展趋势，公司发挥连锁经营优势，扩大规模、提升行业地位，截止 2019 年底，公司境内医院 105 家，门诊部 65 家；并购基金旗下医院 275 家，门诊部 37 家，并稳步推进国际化布局，2009 至 2017 年市场占有率由 15.67% 提升至 28.84%。公司在快速扩张同时保持业绩高增长，近 5 年门诊量、手术量年均增长 22.2%、19.42%，五大业务均保持快速增长，彰显公司核心竞争力。

图 8：2009-2019 年四家企业净利润同比增速对比 (%)



资料来源：WIND、首创证券研发部

在过渡时期，创业板相关制度也曾进行市场化改革，2018 年 10 月，证监会正式推出“小额快速”并购重组审核机制，缩减审核时间，并购改革是近两年政策，在此之前没有什么变化。同年实行的中国存托凭证（CDR）上市交易，离岸回归，因时机不对，并没有达到预期效果。

### 3. 创业板注册制改革：凸显市场化原则，实现优势互补

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》。此次创业板注册制改革是科创板注册制向创业板的制度延续，彰显市场化改革决心，涉及了发行、上市、退市、信息披露、交易、投资者适当性等一系列基础制度，增强创业板上市条件包容性，退市机制加严，放宽涨跌幅限制比例，增设投资者准入条件。

#### 3.1 创业板规则主要变化

**多套上市标准提供企业不同经营路径选择：**创业板注册制包容性更强，设立了多套上市标准，在一般企业上市要求中，围绕市值设立不同净利润、营业收入要求，市值指标的引入体现了市场化原则，给上市企业提供不同的经营路径选项，也为投资者提供对上市公司新的观察视角。此外，条件中取消了“不存在未弥补亏损”要求，加设红筹企业与特殊股权结构企业上市标准，为未盈利企业设定过渡期。

**退市机制加严，退市指标市场化。**精简退市流程，退市机制更为严格，取消原规则中暂停上市和恢复上市情况，直接进入终止上市，减少缓和空间，实行 2 年“一振出局”退市机制，监管威慑力更强。规定将强制退市分为四类：交易类、财务类、规范类和重大违法强制退市，退市条例清晰明了，各项退市指标得以完善，加入市值指标“连续二十个交易日每日股票收盘市值均低于五亿元”，再次贯彻市场化原则，其他调整包括股东人数退市标准由 200 改为 400、财务类指标中连续亏损改为净利润为负且营业收入低于 1 亿元等，更符合当前市场现状。

**个人投资者准入门槛下降，投资者同步扩容。**投资者适当性管理方面，存量投资者适当性基本不变，对于新增个人投资者，增设个人投资者准入条件，要求新增个人投资者申请权限开通前 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，并参与证券交易 2 年以上。制度改革前，创业板对个人资产不做限制，要求 2 年以上交易经验，相比于科创板 50 万资产要求，创业板门槛明显较低，利于个人投资者参与创业板投资，投资者有望与上市企业同步扩容。

**放宽涨跌幅限制比例，上市前五日无涨跌幅限制。**日涨跌幅限制比例由 10% 提高至 20%，首次公开发行上市的股票，上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制，涨跌幅限制比例的提升与上市不设涨跌幅天数的增加，提高市场活跃度，促进实现市场化制度下的价格发现功能。此外，涨跌幅限制比例的上调后，预计市场波动性仍然可控，参考科创板开市以来市场表现，首批上市的 25 家企业当前日涨跌幅基本保持在 10% 以内，波动性并未因 20% 涨跌幅限制而出现失控迹象，因此预计创业板涨跌幅限制比例的上调后市场波动性仍然可控。

### 3.2 创业板注册制vs.科创板

**创业板错位发展，服务成长型创新创业企业。**创业板与科创板板块定位差异决定了两者制度规定有所不同，科创板定位以科技为核心，在制度制定上也考虑到研发投入、技术优势等方面，而创业板则是创新驱动，服务成长型创新创业企业，顺应创新、创造、创意大趋势，换言之，创业板侧重围绕技术发展软性竞争力的企业，内容种类较“技术引领”的科创板更为丰富。大体上来看，创业板注册制的制定借鉴了科创板，涉及发行审核程序、上市门槛的设立、退市机制、交易规则、投资者适当性等多个方面，但在具体规则上仍有差异。

**制度基本一致，交易所审核+证监会注册。**创业板注册制以信息披露为核心，注册程序分为交易所审核问询、证监会履行发行注册程序两个

环节，与科创板流程基本一致，退市机制与科创板相差不大，均有 4 类强制退市，退市机制基本一致，在市值指标设定上略有不同。

**上市公司盈利要求较科创板更严格：**上市门槛方面，借鉴科创板上市要求，创业板也设立了多套上市标准，其中一项标准为“预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元”，科创板对应预计市值为 30 亿元，创业板对规模要求较科创板更高，在红筹企业与特殊股权结构企业上市标准上，创业板上市标准与科创板相比在盈利要求上更为严格，对红筹企业和特殊股权结构企业要求最近一年净利润为正。

**创业板进行存量安排。**科创板作为新板块无存量衔接问题，创业板则对存量上市公司和存量投资者进行过渡安排，其中存量涨跌幅限制同步调整至 20%，存量投资者可继续参与交易，但普通投资者首次参与注册制发行上市股票的也需签署风险揭示书，对在审企业审核工作也进行了明确的衔接安排。

**投资者准入门槛不同，涨跌幅限制一致。**创业板个人投资者准入门槛为 10 万元+2 年投资经历，考虑到标的风险低于科创板，其准入门槛限制也低于科创板的 50 万元。交易规则基本一致，涨跌幅限制比例均为 20%，不设限天数均为上市前 5 个交易日。

### 3.3 试点注册制主要影响

**上市公司：市场加速优胜劣汰，利好优质持续成长型企业。**对于已在创业板上市的 807 家存量公司，涨跌幅限制比例同步放宽，增量改革带动存量改革，畅通退市机制使得市场加速优胜劣汰，考验增量与存量上市公司的经营能力，持续成长型企业将在创业板注册制改革下脱颖而出。对于拟上市公司来说，上市条件包容性更强，能满足更多企业的融资需求。发行条件包容性更强，更多符合条件的成长型企业得以融资，多套上市标准使得拟上市公司可结合自身情况选择适当的标准，符合各类企业不同的经营模式的选择，更好的满足成长型企业的融资需求。

**投资者：对投资者的专业投资能力提出更高要求。**创业板市场更加多元化，且涨跌幅限制比例提升，市场潜在波动性更大，市场化原则，对个人投资者的风险承受能力和投资能力提出更高要求，也体现出投资风险自担理念。创业板注册制改革利于机构投资者参与市场化定价，投资更专业化，机构投资者占比或将提升，促进实现市场的价格发现功能。



**市场：短期提升交易活跃度，长期增加板块配置价值。**对市场的影响可从短期和中长期两方面分析。短期来看，创业板注册制促进市场交易活动，交易活跃度将有提升，发行门槛的灵活性使得供给预期上升，市场估值将更侧重于企业基本面，注册制下“壳”资源价值下降，壳股估值将缩水，市场炒作难度增加。中长期来看，创业板市场定位更加清晰，与新三板定位不同在发展阶段上，形成“金字塔”市场结构，精选层转板上市与直接上市创业板适用注册制，制度的一致性提供承接制度保障；与科创板则形成错位互补，功能互补，在大产业链上相互促进，利于实现优势互补。此外，在板块定位差异化下，投资组合内容将有变化，因差异化资产属性使得板块配置价值提升，创业板配置需求随之增加。

## 4. 业务机会

### 4.1 行业业务机会

**投行业务：**创业板注册制改革下，对中介机构的责任要求更为严格，对券商的投研、定价、综合服务能力提出更高要求，同时，承销费率或随服务水平同步提升。创业板制度的优化升级，也将吸引更多企业通过分拆上市、转板等方式登陆创业板，进一步增加券商业务机会。

**经纪业务：**交易活跃，投资者数量与交易活跃度的提升将增加业务收入，且随着创业板涨跌幅限制的放宽，投资者产生对可以降低波动的金融产品的需求，券商可设计相关金融服务和产品，提供保护机制，比如锁定收益、及时止损、自动配置（买入和卖出）等。

**资管业务：**在板块定位差异化下，差异化的资产属性使得创业板配置价值提升，资产配置将更有针对性，资管产品将更为丰富，并给予对冲基金一定生存空间。

**信用业务：**创业板改革优化融资融券交易机制、转融通机制，在融券方面，通过转融通等方式，创业板战略投资者在承诺的持有期限内可出借获得配售的股票，丰富券源供给，有助于增加做空业务，促进多空平衡，高估值股敏感性将有提升。

**创业板市场份额高、投行业务能力较强的券商将受益：**创业板注册制改革下，创业板市场份额高、投行业务能力较强的券商将受益，近一年来创业板 IPO 承销数量靠前且储备项目较丰富的券商有中信建投、



国信证券、广发证券等。对于部分储备较多中小企业项目的中小券商也可能有较大利好，如国金证券、长江证券、东兴证券等。

## 4.2 中小券商业务机会

以本公司为例，创业板注册制改革将给公司带来较多的投行业务和信用业务机会。投行业务机会主要集中在转板业务与由新三板向创业板突破两个方面。精选层的直接转板机制利好重点发力新三板的中小券商，前期积累的项目将形成精选层转板创业板或科创板竞争优势；同时，考虑到成长型企业上市需求提升，公司或有望通过挖掘具备成长性的中小企业项目，打入创业板市场。信用业务方面，出借人范围扩大后，出借率的提升将增加转融通业务机会，激发融券业务活力，但可能受到市场化费率等权限影响头部券商受益更大。

## 风险提示

宏观经济不达预期；政策效果不及预期；权益市场波动加大；债市短期震荡加剧。

表 3：创业板注册制规则与原创业板制度规则对比

	创业板注册制规则	原创业板制度规则	变化
一般企业要求	发行人为境内企业且不存在表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元；（二）预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元；（三）预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元。	发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件： …… （二）最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。 （三）最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损； （四）发行后股本总额不少于三千万元。	设置多套上市标准，取消“不存在未弥补亏损”要求。
红筹企业要求	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。	中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业，可不适用前款第（二）项规定和第（三）项“不存在未弥补亏损”的规定。	明确不同预计市值下净利润与营业收入要求。
特殊股权结构企业要求	发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。		增加特殊股权结构企业要求。
退市机制	交易类强制退市：（一）连续一百二十个交易日通过本所交易系统实现的股票 <b>累计成交量低于二百万股</b> ； （二）连续二十个交易日每日股票收盘价均低于每股面值；（三） <b>连续二十个交易日每日股票收盘市值均低于五亿元</b> ；（四）连续二十个交易日每日公司股东人数均 <b>少于四百人</b> ；（五）本所认定的其他情形。	（十八）公司股票连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的 <b>累计成交量低于 100 万股</b> （因本所对新股交易采取特别交易或者停牌制度所导致的除外）；（十九）公司股票连续二十个交易日每日收盘价均低于每股面值；连续二十个交易日每日公司股东人数均 <b>少于二百人</b> 。	完善退市指标，股东人数退市标准由 200 改为 400、累计成交量由 100 万股改为 200 万股、增加市值指标。
	财务类强制退市：风险警示情形：（一）最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于一亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于一亿元；（二）最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；（三）最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；（四）本所认定的其他情形。	暂停上市：（一）最近三年连续亏损（以最近三年的年度财务会计报告披露的当年经审计净利润为依据）；（二）因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，对以前年度财务会计报告进行追溯调整，导致最近三年连续亏损；（三）最近一个年度的财务会计报告显示当年年末经审计净资产为负；（四）因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载，对以前年度财务会计报告进行追溯调整，导致最近一年年末经审计净资产为负；（五）最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具否定或者无法表示意见的审计报告；	取消原规则中暂停上市和恢复上市情况，财务类指标中连续亏损改为净利润为负且营业收入低于 1 亿元。
	财务类强制退市：停牌和告知：上市公司股票交易被实施退市风险警示后，首个会计年度审计结果表明公司出现第 10.3.1 条第一款规定的任一情形的，应当自董事会审议通过年度报告后及时披露，同时披露公司股票可能被终止上市的风险提示公告。本所自年度报告披露之日起，对公司股票及其衍生品种实施停牌。公告日为非交易日的，于次一交易日起停牌。	（二）最近三年连续亏损且暂停上市后首个年度经审计的净利润或者扣除非经常性损益后的净利润为负值；（三）因原规则 13.1.1 条第（一）项至第（五）项情形股票被暂停上市的，暂停上市后首个年度经审计的期末净资产为负值；最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具否定或者无法表示意见的审计报告暂停上市。	
个人投资者准入门槛	投资者参与创业板交易应当符合本办法相关规定。 个人投资者还应当符合下列条件： （一）申请权限开通前 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（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）； （二）参与证券交易 24 个月以上。	原规则有参与证券交易 24 个月以上要求。	增设个人投资者准入条件。

创业板注册制规则		原创业板制度规则	变化
交易规则	<p>本所对创业板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅限制比例为 20%。超过涨跌幅限制的申报为无效申报。</p> <p>创业板首次公开发行上市的股票，上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制。本所可以通过适当方式作出相应标识。</p>	<p>本所对股票、基金交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅限制比例为 10%，ST 和*ST 等被实施特别处理的股票价格涨跌幅限制比例为 5%。经证监会批准，本所可以调整证券的涨跌幅限制比例。</p> <p>属于下列情形之一的，股票上市首日不实行价格涨跌幅限制：</p> <p>（一）首次公开发行股票上市的；</p> <p>（二）暂停上市后恢复上市的；</p> <p>（三）证监会或本所认定的其他情形。</p>	<p>涨跌幅限制比例由 10% 提升至 20%，上市不设涨跌幅天数增加。</p>

资料来源：深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年修订征求意见稿）、深圳证券交易所创业板股票交易特别规定（征求意见稿）、深圳证券交易所创业板投资者适当性管理实施办法（2020 年修订）、深圳证券交易所创业板股票上市规则（2018 年 11 月修订）、深圳证券交易所交易规则（2016 年 9 月修订）等

表 4：创业板注册制规则与科创板注册制规则对比

	创业板注册制规则	科创板注册制规则	差异
板块定位	创业板深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务 <b>成长型创新创业企业</b> ，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市，应当符合科创板定位，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有核心技术， <b>科技创新能力突出</b> ，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。	科创板企业集中在高科技领域，创业板则面向成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术融合，较科创板风险更低。
一般企业要求	发行人为境内企业且不存在表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元；（二）预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元；（三）预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元。	（一）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，或者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；（二）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%；（三）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；（四）预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元；（五）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……	创业板以市值为中心的上市标准有 2 类，科创板则为 5 类且考虑研发投入等指标。
红筹企业要求	市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元， <b>最近一年净利润为正</b> 且营业收入不低于 5 亿元。	市值及财务指标应当至少符合下列标准之一：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。	增加“净利润为正”要求。
特殊股权结构企业要求	发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元， <b>最近一年净利润为正</b> 且营业收入不低于 5 亿元。	发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。	增加“净利润为正”要求。
退市机制	交易类强制退市：（一）连续一百二十个交易日通过本所交易系统实现的股票累计成交量低于二百万股；（二）连续二十个交易日每日股票收盘价均低于每股面值；（三）连续二十个交易日每日股票收盘市值均低于五亿元；（四）连续二十个交易日每日公司股东人数均少于四百人；（五）本所认定的其他情形。	交易类强制退市：（一）通过本所交易系统连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 200 万股；（二）连续 20 个交易日股票收盘价均低于股票面值；（三）连续 20 个交易日股票市值均低于 3 亿元；（四）连续 20 个交易日股东数量均低于 400 人；（五）本所认定的其他情形。	股票市值指标存在差别。
	财务类强制退市：风险警示情形：（一）最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于一亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于一亿元；（二）最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；（三）最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；（四）本所认定的其他情形。	财务类强制退市：风险警示情形：（一）最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益之前或者之后的净利润（含被追溯重述）为负值，且最近一个会计年度经审计的营业收入（含被追溯重述）低于 1 亿元；（二）最近一个会计年度经审计的净资产（含被追溯重述）为负值；（三）本所认定的其他情形。	基本一致

	创业板注册制规则	科创板注册制规则	差异
个人投资者准入门槛	投资者参与创业板交易应当符合本办法相关规定。 个人投资者还应当符合下列条件： （一）申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的 <b>资产日均不低于人民币 10 万元</b> （不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）； （二）参与证券交易 24 个月以上。	（一）申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的 <b>资产日均不低于人民币 50 万元</b> （不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）； （二）参与证券交易 24 个月以上； （三）本所规定的其他条件。	创业板资产日均不低于 10 万元，低于科创板的 50 万元。
发行审核程序	依法经交易所发行上市审核，并报中国证监会注册。	依法经上海证券交易所发行上市审核并报经中国证券监督管理委员会履行发行注册程序。	审核注册程序基本一致
交易规则	本所对创业板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅限制比例为 20%。 创业板首次公开发行上市的股票，上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制。本所可以通过适当方式作出相应标识。	本所对科创板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%。首次公开发行上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。	基本一致

资料来源：深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年修订征求意见稿）、深圳证券交易所创业板股票交易特别规定（征求意见稿）、深圳证券交易所创业板投资者适当性管理实施办法（2020 年修订）、上海证券交易所科创板股票上市规则（2019 年 4 月修订）、科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）等



## 分析师简介

李甜露，非银金融行业分析师，中国人民大学新闻与传播专业硕士，对外经济贸易大学经济学学士，具有 5 年证券业从业经历。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现