

全面注册制下的 A 股趋势、机会及风险解读

A 股研究启示录二

2023 年 03 月 17 日

上证指数-沪深 300 走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	0.05	2.61	2.52
沪深 300	-3.29	0.12	-4.75

黄红卫

分析师

执业证书编号:S0530519010001
huanghongwei@hncatching.com

相关报告

- 宏观经济研究周报 (03.13-03.19): 国内金融统计数据超预期, 美联储加息进程或生变 2023-03-16
- 财信宏观策略 & 市场资金跟踪周报 (3.13-3.17): 多重风险扰动, 短期更宜谨慎 2023-03-12
- 宏观经济研究周报 (03.06-03.12): 欧美央行加息预期抬升, 扩内需优先位置再凸显 2023-03-09

投资要点

- **全面优化发行、定价、交易、监管政策:** 全面注册制下, 监管层仅对发行文件做形式审核, 监管干预空间小、审核效率高, 大幅提高了资源配置效率, 标志着我国资本市场真正进入市场化时代: (1) **发行层面。**各板块设立差异化、高包容性的 IPO 条件, 上市标准从“以财务指标为主”转向“兼顾财务指标、市场指标、非量化指标”, 更有利于成长早期的科技企业上市; (2) **定价层面。**取消 23 倍发行市盈率的窗口指导, 允许主板、科创板采取直接定价方式, 优质企业可以更高价融资; (3) **交易层面。**优化各项交易制度, 大幅减少监管对市场交易的限制; (4) **监管层面。**通过《新证券法》、《刑法修正案十一》提高违法成本, 并将“受理即担责”调整为“申报即担责”, 进一步压实中介机构责任。
- **资本市场进退更有序:** 创业板注册制改革后, 突破 IPO 定价 23 倍市盈率上限, 优质企业能更高价融资更多, 呈现优质优价趋势。注册制后, 创业板打新收益率趋势性下降, 新股破发率持续提升。长期来看, 未来 A 股打新收益率将接近 0%, 这将利空打新基金、利空指数增强基金、利空“固收+基金”的超额收益; 短期而言, 投资者对“打新无风险收益率”还有一定惯性认知, 全面注册制之后, 预计 A 股打新短期仍存在一定超额收益。2022 年 A 股退市率为 0.94%, 远低于美股 2017-2022 年均退市率 (6%), 预计未来 A 股退市率将趋势性上行。
- **A 股投资生态将深刻变迁:** 注册制不意味市场流动性变差, 但“小差”公司将走向边缘化。2022 年实施注册制的美股、港股后 70% 股票交易额占比合计分别为 3.12%、0.80%, 大量“小差”公司存在丧失流动性、边缘化倾向。当下 A 股市场仍存在明显“炒小、炒差、炒新”倾向, 全面注册制下, “小差”公司存在边缘化可能性, “壳溢价”大概率将消失, A 股进一步呈现“头部化、指数化、机构化”趋势。A 股市场也将从此“暴涨暴跌、牛短熊长、短线投机盛行”投资生态逐步过渡至未来“平稳运行、慢牛长牛、长线价值投资为主导”的投资生态。风格层面, 全面牛市更难发生, “半牛半熊”将是市场常态, 更考验选股能力。
- **投资建议:** 目前各大市场前 12 强中, 美股、港股、A 股分别有 8 家、3 家、1 家科技股, A 股头部科技股占比明显偏低。全面注册制下, A 股将孵化一批科技股龙头, A 股头部公司结构大概率从目前传统行业向新兴行业变迁。随着 A 股市场结构转向新经济, 高业绩驱动下, A 股投资回报率将明显提升。中长期可关注数字经济、新能源、生物医药等领域龙头公司。
- **风险提示:** 美联储持续鹰派; 全球金融风险暴露; 欧美经济硬着陆。

内容目录

1 全面注册制的内涵意义	5
1.1 概念：注册制是场触及资本市场灵魂的改革	5
1.2 历程：谋划十年，标志着我国资本市场真正进入市场化时代	6
1.3 成绩：4年试点注册制的成绩显著，资本市场支持实体经济功能明显增强	8
1.4 意义：改善资本市场功能，多层次资本市场更加清晰	9
1.5 本章小结：	11
2 全面注册制的制度分析	11
2.1 改革思路：统一注册制度基础上，优化注册程序并完善监督	11
2.2 IPO 制度：包容性提升、各板块突出特色、错位发展	12
2.3 定价交易：监管干预减少，市场化水平大幅提升	15
2.4 打击违规：加大对违法违规行为打击力度，更具针对性	16
2.5 本章小结：	16
3 全面注册制的趋势分析	17
3.1 实体经济：注册制助力经济转型升级、科技自主可控	17
3.2 一级市场：注册制突破 IPO 定价上限，资本市场“进退有序”	22
3.3 二级市场：市场风格深刻变迁，资本市场走向成熟	26
3.4 本章小结	32
4 投资建议	33
5 风险提示	33

图表目录

图 1：注册制与核准制的关键：监管与市场权利划分	6
图 2：中国资本市场发展历程	7
图 3：全球主要市场的上市公司家数	8
图 4：全球市场融资额排行（亿美元）	8
图 5：全球市场成交金额（万亿美元）	8
图 6：全球市场的市值排行（万亿美元）	8
图 7：采用注册制的新上市公司家数及占比	9
图 8：注册制 IPO 排队时间较核准制大幅缩短	9
图 9：2022 年，试点注册制的科创板、创业板 IPO 融资规模远超主板市场	9
图 10：2022 年，试点注册制的科创板和北交所股权融资增速远超主板市场	9
图 11：中国直接融资占比远低于美国水平	10
图 12：德国、日本的独角兽企业远低于美国	10
图 13：注册制可明显改善资本市场三大功能	10
图 14：注册制促进多层次资本市场健康发展	11
图 15：全面注册制改革思路	12
图 16：全面注册制下，沪深主板 IPO 市值及财务指标（境内一般企业）	12
图 17：注册制下，创业板 IPO 的市值及财务指标	14
图 18：注册制下，创业板 IPO 的行业限制	14

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**机构晨会**投资策略；
- 3、每周分享**财经电子书**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，券研社网仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“券研社”微信群。。



扫描二维码，添加我的企业微信

图 19: 注册制下, 创业板 IPO 明确成长型创新创业企业评价标准.....	14
图 20: 注册制下, 科创板 IPO 市值及财务指标.....	15
图 21: 注册制下, 北交所 IPO 的市值及财务指标.....	15
图 22: 上市新股的当年净利润中位数 (亿元)	17
图 23: 上市新股的当年收入中位数 (亿元)	17
图 24: 上市新股的当年研发支出与收入比值的中位数 (%)	17
图 25: 上市新股在上市日的市值中位数 (亿元)	17
图 26: 2012-2022 年, 科技行业的股权融资占比大幅增加	18
图 27: 近年来, 上市新股主要集中在民营企业.....	18
图 28: 试点注册制以来, 股权融资占社融增量的比例趋势性提升.....	18
图 29: 试点注册制以来, 双创板块的股权融资占比持续提升.....	18
图 30: 宁德时代的业绩走势	19
图 31: 宁德时代的市值走势	19
图 32: 迈瑞医疗的业绩走势	20
图 33: 迈瑞医疗的市值走势	20
图 34: 上证指数构成中, 金融和工业约占 40% 权重	21
图 35: 道琼斯指数中, 信息技术及医疗保健权重构成高达 65%	21
图 36: 创业板综构成中, 工业约占 33% 权重.....	22
图 37: 纳斯达克指数构成中, 信息技术、可选消费、医疗保健权重高达 80%	22
图 38: 创业板注册制改革后, 发行市盈率大幅提升.....	23
图 39: 创业板注册制改革后, 新股市盈率相对于行业的溢价率进一步提升	23
图 40: 2022 年, A 股主要板块的新股发行市盈率	23
图 41: 2022 年, A 股主要板块的新股发行溢价率情况	23
图 42: 央企和国企的研发投入力度不及民企	24
图 43: 科创板而言, 央企和地方国企的市盈率存在较大折价	24
图 44: 2009 年以来, 创业板退市率情况.....	25
图 45: 2001-2022 年, A 股公司的退市率情况.....	25
图 46: 2022 年, 券商 IPO 承销金额前 10 榜	26
图 47: 2022 年上半年, 券商研究所的机构分仓佣金排名.....	26
图 48: 注册制前后, 创业板日均换手率并无明显变化	26
图 49: 2022 年, 科创板和创业板换手率远高于主板和北证 A 股	26
图 50: 中国居民主要配置房产, 发达国家主要配置金融资产	27
图 51: 中国、美国的 (股票+非货币公募基金) / 居民储蓄 (现金+存款+货币基金)	27
图 52: 2022 年, 全部美股 (不含 OTC) 的市场成交额分布	27
图 53: 2022 年, 全部港股的市场成交额分布	27
图 54: 2022 年, 全部 A 股市场成交额分布	28
图 55: 2022 年, 科创板的成交额分布	28
图 56: 创业板最后 10 位公司的平均市值 (亿元)	28
图 57: 2022 年底, A 股各板块的最后 10 位公司的平均市值	28
图 58: 创业板 50 (头部指数) 跑输创业板综 (综合指数)	29
图 59: 上证 50 (头部指数) 跑赢上证综合指数 (综合指数)	29
图 60: 中国机构持股比例远低于美国等成熟市场	31
图 61: 注册制以来, A 股个人投资者交易占比下降	31
图 62: 目前 A 股流通市值远高于 2006 年、2014 年	32
图 63: 2019 年迄今, A 股各个宽基指数走势明显分化	32

表 1: 注册制下的新股上市、市场定价、资源配置效率更高.....	5
表 2: 注册制改革推进历程.....	7
表 3: 全面注册制下, 沪深主板 IPO 的市值及财务指标 (红筹企业或特殊股权结构企业) .	13
表 4: 2022 年底, A 股、港股、美股市值排行榜.....	20
表 5: 2012-2022 年, A 股市场和美股市场的涨跌幅拆解.....	21
表 6: 注册制前后, 创业板新股截至开板日的涨跌幅.....	24
表 7: 2022 年, A 股各板块新股截至开板日的涨跌.....	25
表 8: 美股头部化现象远高于 A 股, 科技板块头部化现象尤其明显.....	29
表 9: 美国主动权益基金跑赢基准指数的概率不高.....	30
表 10: 中国主动权益基金跑赢基准的概率较高.....	30
表 11: 2009 年 1 月至 2022 年 12 月份, A 股市场的各宽基指数的月均涨跌幅及中位数 (%)	31

1 全面注册制的内涵意义

1.1 概念：注册制是场触及资本市场灵魂的改革

新股发行制度可分为审批制、核准制、注册制。其中：（1）审批制下，证监会负责实质审核、IPO 上市完全由行政审批、审核效率低、企业上市难度大、资源配置效率低，审批制主要存在于资本市场早期阶段，中国在 2001 年以前实施审批制；（2）核准制下，由中介机构和证监会共同负责实质审核，核准制虽然取消了发行额度限制，但监管层对企业上市仍存在较大干预空间，审核效率仍较低、资源配置效率不高；（3）注册制下，监管层仅对发行文件做形式审核，由中介机构及市场负责实质审核，监管层干预空间小、审核效率高，大幅提高了资本市场资源配置效率。

表 1：注册制下的新股上市、市场定价、资源配置效率更高

发行制度	注册制	核准制	审批制
审核原则	中介机构及市场实质审核、证监会仅形式审核	中介机构和证监会共同实质审核	证监会实质审核
审核效率	较高	低	最低
审核透明度	透明度高，监管层干预空间小，寻租空间小	透明底较低，监管层干预空间大，寻租空间大	透明度低，完全行政审批，寻租空间大
发行额度	无	无	有
主要推荐人	中介机构	中介机构	行业或地方主管部门推荐
上市标准	兼顾财务指标、市场指标、非量化指标	以财务指标为主	政府完全计划发行
退市机制	容易退市	较难退市	较难退市
资本市场配置效率	高	低	最低
投资者门槛	高	较低	低
代表市场	美国、日本、中国香港、中国台湾	英国、德国、中国（2001 年以后）	中国（2001 年以前）

资料来源：证监会官网，财信证券

注册制是场触及资本市场灵魂的改革。学术上，证券发行注册制又叫申报制或者形式审查制，它是指政府对发行人发行证券，事先不做实质性审查，仅对申请文件进行形式审查。申报文件提交后，经过法定期间，主管机关若无异议，申请即自动生效。**其中：**

（1）形式审查针对申报文件：主要包括申报文件的全面性、准确性、真实性、及时性；

（2）实质审查核心在于价值判断，主要包括营业性质、发行人财力、行业及发展前景、发行数量与价格。注册制是成熟资本市场（美国、日本、中国香港、中国台湾）普遍采用的股票发行方式。在注册制下，证券监管部门公布股票发行条件，满足条件的企业均

可发行股票。由于监管层仅对发行文件做形式审查，并将实质审查环节交给中介机构及市场，因此注册制对发行人、证券中介机构、投资者的要求较高，需待资本市场发展到一定阶段方可实施。

区分注册制与核准制的关键在于监管与市场权利划分：企业发行上市制度中，注册制下的市场权力较大，而核准制下的监管层权力较大。例如，中国香港市场而言：(1) 在法律层面，港交所是审核主体，香港证监会拥有最终否决权，因此属于名义核准制；(2) 在实际执行层面，因为香港证监会审核的尺度比较宽，企业去香港大多能上市，因此香港市场实际执行是注册制。

图 1：注册制与核准制的关键：监管与市场权利划分

注册制：市场权利大

如果公开方式适当，证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件非公平，或发行者提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。



核准制：监管权力大

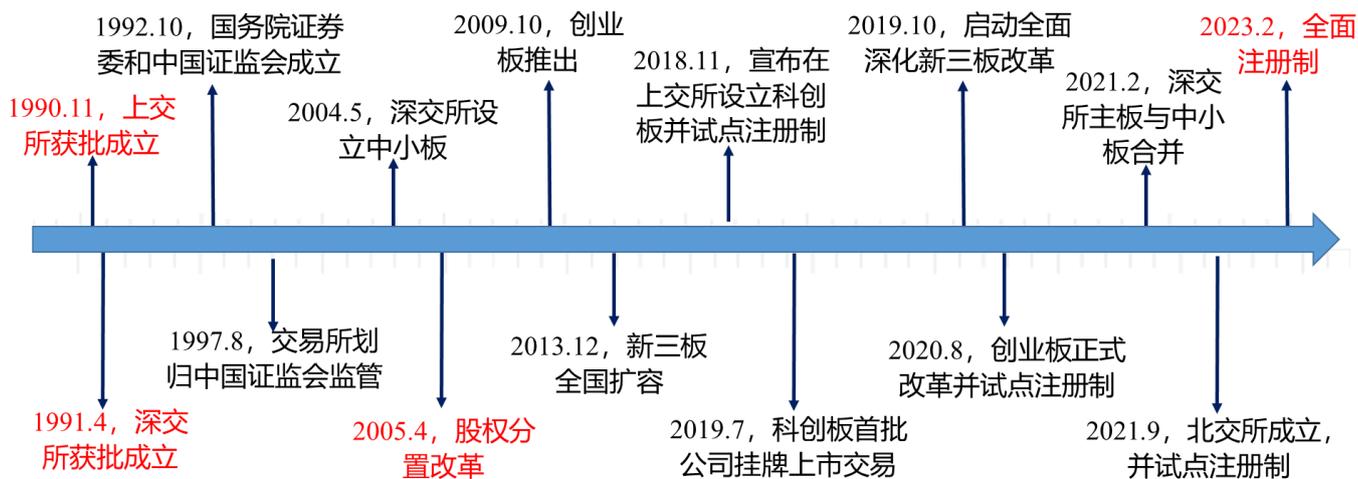
符合条件的发行公司，经证券管理机构批准后方可取得发行资格，在证券市场上发行证券。这一制度的目的在于禁止质量差的证券公开发行。

资料来源：人民网-理论频道，财信证券

1.2 历程：谋划十年，标志着我国资本市场真正进入市场化时代

全面注册制标志着我国资本市场真正进入市场化时代。三十余年来，中国资本市场发展具有三个里程碑事件：(1) 1990 年 11 月上交所获批成立、1991 年 4 月深交所获批成立。沪深两大交易所设立，预示着中国资本市场诞生，并开启了中国金融现代化征程；(2) 2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作。股权分置改革化解了“同股不同权、同股不同利”等弊端，开启了中国资本市场制度规范时代；(3) 2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，全面注册制正式落地。全面注册制作为中国资本市场发展重要里程碑，意味着中国资本市场真正走向法制化、市场化时代。

图 2：中国资本市场发展历程



资料来源：证监会官网，财信证券

本次全面注册制经历了循序渐进、以点带面改革：2013年11月党的十八届三中全会将“推进股票发行注册制改革”写入《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》后，2013年-2018年注册制都处于顶层政策框架设计阶段；2018年11月，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式宣布，在上交所设立科创板并试点注册制，正式启动注册制改革。2020年8月、2021年11月，创业板、北交所分别落地注册制，存量市场注册制改革取得突破。2023年2月17日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则。至此，历经十年筹划，A股正式开启全面注册制时代。

表 2：注册制改革推进历程

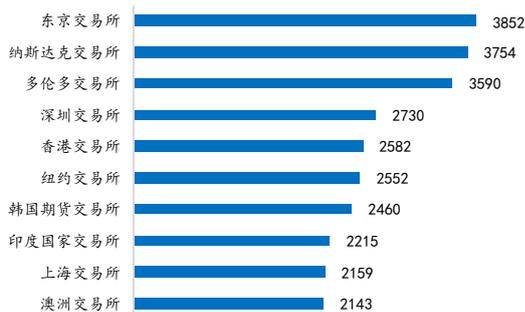
时间	注册制改革推进历程
2013.11	党的十八届三中全会将“推进股票发行注册制改革”写入《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》
2015.12	全国人大常委会表决通过股票发行注册制改革的授权决定
2018.11	习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制：注册制改革正式启动
2019.12	新《证券法》落地，对全面推进注册制作出规定
2020.8	创业板改革并试点注册制后的首批18家企业集体上市：推进存量改革
2021.3	“十四五规划”提高直接融资特别是股权融资比重，全面实行股票发行注册制
2021.11	北京证券交易所揭牌开市，同步试点注册制：继续推进存量改革
2022.3	当年政府工作报告首提“全面实行股票发行注册制”
2023.2.1	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
2023.2.17	中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行：全面注册制时代

资料来源：Wind 资讯，财信证券

1.3 成绩：4 年试点注册制的成绩显著，资本市场支持实体经济功能明显增强

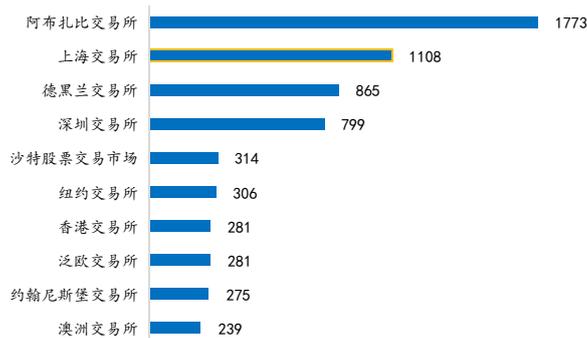
中国资本市场成绩显著：近年来，我国资本市场发展迅速，各项指标已跃居全球股市前列。根据深交所数据，截至 2022 年 11 月底，深交所、上交所上市公司家数分别排名全球第 4 位、第 9 位；融资金额分别排名全球第 4 位、第 2 位；成交金额分别排名全球第 3 位、第 4 位；总市值分别排名全球第 6 位、第 3 位。

图 3：全球主要市场的上市公司家数



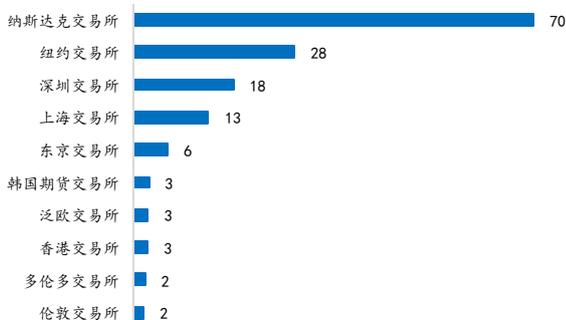
资料来源：深交所中心数据库，数据截至 2022 年 11 月 30 日，财信证券

图 4：全球市场融资额排行（亿美元）



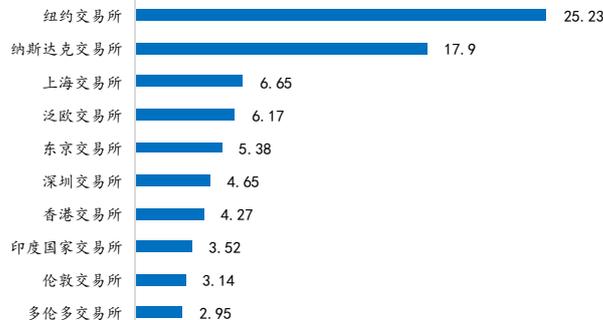
资料来源：深交所中心数据库，数据截至 2022 年 11 月 30 日，财信证券

图 5：全球市场成交金额（万亿美元）



资料来源：深交所中心数据库，数据截至 2022 年 11 月 30 日，财信证券

图 6：全球市场的市值排行（万亿美元）



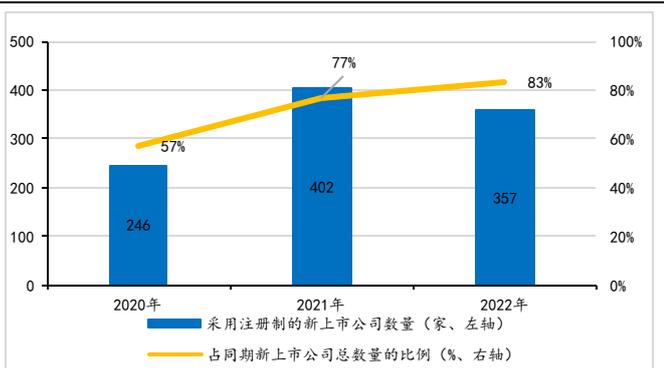
资料来源：深交所中心数据库，数据截至 2022 年 11 月 30 日，财信证券

4 年试点注册制的成绩显著：从 2019 年 6 月科创板开板并试点注册制以来，注册制改革取得了显著成绩：

(1) **注册制已成为 A 股新股的主流发行方式。**2020 年、2021 年、2022 年，注册制发行新上市公司数量分别为 246 家、402 家、357 家，占同期新上市公司总数量的比例分别为 57%、77%、83%，占比逐年大幅提升；

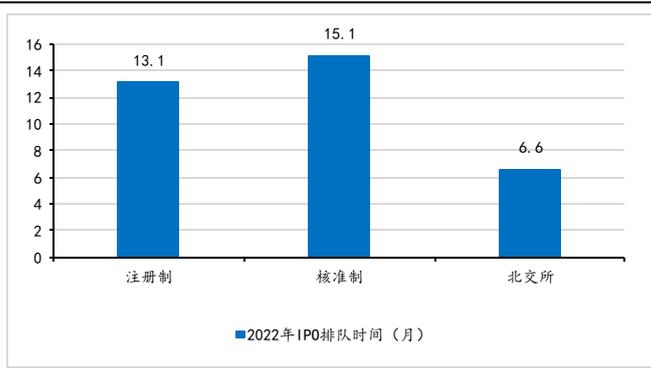
(2) **IPO 排队时间大幅缩短。**2022 年注册制 IPO 排队时间平均为 13.1 个月，比核准制快约 2 个月；北交所仅为 6.6 个月。

图 7：采用注册制的新上市公司家数及占比



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 8：注册制 IPO 排队时间较核准制大幅缩短

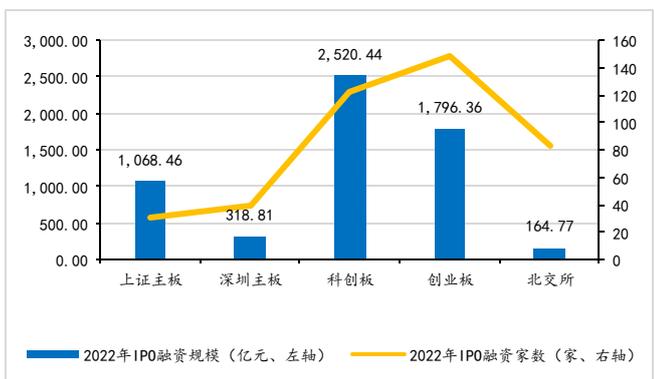


资料来源：wind 资讯，财信证券

(3) 试点注册制后，IPO 规模大增：2022 年，实施注册制的科创板 IPO 融资额高达 2520.44 亿元，首次超过主板市场。A 股前十大 IPO 中科创板占据 8 家。2022 年，试点注册制的创业板 IPO 融资金额高达 1796.36 亿元，超过了同期主板市场。

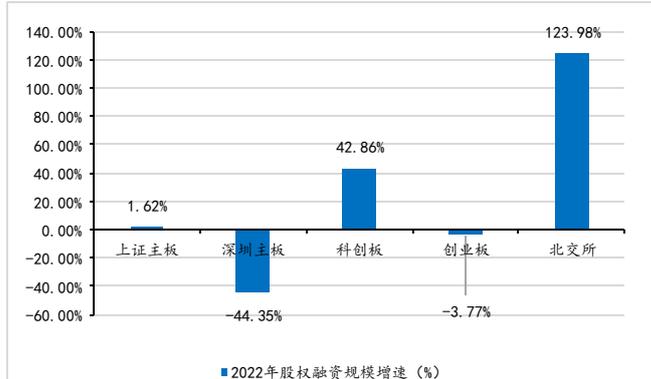
(4) 试点注册制后，股权融资增速领先：2022 年，试点注册制的科创板股权融资额同比增长 43%，大幅超过主板等融资增速。

图 9：2022 年，试点注册制的科创板、创业板 IPO 融资规模远超主板市场



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 10：2022 年，试点注册制的科创板和北交所股权融资增速远超主板市场



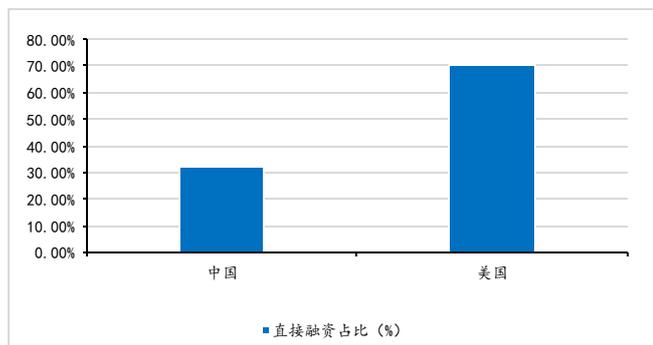
资料来源：wind 资讯，财信证券

1.4 意义：改善资本市场功能，多层次资本市场更加清晰

资本市场改革迫在眉睫：未来我国经济增长方式将从投资驱动模式转向消费和科技驱动模式。相比银行信贷为主的间接融资体系而言，以资本市场为主的直接融资体系更适合“科技创新企业”。根据胡润研究院《2022 年中全球独角兽榜》，2022 年上半年，以直接融资为主的美国拥有 625 家独角兽企业，全球占比 47.63%。以间接融资为主的德国、日本独角兽分别仅有 36 家、8 家独角兽企业，排名全球第五、第十二。但我国金融体系中，直接融资（尤其是股权融资）比重明显过低，已成为制约我国科技创新发展的重要掣肘。2022 年中国社融增量中，直接融资占比是 32.33%，其中股权融资占直接融资比重仅为 11.40%，占比明显过低。相比之下，美国直接融资比重长期维持在 70% 以上，其中

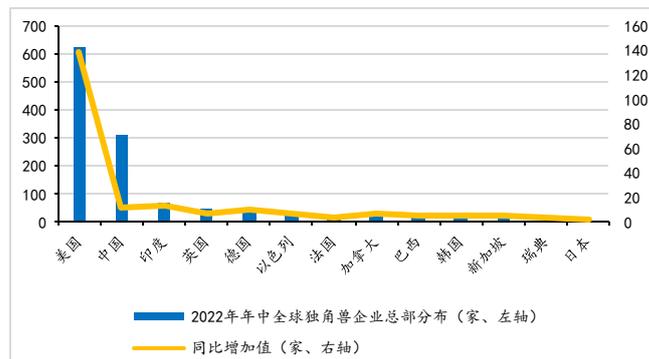
多数是股权融资。随着全面注册制落地，未来我国直接融资比重将大幅提升。

图 11：中国直接融资占比远低于美国水平



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 12：德国、日本的独角兽企业远低于美国



资料来源：胡润研究院发布的《2022 年中全球独角兽榜》，财信证券

注册制将明显改善资本市场三大功能。新股发行体制改革目标为发挥资本市场“价格发现、融资、资源配置”等三大基础功能。但在核准制下，监管层对股票定价、交易干预过多，不利于市场价格发现功能发挥；新股发行节奏由行政手段控制，不利于企业融资功能发挥；同时，上市门槛过高、审核过严，不利于资源配置功能发挥。注册制下，监管层减少对定价、交易的干预限制，市场可更好发挥价格发现功能；发行节奏由市场调节，有利于发挥企业融资功能；同时，注册制大幅降低上市（形式）门槛，有利于发挥资源配置功能。

图 13：注册制可明显改善资本市场三大功能



资料来源：Wind 资讯，财信证券

注册制促进多层次资本市场健康发展。全面注册制后，我国多层次资本市场体系将更加清晰，主板主要服务于成熟期大型企业。科创板突出“硬科技”特色，发挥资本市场改革“试验田”作用。创业板主要服务于成长型创新创业企业。北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。各板块突出特色、错位发展，可为不同成长阶段、不同发展规模、不同融资需求的科创企业提供金融服务。

图 14：注册制促进多层次资本市场健康发展



资料来源：《首次公开发行股票注册管理办法》（2023 年 2 月），财信证券

1.5 本章小结：注册制标志着我国资本市场走向成熟

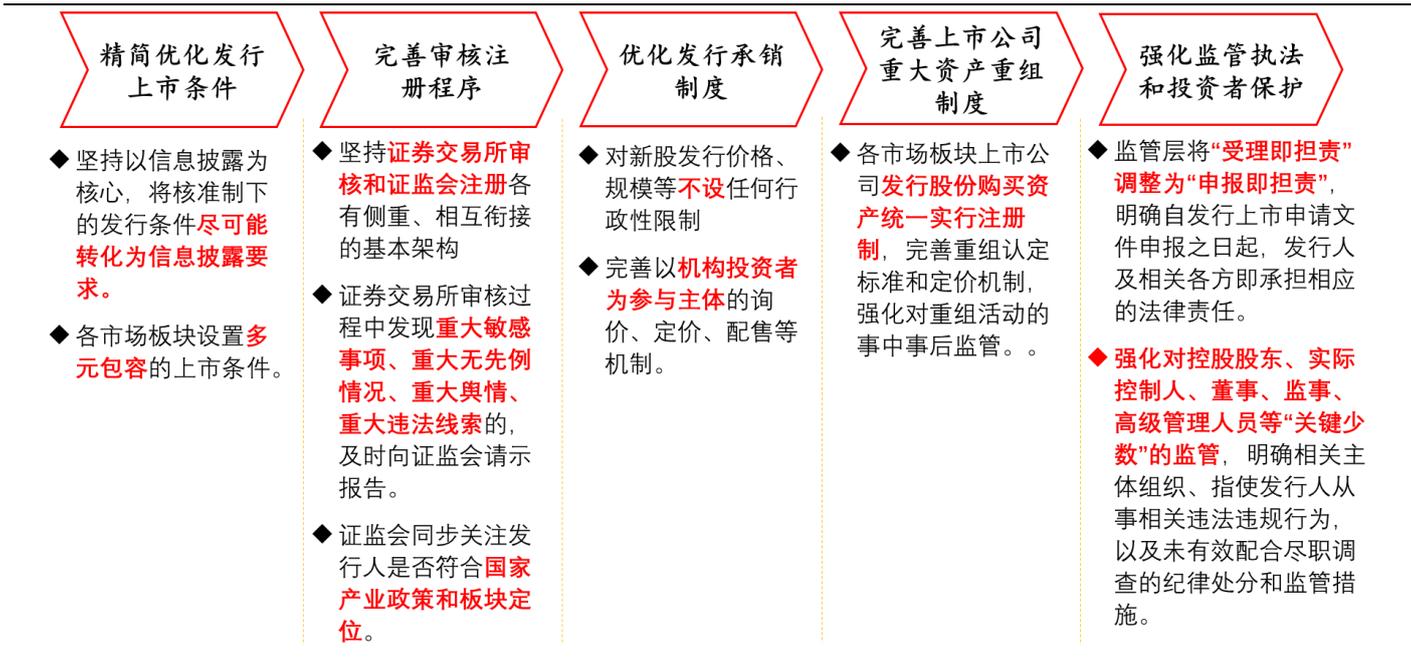
4 年试点注册制取得显著成绩，2022 年注册制发行新股占比高达 83%、注册制 IPO 排队时间较核准制缩短 2 个月、试点注册制的双创板块融资规模和增速大幅领先。全面注册制下，监管层仅对发行文件做形式审核，监管干预空间小、审核效率高，大幅提高了资源配置效率，标志着我国资本市场真正进入市场化时代，有利于资本市场“定价、融资、资源配置”三大功能发挥。

2 全面注册制的制度分析

2.1 改革思路：统一注册制度基础上，优化注册程序并完善监督

本次全面注册制的改革思路主要有三点：（1）**统一注册制度**：制定统一的首次公开发行股票注册管理办法和上市公司证券发行注册管理办法，北交所注册制制度规则与上交所、深交所总体保持一致。（2）**优化注册程序**：一是在**审核环节**，交易所承担发行上市审核主体责任，交易所对企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核；二是在**注册环节**，证监会基于交易所的审核意见依法作出是否同意注册的决定。（3）**完善监督制衡机制**：例如，证监会加强对交易所审核工作的统筹协调和监督考核。

图 15：全面注册制改革思路



资料来源：《首次公开发行股票注册管理办法》（2023 年 2 月），财信证券

2.2 IPO 制度：包容性提升、各板块突出特色、错位发展

一、**主板 IPO 保持大盘蓝筹定位**。对比核准制而言，在注册制下，主板 IPO 取消了“关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制”等要求，有利于“无形资产占比高”科技企业上市融资。对境内一般企业而言，主板市场仅第一套标准要求近三年净利润为正；主板新增的第二、三套标准，不再要求发行人最近三个会计年度净利润为正，仅要求最近一年净利润为正。为提高上市公司质量，主板第二、第三套标准新增市值要求，要求“预计市值”分别不低于 50 亿元、80 亿元。

图 16：全面注册制下，沪深主板 IPO 市值及财务指标（境内一般企业）

注册制下三套标准

标准1 净利润+收入/现金流

- (1) 最近三年净利润**均为正**，且最近三年净利润累计不低于**1.5亿元**；
- (2) 最近一年净利润不低于**6000万元**；
- (3) 最近三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**。

标准2 市值+净利润+收入+现金流

- (1) 预计市值不低于**50亿元**；
- (2) **最近一年净利润为正**，最近一年营业收入不低于**6亿元**；
- (3) 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于**1.5亿元**。

标准3 市值+净利润+收入

- (1) 预计市值不低于**80亿元**；
- (2) **最近一年净利润为正**，最近一年营业收入不低于**8亿元**。

资料来源：《首次公开发行股票注册管理办法》（2023 年 2 月），财信证券

本次主板市场还新增红筹企业发行股票或者存托凭证 IPO 标准，以及存在 AB 股差异表决权架构 IPO 标准。其中：(1) 对红筹企业的主板 IPO 标准主要要求市值和收入需达到一定水平，但不要求净利润为正；(2) 对“设置差异表决权的企业”才要求最近一

年净利润为正，但未规定具体数额。主板 IPO 标准包容性较强，预计将吸引红筹企业或特殊股权结构企业回流 A 股上市。

总体而言，本次全面注册制下，主板 IPO 市值标准比科创板和创业板更高，利润或收入要求是创业板数倍，主板在提高 IPO 包容性时保留了大盘蓝筹定位。

表 3：全面注册制下，沪深主板 IPO 的市值及财务指标（红筹企业或特殊股权结构企业）

类型	要求
红筹企业或特殊股权结构企业的行业要求	<p>国办发〔2018〕21号明确的符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略新兴产业。</p> <p>除上述行业外，属于新一代信息技术、新能源、新材料、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等高新技术产业和战略性新兴产业的红筹企业，纳入试点范围。具有国家重大战略意义的红筹企业申请纳入试点，不受前述行业限制。</p>
已在境外上市红筹	<p>市值 市值不低于 2000 亿元。</p> <p>市值+技术优势 市值 200 亿元以上；拥有自主研发，国际领先技术，科技创新能力较强，在同行业竞争中处于相对优势地位。</p>
尚未在境外上市红筹	<p>市值+收入 预计市值不低于 200 亿元；最近一年营业收入不低于 30 亿元。</p>
尚未在境外上市快速增长红筹	<p>市值 预计市值不低于 100 亿元</p> <p>市值+收入 预计市值不低于 50 亿元；最近一年收入不低于 5 亿元。</p>
设置差异表决权的企业	<p>市值+净利润 预计市值不低于 200 亿元，且最近一年净利润为正。</p> <p>市值+净利润+收入 预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 10 亿元。</p>

整合原有文件，进一步明确红筹企业的主板上市标准。

放开存在表决权差异安排的企业在主板上市。

资料来源：《首次公开发行股票注册管理办法》（2023 年 2 月），财信证券

二、创业板 IPO 条件更加宽容：本次注册制进一步明确创业板定位，要求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，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合（三创四新）。本次创业板改革要点有两个：

（1）2 月 17 日，深交所发布《关于未盈利企业在创业板上市相关事宜的通知》，创业板正式启用第三套 IPO 标准“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”，符合条件的未盈利企业可据此标准在创业板上市。同时规定“属于先进制造、互联网、大数据、云计算、人工智能、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业的创新创业企业”方可适用此标准在创业板上市。

图 17：注册制下，创业板 IPO 的市值及财务指标

创业板一般企业（3套指标）	创业板红筹和特殊股权架构企业
<p>标准1：最近2年均盈利，累计净利润≥5000万元</p> <p>标准2：预计市值≥10亿元，最近1年盈利且营业收入≥1亿元</p> <p>标准3：预计市值≥50亿元，最近1年营业收入≥3亿元</p>	<p>尚未在境外上市的红筹企业：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 预计市值≥200亿元，最近1年营收≥30亿元 <p>尚未在境外上市的快速增长红筹企业&特殊股权架构企业：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 预计市值≥100亿元 ➢ 预计市值≥50亿元，最近1年营收≥5亿元

资料来源：《首次公开发行股票注册管理办法》（2023年2月），财信证券

(2) 取消关于红筹企业、特殊股权结构企业申请在创业板上市需满足“最近一年净利润为正”的要求。

图 18：注册制下，创业板 IPO 的行业限制

禁止红线	禁止行业： 产能过剩行业；《产业结构调整指导目录》中的淘汰类行业；从事学前教育、学科类培训、类金融业务的企业。
行业负面清单	<p>(一) 农林牧渔业；(二) 采矿业；(三) 酒、饮料和精制茶制造业；(四) 纺织业；(五) 黑色金属冶炼和压延加工业；(六) 电力、热力、燃气及水生产和供应业；(七) 建筑业；(八) 交通运输、仓储和邮政业；(九) 住宿和餐饮业；(十) 金融业；(十一) 房地产业；(十二) 居民服务、修理和其他服务业。</p> <p>豁免条件：所列行业中与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外</p>

资料来源：深圳证券交易所于2020年6月12日发布的《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，财信证券

图 19：注册制下，创业板 IPO 明确成长型创新创业企业评价标准

量化评价标准	<p>(一) 最近三年研发投入复合增长率不低于15%，最近一年研发投入金额不低于1000万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于20%；</p> <p>(二) 最近三年累计研发投入金额不低于5000万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于20%；</p> <p>(三) 属于制造业优化升级、现代服务业或者数字经济等现代产业体系领域，且最近三年营业收入复合增长率不低于30%。</p>
---------------	---

资料来源：深圳证券交易所于2020年6月12日发布的《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，财信证券

三、为科创板公司发行优先股提供制度依据。本次全面注册制进一步明确科创板定位，要求科创板聚焦硬科技，发挥资本市场改革“试验田”作用，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保，以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。当下科创板 IPO 共设立五套标准：但仅第一套标准设置了净利润条件；第二套至第四套标准没有设立净利润条件，但为保证上市公司质量，第二套至第四套标准提高了对市值/收入的要求，有利于科技企业上市。本次全面注册制修改了再融资标准，将优先股纳入注册制审核范围并将发行主体拓展至科创板，分类审核制度也扩展至科创板，丰富了科创板再融资渠道。

图 20：注册制下，科创板 IPO 市值及财务指标

<p>标准1 市值 + 净利润</p> <p>(1) 预计市值不低于人民币10亿元</p> <p>(2) 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，或者最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元</p>	<p>标准2 市值 + 收入 + 研发投入</p> <p>(1) 预计市值不低于人民币15亿元</p> <p>(2) 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%</p>	<p>标准3 市值 + 收入 + 现金流</p> <p>(1) 预计市值不低于人民币20亿元</p> <p>(2) 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。</p>
<p>标准4 市值 + 收入</p> <p>(1) 预计市值不低于人民币30亿元</p> <p>(2) 最近一年营业收入不低于人民币3亿元</p>	<p>标准5 自主招生</p> <p>(1) 预计市值不低于人民币40亿元</p> <p>(2) 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。</p>	

资料来源：《上海证券交易所科创板股票上市规则》，财信证券

四、北交所定位更加清晰。北交所定位于“创新型中小企业”，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业。本次全面注册制改革，监管层进一步明确将“不符合国家产业政策和北交所定位”作为北交所不予受理情形。当下，北交所 IPO 共设立 4 套 IPO 标准：第一套标准要求净利润；第二、三、四套标准不要求净利润，但为保证上市公司质量，对市值/收入和研发要求较高。

图 21：注册制下，北交所 IPO 的市值及财务指标

<p>标准1 市值 + 净利润</p> <p>(1) 市值不低于2亿元</p> <p>(2) 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%；</p>	<p>标准2 市值 + 收入 + 现金流</p> <p>(1) 市值不低于4亿元</p> <p>(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%</p> <p>(3) 最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；</p>
<p>标准3 市值 + 收入 + 研发投入</p> <p>(1) 市值不低于8亿元</p> <p>(2) 最近一年营业收入不低于2亿元</p> <p>(3) 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%；</p>	<p>标准4 市值 + 研发投入</p> <p>(1) 市值不低于15亿元</p> <p>(2) 最近两年研发投入合计不低于5000万元</p>

资料来源：《北京证券交易所股票上市规则(试行)》，财信证券

2.3 定价交易：监管干预减少，市场化水平大幅提升

一级市场：完善新股定价机制，放开主板新股发行定价。本次全面注册制取消了2014年以来的23倍发行市盈率的窗口指导，允许主板、科创板采取直接定价方式。这意味着对企业发行上市定价的干预大幅减少，优质企业可以更高的价格融资、且融资规模更多，更能发挥资源配置功能。本次全面注册制将主板网上投资者新股申购单位由1000股调整为500股，预计打新率将提升，但打新的盈亏幅度将缩小。此外，主板不实施保荐机构跟投制度，维持科创板、创业板现行跟投机制，这意味着保荐机构对“科创板、创业板”IPO定价将会比主板市场更慎重。

二级市场：大幅减少监管对市场交易的限制。本次主板注册制下，交易制度主要有

四项变化：(1) 新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，有利于更好地发挥市场定价机制；(2) 优化临时停牌制度。一是放宽临时停牌的触发阈值，从 10% 和 20% 分别提高至 30% 和 60%，以避免上市首日频繁触发停牌；二是将两次停牌的持续时间均缩短至 10 分钟，降低停牌对正常市场交易的干扰；(3) 将科创板连续竞价阶段限价申报的价格笼子机制（±2%）复制至主板市场，增强市场稳定性。参考科创板，在价格笼子机制实施后，预计主板市场的天地板现象将大幅减少；(4) 新股上市首日即可纳入融资融券标的，扩大融券券源范围。预计减少了新股价格达到市场均衡的时间。上述主板交易制度变化，大幅减少监管对市场交易的限制，有利于市场价格发现功能发挥。

2.4 打击违规：加大对违法违规行为打击力度，更具针对性

注册制将监管权利充分下放至市场，同时也通过完善资本市场法律法规，进一步加大对违法违规行为的打击力度，加强投资者保护，为中国资本市场平稳健康运行保驾护航。

《新证券法》提高违法成本。2020 年 3 月 1 日实施的《新证券法》规定：(1) 对于证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的，对单位处以 200 万-2000 万元罚款（原规定为 30 万-60 万元）；已经发行证券的，对单位处以非法所募资金金额 10%-1 倍罚款（原规定为 1%-5%）；对责任个人处以 100 万-1000 万元（原规定为 3 万-30 万元）；(2) 发行人控股股东、实际控制人负有责任的，没收违法所得并处以违法所得 10%-1 倍的罚款；无违法所得或违法所得不足 2000 万元，处以 200 万-2000 万元罚款；(3) 确立证券纠纷特别代表人诉讼制度，通过“默示加入、明示退出”规则，大幅提高违法违规成本。

《刑法修正案十一》提高惩戒力度。2021 年 3 月 1 日实施的《刑法修正案十一》大幅提高了欺诈发行、信息披露造假、中介机构提供虚假证明文件和操纵市场等四类证券期货犯罪的刑事惩戒力度。其中：对于欺诈发行，刑期上限由 5 年提高至 15 年；对于信息披露造假，刑期上限由 3 年提高至 10 年。并将实控人、控股股东也纳为责任人。

本次全面注册制进一步优化审核惩戒机制。一方面取消“连坐机制”。对于中介机构被立案调查、侦查且尚未结案的，不再属于不予受理和审核注册程序中中止的情形。另一方面，监管层将“受理即担责”调整为“申报即担责”，明确自发行上市申请文件申报之日起，发行人及相关各方即承担相应的法律责任，进一步压实中介机构责任。

2.5 本章小结：全面优化发行、定价、交易、监管政策

全面注册制由交易所负责审核、证监会负责注册：(1) 发行层面。各板块设立差异化、高包容性的 IPO 条件，上市标准从“以财务指标为主”转向“兼顾财务指标、市场指标、非量化指标”，更有利于成长早期的科技企业上市；(2) 定价层面。取消 23 倍发行市盈率的窗口指导，允许主板、科创板采取直接定价方式，优质企业可以更高价融资；(3) 交易层面。优化各项交易制度，大幅减少监管对市场交易的限制；(4) 监管层面。

通过《新证券法》、《刑法修正案十一》提高违法成本，并将“受理即担责”调整为“申报即担责”，进一步压实中介机构责任。

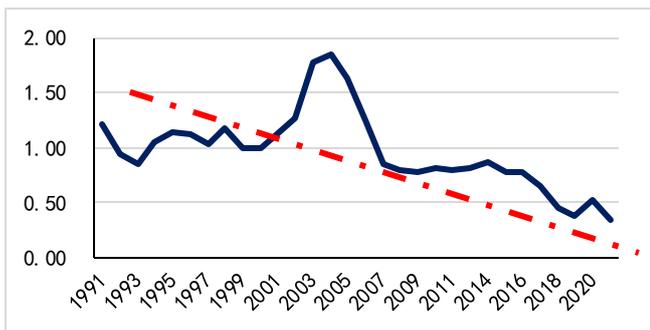
3 全面注册制的趋势分析

3.1 实体经济：注册制助力经济转型升级、科技自主可控

随着全面注册制落地，我国多层次资本市场日益清晰、健全，这将为我国不同发展阶段、不同行业、不同属性的企业提供丰富、便利的融资渠道。从趋势来看，近年来我国资本市场资源重点向成长早期、高研发投入、民营企业及科技企业倾斜。

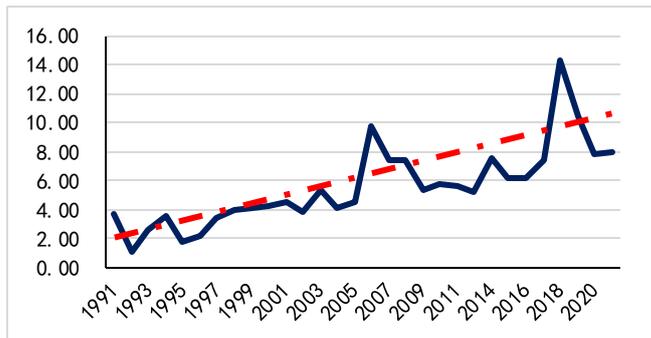
(1) 重点支持成长早期企业。近 30 年来，上市新股的当年净利润中位数趋势性走低，但收入中位数趋势性走高。IPO 标准逐步淡化对当期盈利（净利润）考核，但更看重未来盈利潜力（收入），重点支持成长早期企业。

图 22：上市新股的当年净利润中位数（亿元）



资料来源：wind 资讯（剔除暂停 IPO 的 2013 年数据），财信证券

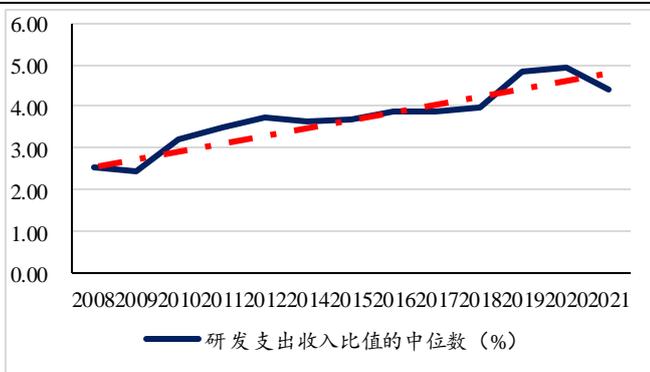
图 23：上市新股的当年收入中位数（亿元）



资料来源：wind 资讯（剔除暂停 IPO 的 2013 年数据），财信证券

(2) 重点支持高研发企业。近 30 年来，上市新股的研发收入比中位数趋势性走高，市值中位数也趋势性走高。IPO 标准重点支持高研发企业上市。

图 24：上市新股的当年研发支出与收入比值的中位数（%）



资料来源：wind 资讯（剔除暂停 IPO 的 2013 年数据），财信证券

图 25：上市新股在上市日的市值中位数（亿元）

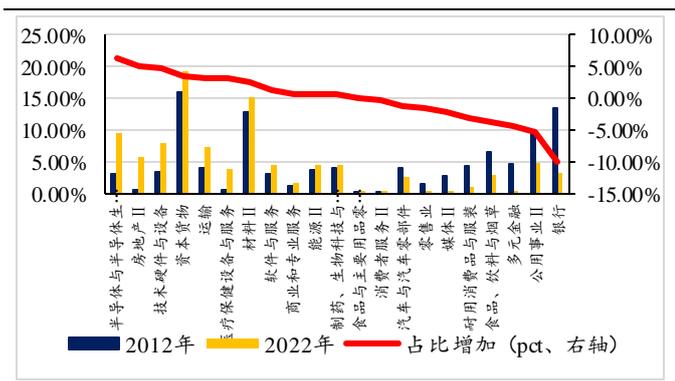


资料来源：wind 资讯（剔除暂停 IPO 的 2013 年数据），财信证券

(3) 重点支持科技企业。2012-2022 年，半导体、生物医药等科技企业股权融资占全市场比例大幅提升，但银行、公用事业、食品饮料等传统行业股权融资占全市场比例大幅下滑，市场资源（融资渠道）重点向科技企业倾斜。

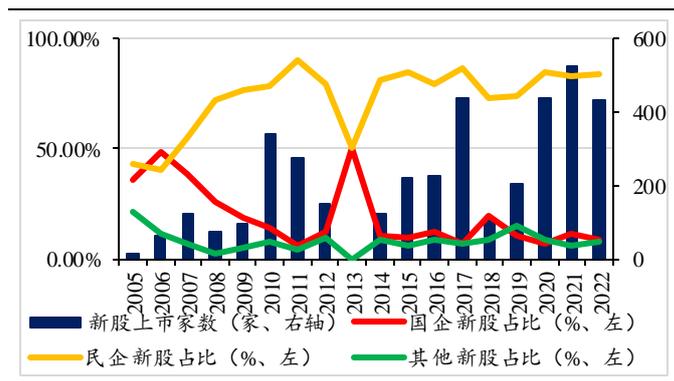
(4) 重点支持民营企业。近年来新股上市数量大幅增加，2005 年-2006 年民营企业占当年上市新股数量的比例在 40% 左右，但 2014 年迄今，民营企业占当年上市新股比例已经稳定在 80% 左右，民企已成为 A 股 IPO 主力。

图 26：2012-2022 年，科技行业的股权融资占比大幅增加



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 27：近年来，上市新股主要集中在民营企业

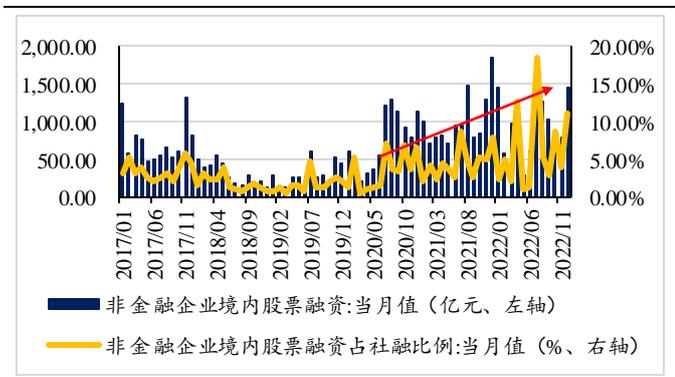


资料来源：wind 资讯，财信证券

注册制助力经济转型升级、科技自主可控。以银行信贷为主的间接融资体系，融资相对依赖抵押物，比较适合重资产的传统行业企业。但以资本市场为主的直接融资体系，并不倚重抵押物，主要通过建立收益共享、风险共担的激励机制来加以平衡，更适合资产及高风险的科技企业。

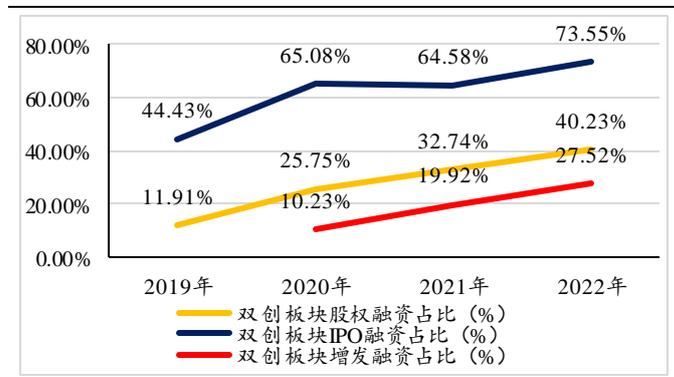
(1) 注册制推动直接融资比例提升。2017-2019 年股票占社融比例较为固定；但 2019 年注册制以来，股票融资占社融比例从 2019 年的 1.36% 提升至 2022 年的 3.67%。具体来看，试点注册制的科创板 and 创业板成为股权融资主力，双创板块股权融资占全市场比例从 2019 年 12% 提升至 2022 年的 40%。

图 28：试点注册制以来，股权融资占社融增量的比例趋势性提升



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 29：试点注册制以来，双创板块的股权融资占比持续提升



资料来源：wind 资讯，财信证券

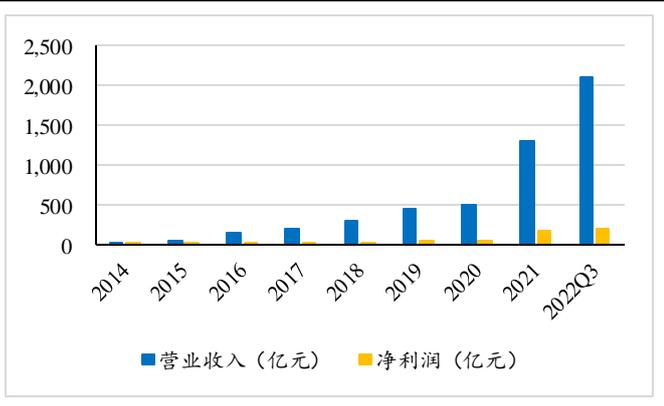
(2) 各板块的 IPO 条件均向科技企业倾斜。主板市场而言，全面注册制下，IPO 取

消了“不存在未弥补亏损、无形资产占比限制”等要求；创业板而言，本次正式启用 IPO 第三套标准，未盈利企业可据此在创业板上市；同时取消关于红筹企业、特殊股权结构企业申请在创业板上市“最近一年净利润为正”的要求；科创板而言，本次再融资新增“将优先股纳入注册制审核范围并将发行主体拓展至科创板”；北交所而言，本次明确新增将“不符合国家产业政策和北交所定位”作为不予受理情形，预计未来上市资源将进一步向科技企业聚焦。总体而言，全面注册制下，IPO 条件在淡化“利润及无形资产占比”考核的同时，侧重对收入、现金流、市值、研发投入、科技行业属性的考量。

(3) IPO 定价机制向科技企业倾斜。全面注册制取消了 2014 年以来的 23 倍发行市盈率窗口指导，允许主板、科创板采取直接定价方式。这将放开 IPO 定价上限，优质科技企业可以更高价融资更多。

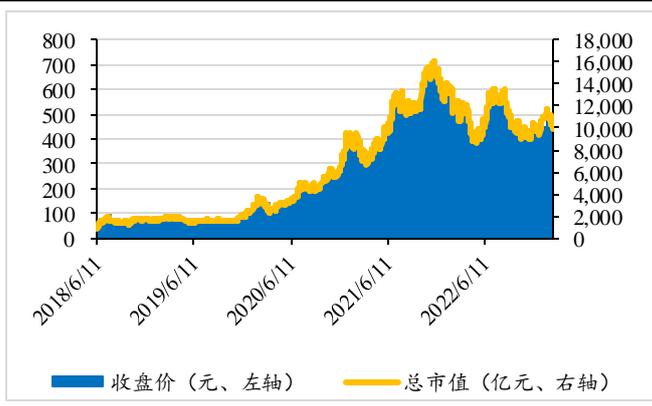
近年来，资本市场正助力我国科技转型升级、自主可控，孵化出一批科技龙头公司。例如，宁德时代在 2018 年上市以来，通过 IPO 融资 54.62 亿元、增发融资 647.00 亿元，投入新能源项目，业绩大幅加速，市值曾一度突破万亿，成为中国新能源汽车电池的绝对龙头，为我国新能源汽车发展提供强劲动力。

图 30：宁德时代的业绩走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

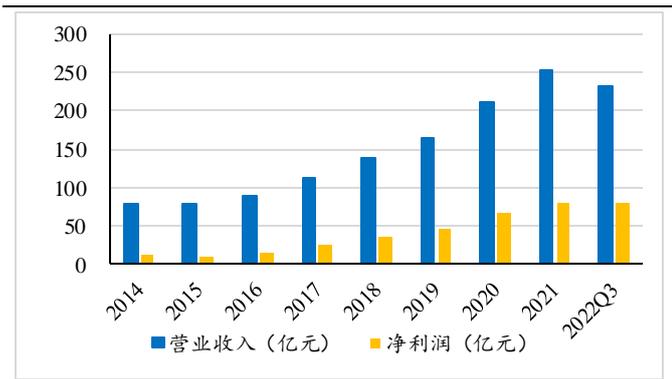
图 31：宁德时代的市值走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

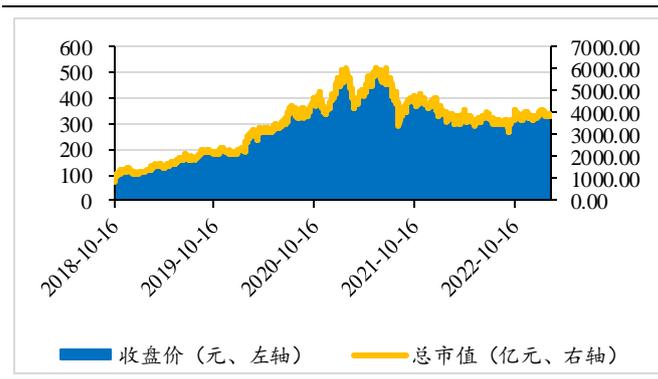
迈瑞医疗在 2018 年上市以来，通过 IPO 融资 59.34 亿元，投入生产项目，2018 年后业绩明显提升，市值大幅提升，成为中国医疗器械龙头，为我国医疗器械国产替代提供支撑。

图 32：迈瑞医疗的业绩走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 33：迈瑞医疗的市值走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

类似宁德时代、迈瑞医疗，全面注册制将孵化一大批 A 股科技股龙头：我们横向对比了各个市场前 12 大上市公司榜单发现：(1) 美股市场前 12 强中有 8 家科技股，美股科技巨头集中在信息技术、医疗保健行业；(2) 港股市场前 12 强中有 3 家科技股，港股科技巨头集中在信息技术行业；(3) A 股市场前 12 强中仅 1 家科技股，为新能源汽车龙头（宁德时代）。相比美股、港股市场结构而言，A 股科技巨头数量及占比明显偏少。全面注册制下，A 股将涌现一批科技股龙头公司，A 股头部公司结构大概率从目前传统行业向新兴行业变迁。

表 4：2022 年底，A 股、港股、美股市值排行榜

美股市值榜	wind 行业	市值 (亿美元)	港股市值榜	wind 行业	市值 (亿港元)	A 股市值榜	wind 行业	市值 (亿元)
苹果	信息技术	20669.42	腾讯控股	信息技术	31959.59	贵州茅台	日常消费	21694.54
微软	信息技术	17877.32	阿里巴巴	可选消费	18268.00	工商银行	金融	14817.90
谷歌	信息技术	11450.04	-SW			建设银行	金融	11041.77
亚马逊	可选消费	8569.39	工商银行	金融	16588.37	中国移动	电信服务	10068.92
伯克希尔哈撒韦	金融	6803.13	建设银行	金融	12361.07	农业银行	金融	10025.88
联合健康集团	医疗保健	4953.73	中国移动	电信服务	11271.98	宁德时代	工业	9609.34
强生公司	医疗保健	4618.49	农业银行	金融	11223.80	招商银行	金融	9476.39
埃克森美孚	能源	4542.48	美团-W	可选消费	10812.48	中国银行	金融	8781.59
摩根大通	金融	3933.43	招商银行	金融	10608.66	中国石油	能源	8720.37
VISA	信息技术	3913.15	友邦保险	金融	10225.79	中国人寿	金融	8620.39
特斯拉	可选消费	3889.72	汇丰控股	金融	9852.55	中国平安	金融	8527.47
台积电	信息技术	3863.11	中国银行	金融	9830.84	五粮液	日常消费	7013.68
			中国石油股份	能源	9762.30			

资料来源：wind 资讯，财信证券

注册制吸引优质科技龙头上市，助力 A 股中长期走牛。从中长期来看，A 股和美股的投资回报率主要来自业绩增长，估值影响很小。2012-2022 年 A 股各大指数而言，业

绩对指数的贡献均远高于估值贡献；同期美股纳斯达克指数、标普 500 指数，业绩对指数的贡献也要远高于估值贡献。

表 5：2012-2022 年，A 股市场和美股市场的涨跌幅拆解

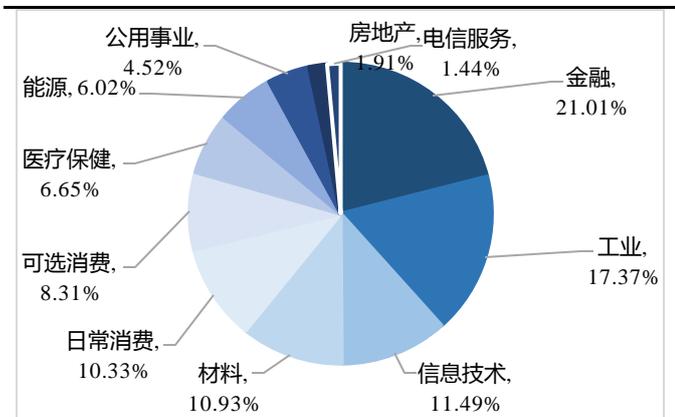
股票市场	A 股市场					美股市场		
宽基指数	上证指数	上证 50	沪深 300	创业板综	万得全 A	道琼斯工业指数	纳斯达克指数	标普 500
指数涨跌幅 (%)	42.40%	65.21%	68.42%	282.47%	130.47%	166.92%	295.21%	200.60%
估值提升幅度 (%)	13.16%	-2.90%	8.99%	41.94%	32.13%	64.40%	22.22%	44.05%
业绩提升幅度 (%)	25.84%	70.14%	54.53%	169.46%	74.42%	62.36%	223.37%	108.68%

资料来源：Wind 资讯，财信证券

美股表现更好的根源在于业绩增长更强。2012 年-2022 年，美股整体走势比 A 股市场更强，直接原因在于美股和 A 股的权重构成不同，美股指数编制更加侧重新经济，而 A 股指数编制更加侧重传统经济。由于以互联网、医药为代表的新经济业绩增速远高于金融、地产、工业等传统行业。在业绩推动下，美股指数走势也强于 A 股市场。

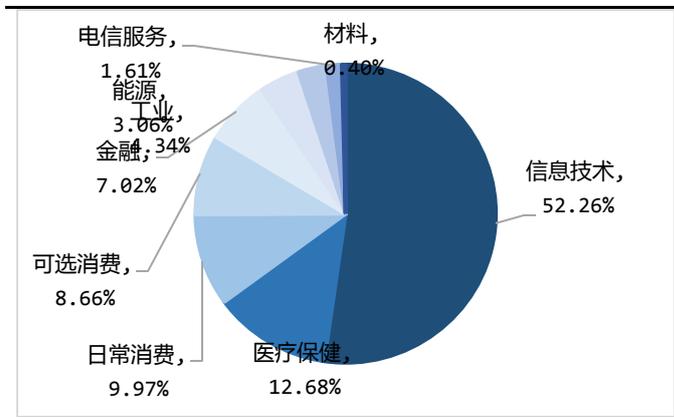
(1) 蓝筹指数对比：上证指数构成中，金融和工业约占 40% 权重；但道琼斯指数中，信息技术及医疗保健权重构成高达 65%。

图 34：上证指数构成中，金融和工业约占 40% 权重



资料来源：wind 资讯 (截至 20230225)，财信证券

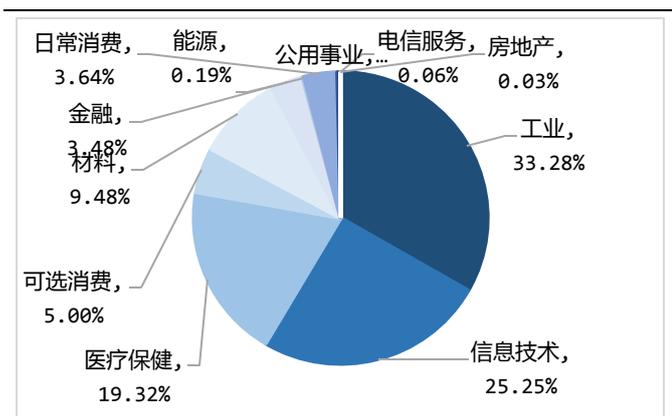
图 35：道琼斯指数中，信息技术及医疗保健权重构成高达 65%



资料来源：wind 资讯 (截至 20230225)，财信证券

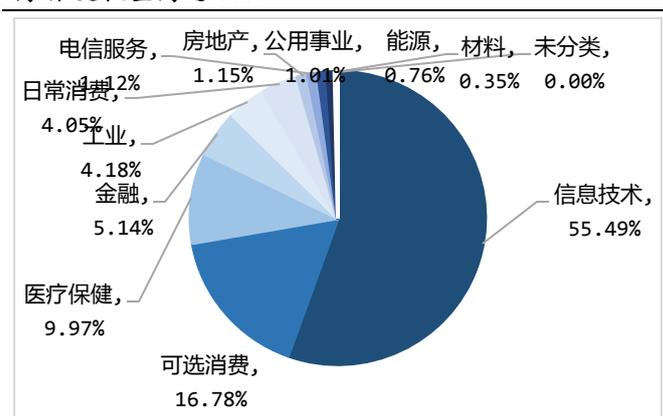
(2) 科技指数对比：创业板综的构成中，工业约占 33% 权重；纳斯达克指数的构成中，信息技术、可选消费、医疗保健权重高达 80%。

图 36：创业板综构成中，工业约占 33% 权重



资料来源：wind 资讯（截至 20230225），财信证券

图 37：纳斯达克指数构成中，信息技术、可选消费、医疗保健权重高达 80%



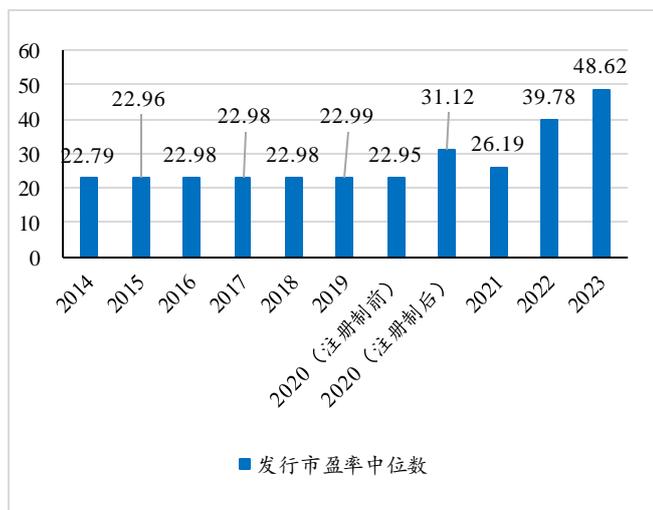
资料来源：wind 资讯（截至 20230225），财信证券

总体而言，A 股指数侧重传统经济，美股指数侧重新经济。全面注册制下，我国多层次资本市场日益成熟，一方面将助力经济转型升级、科技自主可控；另一方面将吸引更多优质科技龙头在 A 股上市、加速市场推陈出新，助力 A 股中长期走牛。

3.2 一级市场：注册制突破 IPO 定价上限，资本市场“进退有序”

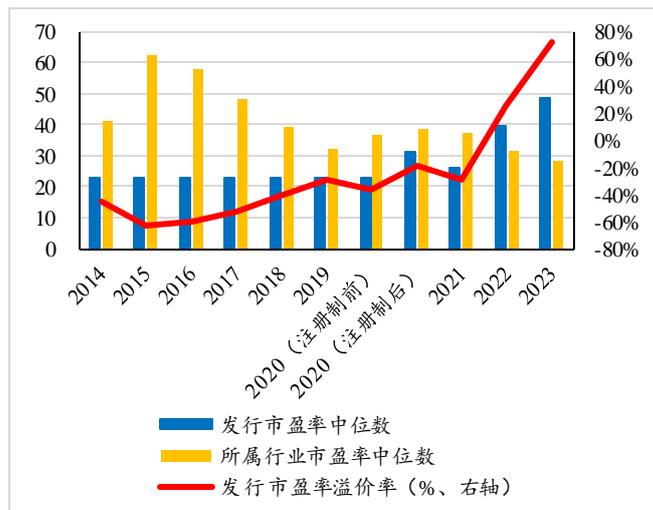
注册制突破 IPO 定价上限，优质企业能更多融资。注册制放开定价限制后，优质企业可以更高价格发行，从而提升资本市场配置效率。以创业板为例：(1) 在 2014 年至 2020 年 8 月（创业板试点注册制），创业板新股的发行市盈率中位数均低于 23 倍；但在 2020 年 8 月（创业板试点注册制）之后，创业板新股发行市盈率中位数一举突破 23 倍门槛，达 31 倍；2022 年提升至约 40 倍，2023 年迄今高达 49 倍。(2) 在 2014 年至 2020 年 8 月（创业板试点注册制），仅 3.77% 创业板新股发行市盈率高于所属行业；2020 年 8 月（创业板注册制改革后）迄今，创业板发行市盈率高于所属行业占比达 37.08%，占比提升近十倍。

图 38：创业板注册制改革后，发行市盈率大幅提升



资料来源:wind 资讯(创业板注册制改革时间为 2020.8.24,2023 年数据统计至 2 月 24 日), 财信证券

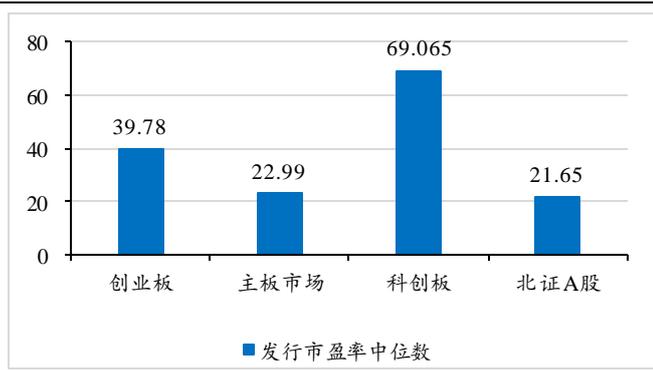
图 39：创业板注册制改革后，新股市盈率相对于行业的溢价率进一步提升



资料来源:wind 资讯(创业板注册制改革时间为 2020.8.24,2023 年数据统计至 2 月 24 日), 财信证券

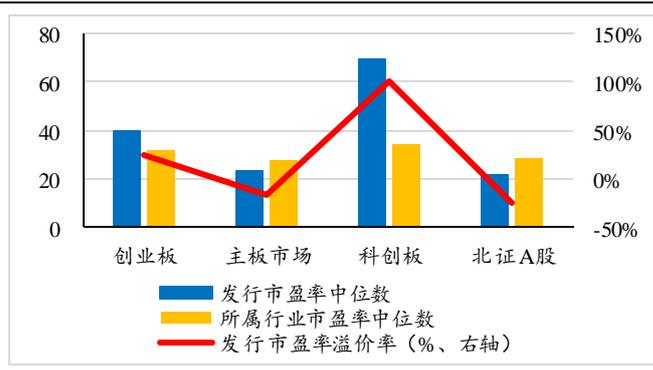
注册制下，A 股市场优质优价趋势明显。2022 年科创板、创业板、主板市场、北证 A 股的发行市盈率中位数分别为 69.07 倍、39.78 倍、22.99 倍、21.65 倍。双创板块发行市盈率远高于其他板块，体现优质优价趋势。对比新股所属行业市盈率，2022 年科创板新股相比所属行业溢价 100.48%、创业板新股相比所属行业溢价 24.82%，但主板市场新股相对所属行业约折价 17% 发行。假设主板新股发行采用其所属行业市盈率，未来主板市场发行市盈率还有 17% 提升空间。但注册制不意味着一定高溢价发行（例如北交所仍处于折价发行状态），市场将更加参照二级市场的估值。

图 40：2022 年，A 股主要板块的新股发行市盈率



资料来源:wind 资讯, 财信证券

图 41：2022 年，A 股主要板块的新股发行溢价率情况

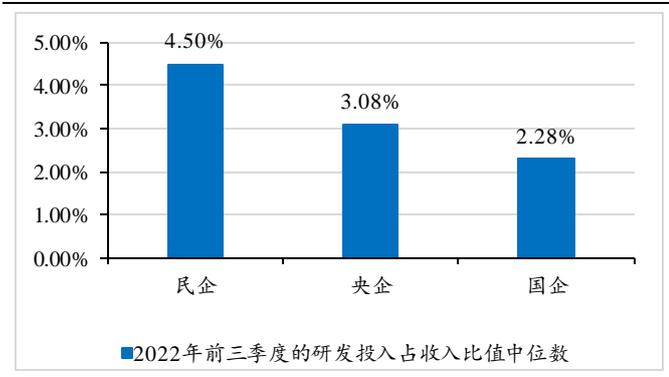


资料来源:wind 资讯, 财信证券

二级市场需探索具有中国特色的科技企业估值方式。在注册制时代，市场估值更看重研发投入。但从全市场来看，央企和国企的研发投入强度远低于民企，2022 年前三季度，民企、央企、国企的研发投入占收入比值中位数分别为 4.50%、3.08%、2.28%。估值角度，科创板央企和国企估值也相对民企存在明显折价，科创板民企、央企、国企在 2022 年底的市盈率估值分别为 41.97 倍、38.19 倍、33.25 倍。如果国企和央企能加大研发投入力度，预计资本市场将给予更多科技属性考量，从而提振国企和央企估值水平。

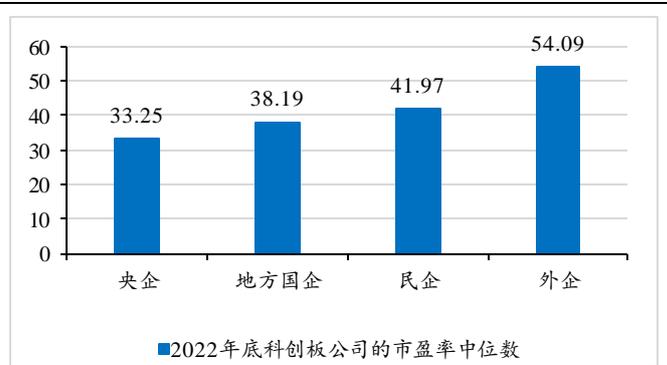
从全球实践来看，可适当允许科技企业有一定的估值泡沫和溢价。美股市场对科技龙头公司估值具有高包容性，孵化出特斯拉、亚马逊等全球科技龙头。

图 42：央企和国企的研发投入力度不及民企



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 43：科创板而言，央企和地方国企的市盈率存在较大折价



资料来源：wind 资讯，财信证券

注册制下，打新收益率将持续下降。注册制放开了新股发行定价，降低了人为约束，新股发行更加市场化。一方面，打新收益率将持续下降。以创业板为例，在 2014 年至 2020 年 8 月（创业板注册制改革）前，创业板新股上市至开板日涨跌幅中位数为 273.49%；2020 年 8 月（创业板注册制改革后）迄今，创业板新股上市首日涨跌幅中位数为 92.06%，但 2022 年以后降低至 30%。本次全面注册制取消了 2014 年以来的 23 倍发行市盈率的窗口指导，优质企业发行价可以更高，将降低打新收益率。预计未来打新收益率或将趋近 0%。另一方面，注册制下新股破发率将持续提升。2014 年至 2020 年 8 月（创业板注册制改革）前，创业板新股首日破发率 0%，2021/2022 年分别提升至 3%、20%。

表 6：注册制前后，创业板新股截至开板日的涨跌幅

年份	截至开板日的累计涨跌幅中位数 (%)	上市首日破发率 (%)
2023 年	30.66%	0
2022 年	29.73%	20.00%
2021 年	175.08%	3.02%
2020 年注册制后	191.67%	0.00%
2020 年注册制前	179.20%	0.00%
2019 年	180.63%	0.00%
2018 年	180.77%	0.00%
2017 年	273.84%	0.00%
2016 年	474.35%	0.00%
2015 年	311.06%	0.00%
2014 年	147.66%	0.00%

资料来源：wind（创业板注册制改革时间为 2020.8.24，2023 年数据统计至 2 月 24 日），财信证券

打新仍有一定窗口期：考虑到 A 股投资者对注册制认知不足、对“打新无风险收益率”还存在一定惯性认知，实施注册制的创业板、科创板在 2022 年打新累计涨跌幅在 14% 至 30%。我们认为由于投资者惯性认知存在，全面注册制之后，预计 A 股打新收益率仍

将短期存在一段时间。但中长期来看，随着市场化定价能力提升，未来 A 股打新收益率将接近 0%。目前，北证 A 股新股定价已经开始接近理论值，2022 年北证 A 股的打新累计涨跌幅接近 0%，破发率接近 50%。随着 A 股打新收益率下降、最终趋 0%，这将利空打新基金、利空指数增强基金、利空“固收+基金”的超额收益。

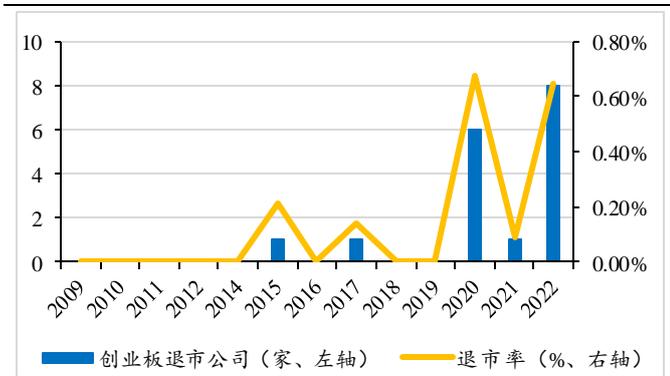
表 7：2022 年，A 股各板块新股截至开板日的涨跌

板块	截至开板日的累计涨跌幅 (%)	上市首日破发率 (%)
创业板	29.73%	20.00%
主板市场	70.66%	1.41%
科创板	14.42%	39.52%
北证 A 股	-0.17%	50.60%

资料来源：Wind 资讯，财信证券

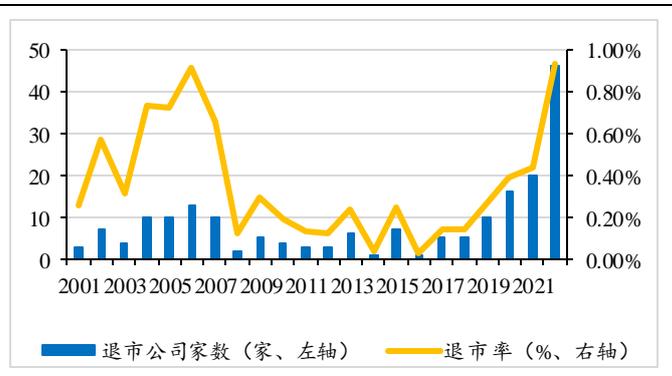
注册制下，预计 A 股退市率将趋势性上行。国家高度重视注册制下的资本市场有序进退机制，2020 年 11 月通过《健全上市公司退市机制实施方案》，建立常态化退市机制。2019 年试点注册制以来，A 股退市家数和退市率明显提升，退市率从 2019 年的 0.26% 大幅提升至 2022 年 0.94%。但相比海外成熟市场而言，A 股退市率仍非常低，资本市场优胜劣汰、优化资源配置功能尚未明显发挥。2017 年至 2022 年，美股市场年退市率在 4.5% 至 8.6%（平均值为 6%），远高于 A 股市场退市率水平（2022 年 A 股退市率仅 0.94%），预计未来 A 股退市率还将趋势性上行。

图 44：2009 年以来，创业板退市率情况



资料来源：wind 资讯，财信证券

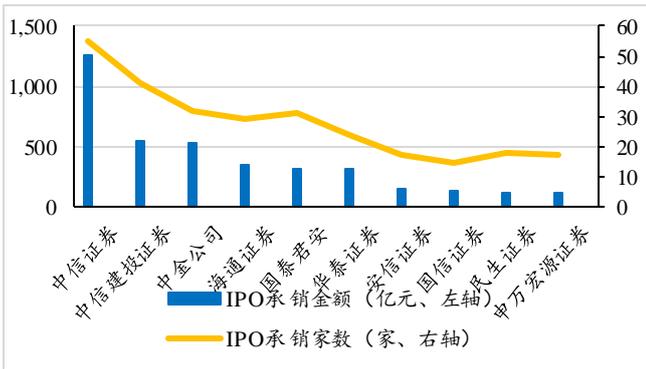
图 45：2001-2022 年，A 股公司的退市率情况



资料来源：wind 资讯，财信证券

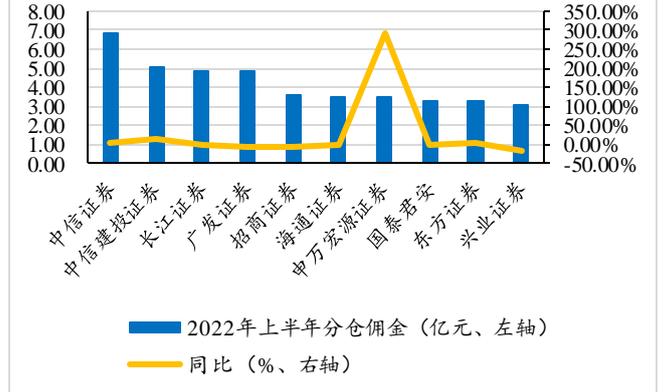
注册制下，更考验券商的资本实力及研究定价能力。全面注册制取消了 2014 年以来的 23 倍发行市盈率的窗口指导，允许主板、科创板采取直接定价方式。此外，维持科创板、创业板现行跟投机制，但主板不实施保荐机构跟投制度。总体而言，放开新股发行定价，对研究定价能力提出更高要求；而跟投机制对投行的资本要求也更高。可关注研究实力强、资本实力强，但投行 IPO 排名偏后的券商，未来在注册制环境下，其投行业务将得到更好发展，例如：广发证券、长江证券、招商证券。

图 46：2022 年，券商 IPO 承销金额前 10 榜



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 47：2022 年上半年，券商研究所的机构分仓佣金排名

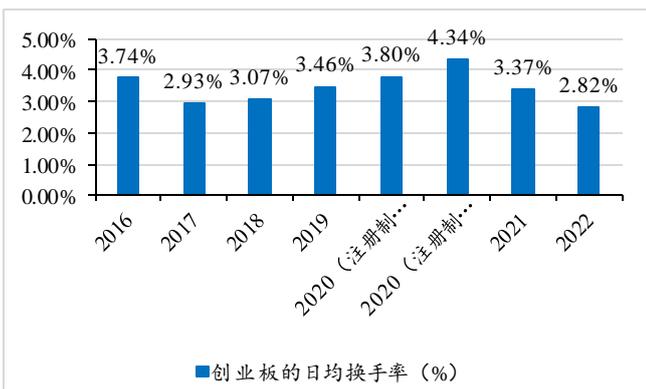


资料来源：wind 资讯& 中国证券报，财信证券

3.3 二级市场：市场风格深刻变迁，资本市场走向成熟

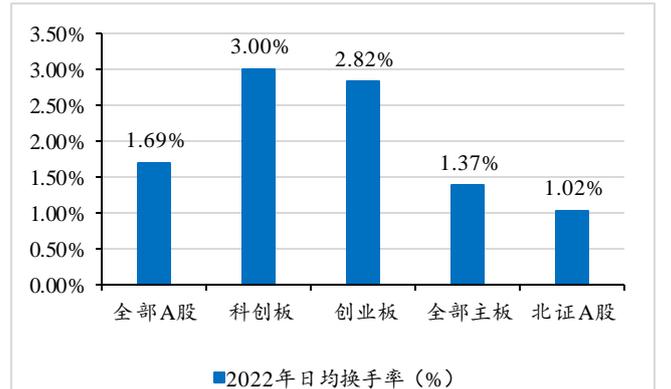
注册制并不意味着市场流动性变差。在试点注册制前后，创业板换手率并未发生明显变化。从全市场来看，2022 年全部 A 股、科创板、创业板、全部主板、北证 A 股日均换手率分别为 1.69%、3.00%、2.82%、1.37%、1.02%，双创板块换手率远高于主板和北证 A 股，优质板块和公司并不缺乏流动性，无需过度担心注册制冲击。另外，截至 2022 年底，A 股市场上市公司家数高达 5066 家、总市值高达 84.89 万亿元，A 股存量市场规模足够大，注册制的短期冲击有限。参照美股、港股等成熟资本市场，在注册制下，资本市场具备自动调节功能：（1）行情高涨、市场估值较高时，IPO 数量会增加，从而抑制市场高估值；（2）行情低迷、市场估值较低时，IPO 数量会减少，从而提振市场估值。

图 48：注册制前后，创业板日均换手率并无明显变化



资料来源：wind 资讯（换手率采用流通市值加权的日换手率，再以算数平均值计算日均换手率），财信证券

图 49：2022 年，科创板和创业板换手率远高于主板和北证 A 股

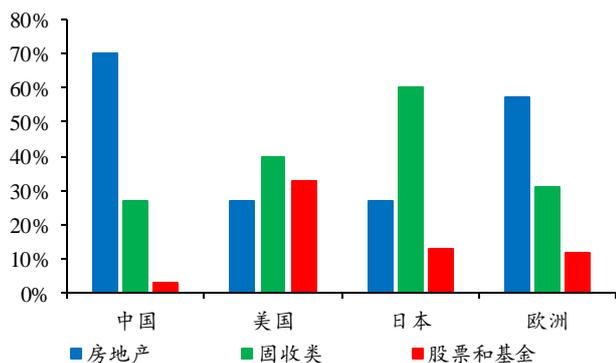


资料来源：wind 资讯（换手率采用流通市值加权的日换手率，再以算数平均值计算日均换手率），财信证券

国内中长期资金入市潜力大。根据中国人民银行调查统计司 2019 年 10 月调查：中国家庭资产以实物资产为主，住房（含商铺、厂房等）占比近七成，高于美国居民家庭 28.5 个百分点；但中国家庭资产中的金融资产占比较低，仅为 20.4%，比美国低 22.1 个百分点。未来中国居民资产配置将从房产向金融资产转移。在金融资产类别中，中国居

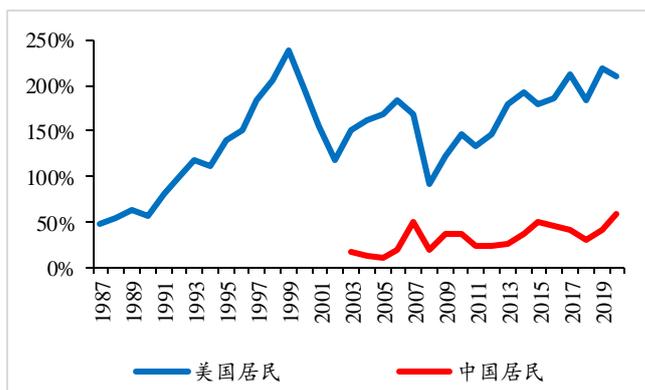
民主要持有刚兑性金融资产。2020 年中国居民持有股票和非货币公募基金与储蓄类资产的比值为 0.59 倍，美国达 2.1 倍，中国居民的储蓄搬家空间较大。随着房价信仰、银行理财信仰、城投信仰等刚兑信仰相继打破，国内无风险收益率逐步下行，2018 年底开始，中国居民资产已经逐步从房地产、银行理财/储蓄等向 A 股市场转移。未来国内中长期资金入市潜力大，无需担心注册制下的流动性风险。

图 50：中国居民主要配置房产，发达国家主要配置金融资产



资料来源：wind 资讯，财信证券

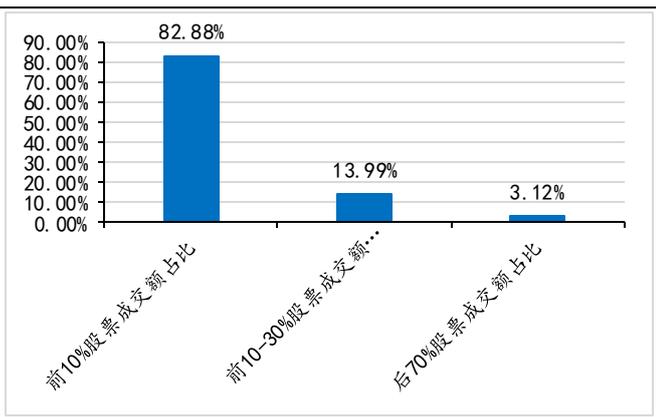
图 51：中国、美国的（股票+非货币公募基金）/居民储蓄（现金+存款+货币基金）



资料来源：wind 资讯，财信证券

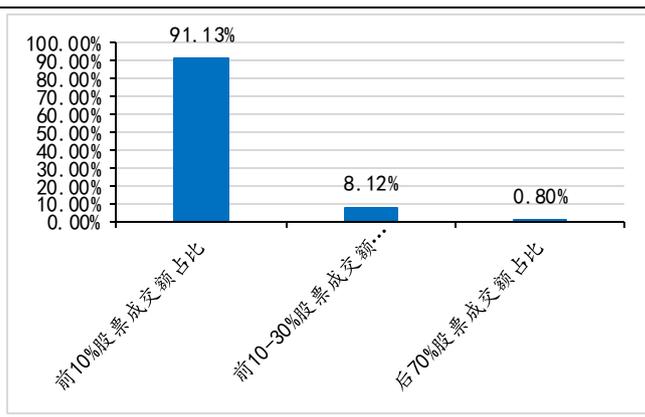
注册制下，中小差公司可能边缘化。但注册制下，市场流动性可能明显分化。2022 年，实施注册制的美股、港股的前 10% 股票交易额占比分别高达 82.88%、91.13%，绝大部分美股、港股成交额集中在前 10% 股票。2022 年，美股、港股的后 70% 股票交易额占比分别为 3.12%、0.80%，大量美股和港股中小差公司存在丧失流动性、边缘化倾向。

图 52：2022 年，全部美股（不含 OTC）的市场成交额分布



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 53：2022 年，全部港股的市场成交额分布

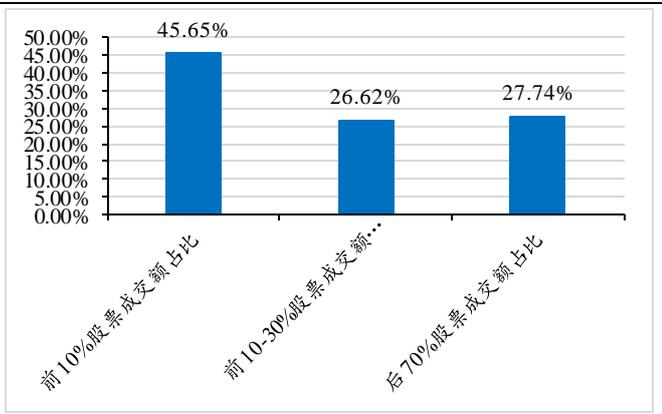


资料来源：wind 资讯，财信证券

未来 A 股“小差”公司存在边缘化可能性。2022 年，全部 A 股、科创板前 10% 股票交易额占比分别为 45.65%、40.68%，相比美股港股而言，A 股前 10% 公司交易额占比偏低，成交额头部化现象尚不明显。2022 年，全部 A 股、科创板后 70% 股票交易额占比分别为 27.74%、29.04%，相比美股港股而言，A 股后 70% 公司交易额占比仍较高，中小差公司丧失流动性尚不明显。当下 A 股市场仍存在明显“炒小、炒差、炒新”倾向，未

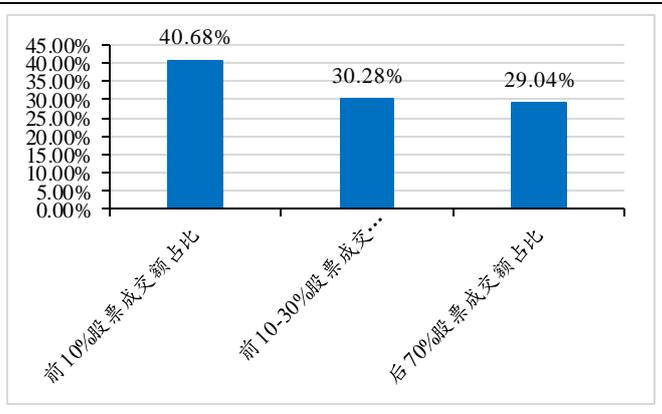
来全面注册制下，预计 A 股资源将进一步向头部优质公司倾斜，“小差”公司存在边缘化可能性。

图 54：2022 年，全部 A 股市场成交额分布



资料来源：wind 资讯，财信证券

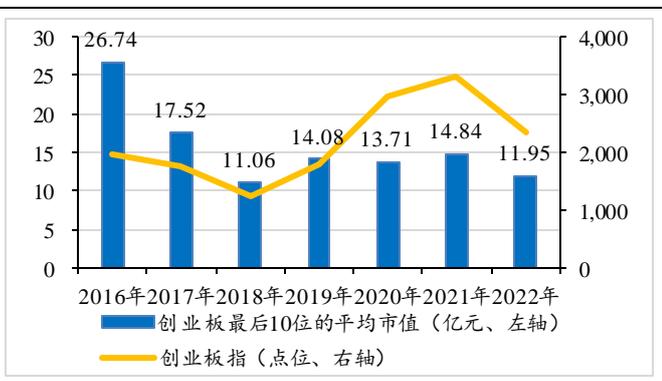
图 55：2022 年，科创板的成交额分布



资料来源：wind 资讯，财信证券

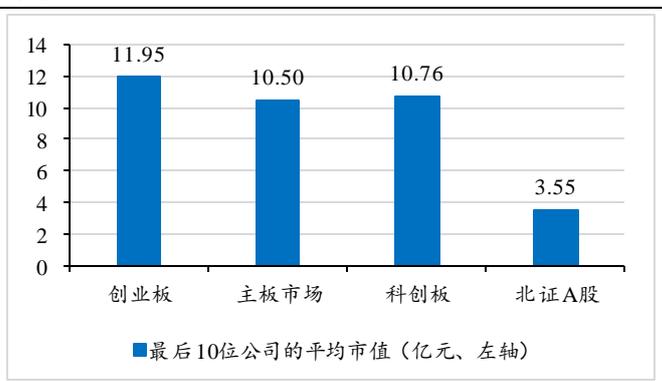
注册制下，A 股“壳溢价”大概率将消失。注册制下，上市公司资源不再稀缺，A 股市场长期存在“壳价值”将消失。如果用板块后 10 名的平均市值来简单衡量“壳价值”。从 2020 年 8 月试点注册制以来，创业板后 10 位公司的平均市值出现趋势性降低。全面注册制下，未来 A 股“壳溢价”大概率继续缩水，例如：流动性欠缺的北证 A 股 2022 年底最后 10 位平均市值仅 3.55 亿元。随着 A 股“壳价值”缩水或消失，A/H 溢价慢慢收敛，推动恒生沪深港通 AH 溢价指数下降。

图 56：创业板最后 10 位公司的平均市值（亿元）



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 57：2022 年底，A 股各板块的最后 10 位公司的平均市值



资料来源：wind 资讯，财信证券

注册制下，市场风格变迁，呈现头部化趋势。注册制下，市场加速优胜劣汰，逐步呈现头部化趋势，头部大公司对指数的贡献远大于尾部公司。目前美股头部化现象明显，2012 年至 2022 年期间，美股、纳斯达克市场前十公司对指数的贡献占比分别达 27.56%、44.23%，远高于 A 股水平（11.36%）。由于科技公司的规模效应、网络效应更强，科技指数（例如美股纳斯达克指数）的头部化效应更加明显。

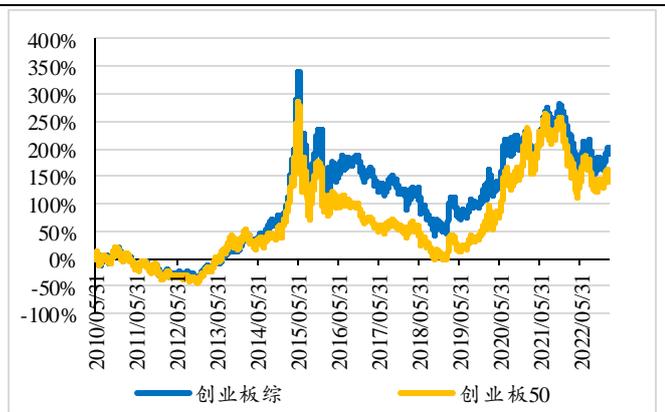
表 8：美股头部化现象远高于 A 股，科技板块头部化现象尤其明显

A 股市场		全部美股市场		纳斯达克市场	
2022 年总市值 (亿元)	848870.85	2022 年总市值 (亿美元)	517860.52	2022 年总市值 (亿美元)	184289.86
2012 年总市值 (亿元)	260524.54	2012 年总市值 (亿美元)	200633.30	2012 年总市值 (亿美元)	42274.97
2012 年前公司在 2022 年市值 (亿元)	538756.38	2012 年前公司在 2022 年市值 (亿美元)	437557.57	2012 年前公司在 2022 年市值 (亿美元)	154772.79
2012 年前公司的新增市值 (亿元)	278231.85	2012 年前公司的新增市值 (亿美元)	236924.27	2012 年前公司的新增市值 (亿美元)	112497.82
前十大公司增量 (亿元)	31605.10	前十大公司增量 (亿美元)	65303.35	前十大公司增量 (亿美元)	49755.90
前十大公司市值贡献 (%)	11.36%	前十大公司市值贡献 (%)	27.56%	前十大公司市值贡献 (%)	44.23%

资料来源：wind 资讯（本表的前十大公司仅统计 2012 年底以前已上市公司；前十大公司贡献为前十大公司的市值增量与 2012 年前已上市公司新增市值比值），财信证券

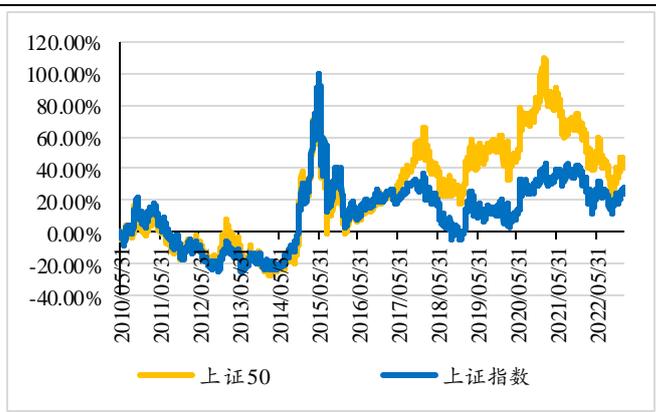
全面注册制下，A 股市场大概率走向头部化，尤其是科技指数。目前，A 股传统板块轻微头部化，2010 年 5 月迄今，上证 50（头部指数）轻微跑赢了上证综合指数（综合指数）；但 A 股成长板块还未明显头部化，2010 年 5 月迄今，创业板 50（头部指数）与创业板综（综合指数）走势接近。参照美股市场，未来 A 股将走向头部化，而且科技指数头部效应将更明显。

图 58：创业板 50（头部指数）跑输创业板综（综合指数）



资料来源：wind 资讯（已经归一化处理，基准日设为 2010 年 5 月 31 日），财信证券

图 59：上证 50（头部指数）跑赢上证综合指数（综合指数）



资料来源：wind 资讯（已经归一化处理，基准日设为 2010 年 5 月 31 日），财信证券

注册制下，市场将走向指数化。注册制下，监管权利向市场让渡，市场更能发挥定价功能。再叠加市场指数编制更侧重大市值龙头，因此个股难以跑赢指数。从海外实践来看，实施注册制的美股市场中，主动权益基金收益率很难跑赢基准指数；而且时间维度越长，美股主动权益基金越难跑赢基准指数，20 年维度下跑赢概率低至 14%，市场呈现“指数化”趋势。

表 9：美国主动权益基金跑赢基准指数的概率不高

主动权益基金类型	业绩基准	1 年	3 年	5 年	10 年	20 年
全部基金	标普综合 1500	42.91%	32.99%	27.20%	16.78%	13.99%
大盘基金	标普 500	39.67%	30.29%	24.73%	17.68%	6.00%
中盘基金	标普中盘 400	49.32%	46.51%	40.32%	27.20%	11.97%
小盘基金	标普小盘 600	54.48%	42.96%	34.88%	23.69%	11.94%
变盘基金	标普综合 1500	44.42%	37.13%	28.06%	13.43%	9.93%

资料来源：天弘基金、wind 资讯、S&P（截至 2020 年），财信证券

目前 A 股市场指数化尚不明显：从 1 年到 10 年期维度，中国主动权益基金跑赢相应基准概率在 70-90%，主动管理基金可取得明显的超额收益。但全面注册制下，市场定价效率提升，未来 A 股走向指数化。未来 A 股市场大概率出现“买股票平均收益不及买基金，买主动基金平均收益不及买被动基金”现象。

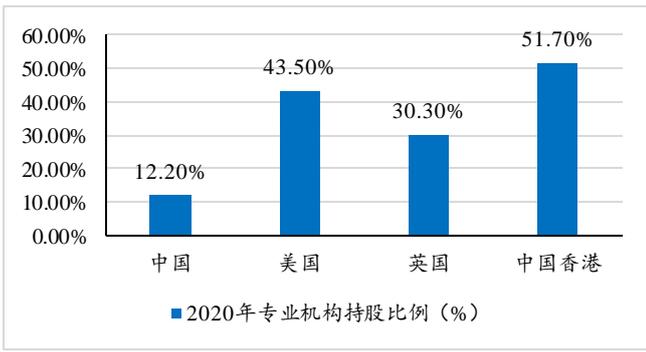
表 10：中国主动权益基金跑赢基准的概率较高

2020 年	过去 1 年 (%)	过去 3 年 (%)	过去 5 年 (%)	过去 10 年 (%)
跑赢基准	87.6%	83.4%	71.9%	77.4%
跑赢沪深 300	85.1%	84.1%	69.2%	75.8%
跑赢 Wind 全 A	86.4%	87.1%	85.1%	65.0%
跑赢创业板	37.3%	52.3%	85.3%	43.0%
跑赢国证 A50	71.3%	58.3%	11.3%	0.0%

资料来源：天弘基金、wind 资讯、上海证券报（截至 2020 年），财信证券

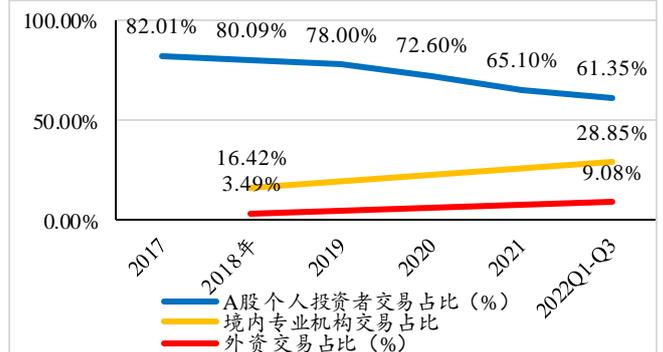
注册制下，市场走向“机构化”。2020 年 A 股专业机构持股比例在 12.2% 左右，远低于同期美国股市（43.5%）、英国股市（30.3%）、中国香港股市（51.7%）水平，A 股目前机构化水平仍不高。注册制下，A 股机构化水平有望向海外成熟市场靠拢：一方面国家将积极引导外资、社保基金等机构资金入市；另一方面，长期指数化趋势下，更多个人资金将通过公募、私募基金方式来间接入市。注册制以来，A 股个人投资者交易占比大幅下降，根据上交所，2017 年至 2019 年，A 股个人投资者交易占比稳定在 80% 左右；2019 年试点注册制后，个人投资者交易占比开始趋势性下降，2022 年前三季度占比下降至 61.35%。随着个人投资者交易占比下降、机构投资者市场影响力提升，A 股市场将从此前“暴涨暴跌、牛短熊长、短线投机盛行”投资生态逐步过渡至未来“平稳运行、慢牛长牛、长线价值投资为主导”的投资生态。

图 60：中国机构持股比例远低于美国等成熟市场



资料来源：新浪财经，财信证券

图 61：注册制以来，A 股个人投资者交易占比下降



资料来源：财新网&上交所，财信证券

注册制下，政策影响减弱，A 股市场化程度提升。目前 A 股走势仍明显受政策影响，存在明显的日历效应：例如，2009 年以来春季躁动行情中，万得全 A 指数的平均上涨时间为 57 天，平均上涨幅度为 20.71%，其中大盘蓝筹股在第四季度（尤其是 12 月份）表现较佳，科技成长股在第一季度（尤其是 2 月份）表现较佳。春季躁动行情的根源在于：在中央经济工作会议至全国两会窗口期，市场通常预期政策利好出台，短期市场风险偏好将有效提升，并驱动市场行情。“春季躁动行情”充分体现了 A 股“政策市”特点。在全面注册制下，监管层大幅降低“IPO、定价、交易”约束，A 股走向制度化及市场化，政策对 A 股影响减弱，未来 A 股市场化程度提升。

表 11：2009 年 1 月至 2022 年 12 月份，A 股市场的各宽基指数的月均涨跌幅及中位数 (%)

月份	平均涨跌幅 (%)					涨跌幅中位数 (%)				
	万得全 A	上证指数	沪深 300	深圳成指	创业板指	万得全 A	上证指数	沪深 300	深圳成指	创业板指
1 月	-1.53%	-1.22%	-0.74%	-2.15%	-1.33%	-0.18%	-0.17%	0.35%	1.16%	-1.40%
2 月	3.28%	2.07%	2.08%	3.46%	5.34%	2.96%	2.35%	1.15%	2.63%	4.52%
3 月	2.24%	1.24%	0.84%	0.88%	1.02%	-0.34%	-0.86%	-1.00%	-1.02%	-3.18%
4 月	0.42%	0.57%	1.14%	0.33%	0.54%	-1.40%	-0.48%	0.05%	-1.93%	-3.16%
5 月	1.38%	0.13%	-0.08%	0.39%	3.59%	0.27%	0.08%	0.81%	0.20%	1.85%
6 月	0.12%	-0.94%	-0.23%	0.29%	0.88%	2.74%	0.45%	-0.05%	1.98%	1.88%
7 月	1.98%	1.17%	1.26%	1.79%	0.27%	0.41%	0.88%	0.22%	-0.61%	-2.83%
8 月	-2.04%	-2.23%	-2.80%	-3.31%	-0.63%	0.61%	-0.76%	-0.72%	-1.22%	2.58%
9 月	-0.29%	-0.34%	-0.18%	-0.69%	-1.07%	0.92%	0.65%	0.75%	0.36%	-1.66%
10 月	2.57%	2.02%	2.45%	2.66%	2.12%	1.08%	1.07%	2.35%	1.81%	0.46%
11 月	2.16%	1.61%	1.64%	1.17%	1.99%	3.54%	1.16%	0.76%	2.52%	3.54%
12 月	1.54%	2.13%	3.02%	2.46%	-0.74%	0.38%	0.91%	1.22%	0.94%	-3.71%

资料来源：Wind 资讯（月度涨跌幅采用算数平均值计算），财信证券

注册制下，市场更加分化、“半牛半熊”将是常态。通常流通市值越大，全面牛市所需的资金也越多。回顾 2007 年、2015 年两轮大牛市，2006 年初、2014 年初的 A 股流通市值分别仅为 3.16 万亿、32.25 万亿，2023 年 1 月底流通市值高达 71.21 万亿，规模远超过 2006 年初、2014 年初。在全面注册制下，未来 A 股家数和市值还将继续扩容，全面

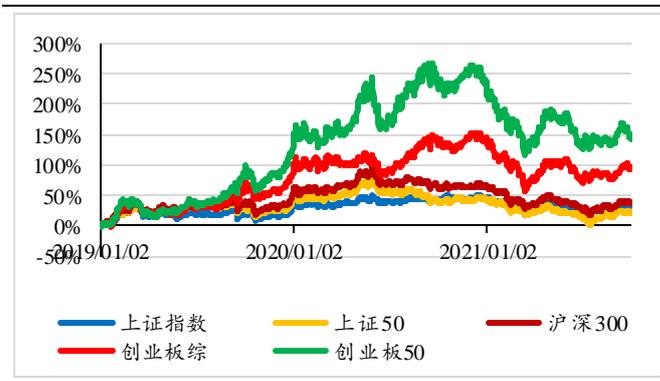
牛市所需资金更大、也更难发生。预计未来 A 股市场“半牛半熊”将是市场常态：(1) 指数层面，2019 年 6 月试点注册制造今，上证指数、上证 50、沪深 300 点位几乎原地踏步，但创业板指（尤其是创业 50 指数）的涨幅巨大，指数层面出现明显分化；(2) 个股层面，2019 年初已上市的 3614 个股中，截至 2023 年 2 月 25 日，有 1195 只个股低于 2019 年初股价，占比高达 33.07%，个股分化更加明显，对选股能力提出更高要求。

图 62：目前 A 股流通市值远高于 2006 年、2014 年



资料来源：wind 资讯，财信证券

图 63：2019 年迄今，A 股各个宽基指数走势明显分化



资料来源：wind 资讯，财信证券

3.4 本章小结：A 股投资生态将深刻变迁

近年来，我国资本市场重点向成长早期、高研发投入、民营企业及科技企业倾斜。试点注册制以来，股票融资占社融比例从 2019 年的 1.36% 提升至 2022 年的 3.67%，资本市场进一步助力经济转型升级、科技自主可控。全面注册制下，IPO 在淡化“利润及无形资产占比”考核的同时，侧重对收入、现金流、市值、研发投入、科技行业属性的考量，发行定价机制也向科技企业倾斜，预计科技企业上市进程将提速。目前各大市场前 12 强中，美股、港股、A 股分别有 8 家、3 家、1 家科技股，A 股头部科技股占比明显偏低。全面注册制下，A 股将孵化一批科技股龙头，A 股头部公司结构大概率从目前传统行业向新兴行业变迁。随着 A 股市场结构转向新经济，高业绩驱动下，A 股投资回报率将明显提升。

创业板注册制改革后，突破 IPO 定价 23 倍市盈率的上限，优质企业能更高价融资更多，呈现优质优价趋势。注册制后，创业板打新收益率趋势性下降，新股破发率持续提升。长期来看，未来 A 股打新收益率将接近 0%，这将利空打新基金、利空指数增强基金、利空“固收+基金”的超额收益；短期而言，投资者对“打新无风险收益率”还有一定惯性认知，全面注册制之后，预计 A 股打新短期仍存在一定超额收益。试点注册制以来，A 股退市率从 2019 年 0.26% 大幅提升至 2022 年 0.94%。对比美股 2017-2022 年均退市率（6%），A 股退市率仍明显偏低，预计未来 A 股退市率还将趋势性上行。

注册制不意味市场流动性变差，但“小差”公司将走向边缘化。实施注册制的美股、港股后 70% 股票交易额占比分别为 3.12%、0.80%，大量“小差”公司存在丧失流动性、边缘化倾向。当下 A 股市场仍存在明显“炒小、炒差、炒新”倾向，全面注册制下，“小差”公司存在边缘化可能性，“壳溢价”大概率将消失，A 股进一步呈现“头部化、指数

化、机构化”趋势。A股市场也将从此前“暴涨暴跌、牛短熊长、短线投机盛行”投资生态逐步过渡至未来“平稳运行、慢牛长牛、长线价值投资为主导”的投资生态。风格层面，全面牛市更难发生，“半牛半熊”将是市场常态，更考验选股能力。

4 投资建议

目前各大市场前12强中，美股、港股、A股分别有8家、3家、1家科技股，A股头部科技股占比明显偏低。全面注册制下，A股将孵化一批科技股龙头，A股头部公司结构大概率从目前传统行业向新兴行业变迁。随着A股市场结构转向新经济，高业绩驱动下，A股投资回报率将明显提升。中长期可关注数字经济、新能源、生物医药等领域龙头公司。

5 风险提示

美联储持续鹰派加息风险；全球金融风险暴露；欧美经济硬着陆风险；中国经济复苏不及预期风险；国内流动性超预期收紧风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438



每日研报分享④群@券研社

用微信或企业微信扫码加入



扫描二维码，添加我的企业微信