



北交所的“灵魂三问”



作者：张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院院长

(用一句话解释目前专精特新与北交所的机遇：产业端的“专精特新”与资本端的“北交所”，就像 20 年前产业端的“互联网”和资本端的“股权市场及纳斯达克”一样，这也将彻底改变中国产业发展的核心动能与底层逻辑.....)

自从 9 月 2 日北交所宣布设立后，各地方政府、企业、投资机构、中介机构都在为抓住此次资本市场的新一轮改革机遇，进行紧锣密鼓的准备工作。

例如，地方政府端：近期潍坊市人民政府印发《关于进一步支持企业加快上市的若干政策》，对拟在北京证券交易所上市的企业，分阶段给予每家企业总额 1400 万元补助；

资金端：证监会网站近期显示，南方基金、广发基金、易方达基金、华夏基金、汇添富基金、嘉实基金、大成基金、万家基金 8 家基金公司，已申报了以“北交所”命名的主题基金（简称“北交所基金”）；

申万宏源证券将设立 100 亿元一级市场股权基金，用于投资“专精特新”企业；设立 100 亿元二级市场公募基金、资管产品，为对北交所创新型中小企业感兴趣的投资者提供财富管理服务；投入不少于 10 亿元资金，用于北交所创新型中小企业、“专精特新”企业做市等。

资产端：宣布设立北交所至今，已有 12 只精选层新股启动公开发行，

从已公布结果的 8 只新股发行情况来看，投资者申购踊跃，平均打新户数约 18 万户，平均网上发行中签率 0.92%。

北交所开市的脚步渐行渐进，我们在市场一线和企业家、投资人交流时，明显感觉到市场各方主体皆对参与北交所充满了热情与期待。但是北交所是否具备长期价值机遇？还是仅是一次短期市场的投机博弈？

我们回归到最本质来看，任何资本市场本质的两大核心功能：1、帮助优秀的企业实现融资发展；2、让市场中的投资者实现资产配置效益与效率的最大化。

而再往下思考一层便是：市场能否通过完善的制度设计，一端吸引优秀的企业，另一端吸引长期价值型资金。市场是否能具备充裕的流动性，从而给到优秀企业合理的定价市值，从而使得优秀企业可以实现持续的融资发展，投资人可以分享企业成长的红利。

所以，北交所是否具备长期价值机遇，背后的三大核心问题：第一，北交所未来的流动性将如何？第二，优秀的企业在北交所上市后能否获得合理的定价市值？第三，北交所是否能给到投资者长期收益？

北交所未来的流动性将如何

一个资本市场是否能具备充足流动性的第一大核心是投资者参与交易的门槛。此前新三板市场，便是因投资者门槛过高，使得整个市场丧失了流动性。目前，北交所个人投资者准入门槛为“50 万元+2 年”，与科创

板齐平。

需要注意的是,《北京证券交易所投资者适当性管理办法(试行)》是北交所在 9 月 17 日直接发布试行,并没有向市场公开征求意见,直接明确个人投资者准入的资金门槛为证券资产 50 万元,机构投资者准入不设置资金门槛。不像 9 月 5 日发布的首批其他业务规则一样,如上市规则、交易规则等,发布后向市场公开征求意见。可见,深化新三板改革而来的北交所,对于投资者门槛的设计已经做了充分的评估与准备。

此外,资本市场是否能具备充足流动性的第二大核心便是市场中是否有充足的专业机构投资者作为理性价值投资资金,引导市场。证监会网站近期显示,南方基金、广发基金、易方达基金、华夏基金、汇添富基金、嘉实基金、大成基金、万家基金 8 家基金公司,已申报了以“北交所”命名的主题基金(简称“北交所基金”);申万宏源证券将设立 100 亿元二级市场公募基金投资北交所创新型中小企业等。可见北交所已经彻底改变了此前新三板市场在二级市场资金端的颓势。

但是,在资金端仅有二级市场机构投资者参与交易的资本市场也是不完善的,企业发展、实现融资需要从上市前便有相应的资金匹配,助力其成长。所以,在北交所上市前的一级市场(新三板基础层、创新层)也需要股权投资机构参与投资,才能吸引更多的优秀企业来北交所上市。从目前的市场消息来看,创投机构也正在积极备战北交所。

根据我们增量研究院调研的近 50 家创投机构反馈情况来看,目前多

家创投机构以及有限合伙人（LP）普遍看好北交所的设立和上市企业的前景。表示：北交所指明了 PE/VC 的投资方向，也就是着眼于专业化、有特色的精细化的中小企业，提升了创新资本“投早投小”的信心。

这背后的本质逻辑也十分简单，投资机构的商业模式链条是“募投管退”，北交所将企业在 A 股实现 IPO 资本化的门槛从最低的科创板 10 亿市值，降低为 2 亿市值，大幅缩短了投资机构实现收益，从而资金退出的时间，提高了投资的整体效率。

所以，从目前北交所市场的制度设计以及市场资金端的及时反应来看，北交所在流动性方面将和此前新三板市场大有不同，流动性将会有有一个明显的质的提升。

优秀的企业在北交所上市后能否获得合理的定价与市值

首先需要强调的是，只要是优秀的企业在任何市场都可以拥有合理的市值。例如，早在 2018 年，当时的新三板市场流动性不足，新三板挂牌公司神州优车市值曾达到 400 亿人民币以上。今年更是有新三板精选层企业贝特瑞市值突破 700 亿元人民币，新三板精选层达到百亿市值以上的企业也有十余家。

所以，只要是优秀的企业在任何市场都会有合理的市值，而若不是优秀的企业，在目前资本市场全面注册制改革的大趋势下，在任何市场都会缺乏资金关注，从而丧失市值。

其次，企业能否有合理的定价与市值，重点看市场是否具备充足的流动性。在上文讲到北交所的流动性将会有质的提升，一个流动性充足的市场，企业必然可以获得合理的定价与市值。

数据显示，目前精选层股票平均市盈率为 35 倍左右。而创业板、科创板股票平均市盈率分别约为 40 倍、50 倍。但要注意的是，目前的市盈率仍是按照精选层 100 万投资者门槛交易出来的，当北交所正式开市，投资者门槛降至 50 万后，市盈率必然会有所提升。

此外，市盈率的本质是企业价值持续增长的预期。北交所重点服务的便是处在“更早、更小、更新”具备高增长能力的专精特新中小企业，它们具备更充足的成长性与发展的活力。可预计，伴随着北交所市场的平稳发展，一个拥有更多高增长型企业的资本市场，将会吸引更多价值型资金进入，最终也将给予企业更为合理的定价与市值。

北交所是否能给到投资者长期收益

关于投资者能否在北交所获得长期收益，这个问题从本质上看，是看

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28056

