

## 创业板注册制的特点及板块发展趋势展望

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：卫辛

执业证书编号：S0740520080006

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

### 相关报告

### 定期策略

#### 创业板与科创板注册制比较：

我们发现与科创板专注科技前沿不同的是，创业板更关注成长型的创新创业。定位的差异也体现在以下几个方面：1、相较科创板，创业板的盈利要求略高；2、在参与门槛上，创业板的个人投资者参与条件更低；3、创业板股票单笔买卖申报数量整体略高于科创板；4、创业板存量股票日涨跌幅限制由10%放宽至20%，相关基金也实行20%涨跌幅限制。

#### 首批的科创板与创业板公司的特点是什么？

相似的是，首批创业板与科创板的公司均主要集中在工业、信息技术领域，企业平均融资额集中在10~15亿；区别在于创业板的首发市盈率更低、公司平均利润、收入能力相对更弱。

#### 注册制后，对存量创业板公司的影响是什么？

短期看：虽然创业板新股上市对存量市场的流动性冲击并不大，但是考虑到目前创业板估值整体偏高，流动性驱动转弱叠加壳贬值预期，市场估值、股价有望迎来加速分化。

长期来看：对个人投资而言，未来创业板的增量投资者面临放缓，这就意味着去散户化的趋势加速；对企业投资者而言，放松上市要求的限制也会激发大量优质的创新成长型中小企业上市融资的热情，在优化整个市场的资本结构的同时，也有望带来估值的提升与体系的重塑。

#### 市场展望：创业板注册制正式实施，资本市场改革再下一城

1、双循环提出是在中美关系不确定性增加，为防止“黑天鹅”事件扰动我国经济和金融市场稳定而做出前瞻布局。5月中旬首次提出“形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，在年中政治局会议后正式上升为国策。我们认为最关键的两点是“持久战”和“更好的利用国际国内两个市场、两种资源”，即改变旧全球化分工下，资源和市场两头在外的情况。

2、投资机会可以从供给和需求两个角度出发。供给端：资源品、新技术、资本市场改革是关键。资源品包括基础资源品（重点关注西部大开发之西部基建投资）、农产品（粮食安全）；新技术未来发展将“一家独大”，抓住现在的战略机遇期，才能使我国科技立于全球竞争的不败之地，重点关注（半导体、军品制造、安可工程、创新药、新材料），是时代硬科技的延续。资本市场改革重点关注龙头券商和金融科技的大发展。需求端：国内需求之世代新消费和奢侈品消费，“一带一路”是两大板块。其中世代消费品包括三大领域即泛娱乐消费、新型消费业态、新型消费品（化妆品、宠物经济、小家电、品牌服饰和休闲食

品)

3、2020年四季度权益市场结构性牛市有望延续。全球经济面临严重衰退我国经济逐步恢复、市场将继续处于较为宽松的流动性环境，创业板注册制下周正式实施（与科创板注册制相比，在盈利要求、个人投资门槛、单笔买卖申报数量、交易制度适用存量股票等几个方面做了差异化的规定），资本市场改革再下一城，进一步推升市场风险偏好。

#### 4、投资建议：聚焦双循环、坚守铁三角

**风险提示：**经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，政策收紧降低市场风险偏好等。

## 内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
一、本周话题： 创业板注册制的特点及板块发展趋势展望 .....	- 5 -
1.1 创业板与科创板注册制比较 .....	- 5 -
1.2 首批的科创板与创业板公司的特点是什么? .....	- 7 -
1.3 对存量创业板公司的影响是什么?.....	- 9 -
二、市场回顾与展望 .....	- 12 -
三、情绪指标跟踪 .....	- 14 -
四、估值指标跟踪 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 创业板与科创板上市审核规则对比.....	- 6 -
图表 2: 创业板与科创板交易规则比较.....	- 7 -
图表 3: 创业板首批上市行业分布 (%) .....	- 7 -
图表 4: 科创板首批上市行业分布 (家) .....	- 7 -
图表 5: 创业板与科创板首批上市 PE 分布.....	- 8 -
图表 6: 创业板与科创板分行业首批 PE (平均口径) .....	- 8 -
图表 7: 创业板首批上市募集资金 (亿) .....	- 8 -
图表 8: 科创板首批上市募集资金 (亿) .....	- 8 -
图表 9: 创业板与科创板首批财务比较 (2019) .....	- 9 -
图表 10: 创业板 PE (TTM) .....	- 10 -
图表 11: 创业板估值分布 .....	- 10 -
图表 12: 创业板上市公司市值分布.....	- 10 -
图表 13: 30 亿市值以下创业板公司今年涨跌分布.....	- 10 -
图表 14: 各类投资者持股情况 (2018) .....	- 11 -
图表 15: 指数与大类行业表现.....	- 13 -
图表 16: 本周行业表现.....	- 14 -
图表 17: 万得全 A 换手率 .....	- 14 -
图表 18: 创业板指换手率 .....	- 14 -
图表 19: 融资余额变化.....	- 15 -
图表 20: 分级基金 .....	- 15 -
图表 21: 涨停家数 .....	- 15 -
图表 22: 次新股指标.....	- 15 -
图表 23: 风格转换指标 .....	- 16 -
图表 24: 主要指数估值.....	- 17 -
图表 25: 主要行业估值.....	- 17 -
图表 26: 股债相对配置价值 .....	- 17 -

## 一、本周话题： 创业板注册制的特点及板块发展趋势展望

### 1.1 创业板与科创板注册制比较

**发行条件：**我们发现与科创板专注科技前沿不同的是，创业板更关注成长型的创业创新。定位的差异也体现在上市标准方面，创业板的盈利要求略高。尤其是对红筹企业的业绩要求进一步细化和补充。

- **首发方面：创业板与科创板错位发展，区别在于创业板对股票发行的盈利要求略高。**科创板与创业板在发行条件、审核注册程序、发行承销、信息披露等方面是颇为类似的。主要区别在于：对一般企业而言，相较创业板，科创板上市对研发的要求更加细致；对红筹企业而言，创业板的财务要求与科创板相似，并且对盈利做了补充。
- **再融资方面：创业板与科创板较为相似，区别在于创业板对股票发行的盈利要求更为严苛。**创业板与科创板在适用范围、发行上市审核、注册程序、强化信息披露要求、强化监督管理和法律责任等方面是颇为类似的。尤其是两者先后出台规则，针对“小额快速”融资设置简易程序，进一步完善注册制的重大决策部署。主要区别在于股票发行中创业板明确提出最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据的要求。
- **发行与承销方面：**我们发现在网下报价数量、超额配售、网下初始发行的比例是较为相似的。但是，创业板与科创板在定价方式、回拨比例、战略配售等方面均呈现较多区别。
- **此外，值得关注的是创业板改革借鉴了科创板的有益经验，并对试行保荐机构相关子公司跟投制度做了优化。**在跟投主体、资金来源、跟投途径、跟投比例、跟投股份锁定期等方面，与科创板总体一致。不同的是，跟投对象方面对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业和高发行价企业实施跟投制度，其他企业不实施。主要考虑是，创业板是一个存量市场，已经拥有相对众多的投资者群体和长期形成的估值定价体系，普通企业跟投的必要性较小。未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业对创业板是一个新生事物，商业模式、经营方式、股权架构等方面的潜在风险与普通企业有较大差异，高价发行企业投资风险往往也较大，有必要通过跟投，督促保荐机构更好履行“看门人”职责，审慎合理定价，控制风险。

**图表 1：创业板与科创板上市审核规则对比**

类型	科创板	创业板
<b>首发：</b>		
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	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
发行人	持续经营3年以上的股份有限公司	持续经营3年以上的股份有限公司
一般企业	1: 预计市值≥10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润≥5000 万元/预计市值≥ 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1亿元；2: 预计市值≥ 15 亿元，最近一年营业收入≥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≥15%；3: 预计市值≥ 20 亿元，最近一年营业收入≥3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1亿元；4: 预计市值≥ 30 亿元，且最近一年营业收入≥3亿元；5: 预计市值≥ 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。	1: 最近两年净利润均为正且累计净利润≥5000万元；2: 预计市值≥10亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1亿元；3: <b>预计市值≥50亿元，且最近一年营业收入≥3亿元（一年内暂不实施）。</b>
主要发行条件	营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业； <b>1: 预计市值≥100亿元；2: 预计市值≥50亿元，最近一年营业收入≥5亿元。</b>	营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业； <b>1: 预计市值≥100亿元，且最近一年净利润为正；2: 预计市值≥50亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥5亿元。</b>
红筹企业	交易所收到注册申请文件后，五个工作日内作出是否受理的决定。	交易所收到注册申请文件后，五个工作日内作出是否受理的决定。
主要发行程序	交易所应当自受理注册申请文件之日起 <b>3个月内</b> 形成审核意见。	交易所应当自受理注册申请文件之日起在 <b>规定的时限内</b> 形成审核意见。
	中国证监会在二十个工作日内对发行人的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。	中国证监会在二十个工作日内对发行人的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。
<b>再融资：</b>		
适用品种	股票、可转债、存托凭证、其他证监会认可品种	股票、可转债、存托凭证、其他证监会认可品种
主要发行条件	1: 最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告；2: 除金融类企业外，最近一期末不存在金额较大的财务性投资。（其他类似部分，略）	1: 最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告； <b>2: 最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；</b> 3: 除金融类企业外，最近一期末不存在金额较大的财务性投资
主要发行程序	交易所应当自受理注册申请文件之日起二个月内形成审核意见，但本办法另有规定的除外。	交易所应当自受理注册申请文件之日起二个月内形成审核意见，但本办法另有规定的除外。
	交易所采用简易程序的，应当在收到注册申请文件后，二个工作日内作出是否受理的决定	交易所采用简易程序的，应当在收到注册申请文件后，二个工作日内作出是否受理的决定
	中国证监会在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定	中国证监会在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定
<b>发行与承销：</b>		
定价方式	询价	首次公开发行股票采用直接定价方式的，发行价格对应的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。如果发行人与主承销商拟定的发行价格高于上述任一值，或者发行人尚未盈利的，发行人和主承销商应当采用询价方式发行。
网下报价数量	同一个网下投资者报价不超过3个且最高报价不超过最低报价的120%；	同一个网下投资者报价不超过3个且最高报价不超过最低报价的120%；
网下配售	1: 公开发行后总股本不超过4亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70%。2: 公开发行后总股本超过4亿股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股票数量的80%；	1: 公开发行后总股本不超过4亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70%。2: 公开发行后总股本超过4亿股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股票数量的80%；
优先配售	安排不低于本次网下发行股票数量的50%优先向公募基金、社保基金、养老金等，后期《促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》进一步提升至70%	发行人应当安排不低于本次网下发行数量的70%优先向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金配售。
分类配售	对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者	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。
回拨比例	首次公开发行股票，网上投资者有效申购倍数超过50倍且不超过100倍的，应当从网下向网上回拨， <b>回拨比例为本次公开发行股票数量的5%</b> ；网上投资者有效申购倍数超过100 倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 <b>10%</b> ；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 <b>80%</b>	网上投资者有效申购倍数超过50倍且不超过100倍的，应当从网下向网上回拨， <b>回拨比例为本次公开发行股票数量的10%</b> ；网上投资者有效申购倍数超过100倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 <b>20%</b> 。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 <b>70%</b> 。
超额配售	采用超额配售选择权发行证券数量不超过首发股份的15%	采用超额配售选择权发行证券数量不超过首发股份的15%
战略配售	首次公开发行股票数量在1亿股以上的，战略投资者获得配售的股票总量原则上不得超过本次公开发行股票数量的30%，超过的应当在发行方案中充分说明理由。首次公开发行股票数量不足1亿股的，战略投资者获得配售的股票总量不得超过本次公开发行股票数量的20%。	发行证券数量1亿股（份）以上的， <b>战略投资者原则上不超过35名</b> ，配售证券总量原则上不超过公开发行股票数量的30%，超过的应当在发行方案中充分说明理由；不足1亿股（份）的， <b>战略投资者应不超过10名</b> ，配售证券总量不超过公开发行股票数量的20%。

来源：中泰证券研究所

**交易条件：**创业板与科创板在涨跌幅限制、盘后定价交易、两融交易方面较为相似，但在参与门槛上，创业板个人投资者参与条件更低，在单笔交易的数量上来看，整体还是高于科创板的。此外值得关注的是本次创业板改革系统完善了创业板交易机制，同时适用于增量公司和存量公司，有利于提高创业板整体定价效率。



图表 2：创业板与科创板交易规则比较

	科创板	创业板
参与门槛	1: 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 <b>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）；2: 参与证券交易24个月以上；	存量投资者适当性要求基本不变，签署新的风险揭示书后可以继续参加交易。对增量投资者，要求在申请开通权限前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 <b>10万元</b> （不包括该投资者通过融资融券融入的资金与证券），且参与证券交易24个月以上。
涨跌幅限制	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%	新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，此后日涨跌幅限制为20%。存量股票日涨跌幅限制由10%放宽至20%，相关基金也实行20%涨跌幅限制
连续竞价	1: 最优五档即时成交剩余撤销申报；2: 最优五档即时成交剩余转限价申报3: 本方最优价格申报，即该申报以其进入交易主机时，集中申报簿中本方最优报价为其中申报价格；4: 对手方最优价格申报，即该申报以其进入交易主机时，集中申报簿中对手方最优报价为其中申报价格；	连续竞价阶段（上午9:30-11:30、下午1:00-2:57）限价申报的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%
停牌机制	交易所可以对科创板股票的有效申报价格范围和盘中临时停牌情形等另行作出规定，并根据市场情况进行调整。	创业板无价格涨跌幅限制股票盘中临时停牌的触发阈值为涨跌30%和60%，停牌持续时间为10分钟。
盘后定价交易	盘后固定价格交易阶段，交易所以收盘价作为成交价、按照时间优先原则对收盘定价申报进行逐笔连续撮合。	盘后定价交易，是指在创业板股票交易收盘后按照时间优先的原则，以当日收盘价对盘后定价买卖申报逐笔连续撮合的交易方式
单笔申报数量	通过限价申报买卖科创板股票的，单笔申报数量 <b>应当不小于200股，且不超过10万股</b> ；通过市价申报买卖的，单笔申报数量应当不小于200股，且不超过5万股。卖出时，余额不足200股的部分，应当一次性申报卖出	限价申报的单笔买卖申报数量 <b>不得超过30万股（3000手）</b> ，市价申报的单笔买卖申报数量不得超过15万股（1500手）。如投资者提交的单笔申报数量超过要求，交易系统将直接拒单
交易公开信息披露指标	1: 日收盘价格涨跌幅达到±15%的各前5只股票；2: 日价格振幅达到30%的前5只股票；3: 日换手率达到30%的前5只股票	当日收盘价格涨跌幅偏离值±7%调整为涨跌幅±15%、价格振幅由15%调整为30%、换手率指标由20%调整为30%、连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20%调整为±30%，取消其他异动指标；增加严重异常波动指标。
两融交易	新股上市首日即可纳入融资融券标的。优化转融通机制，推出市场化约定申报，允许战略投资者获配股票参与转融通出借	新股上市首日即可纳入融资融券标的。优化转融通机制，推出市场化约定申报，允许战略投资者获配股票参与转融通出借

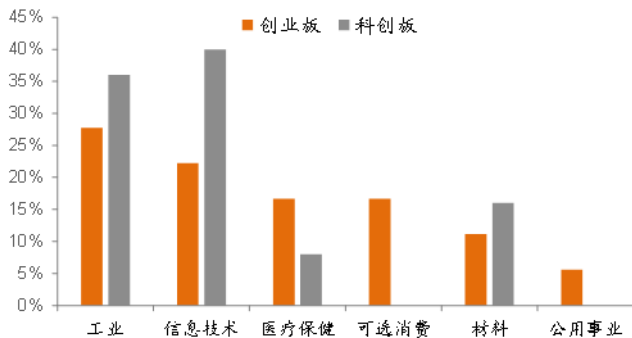
来源：中泰证券研究所

## 1.2 首批的科创板与创业板公司的特点是什么？

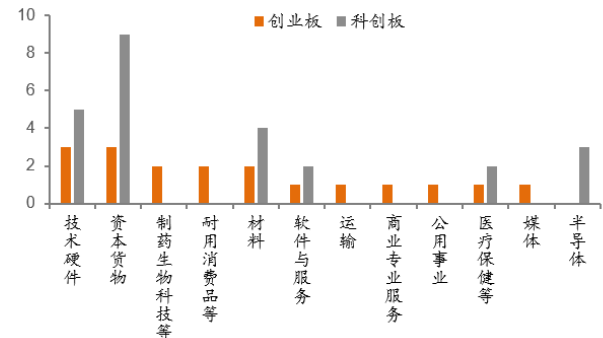
相似的是，首批科创板与创业板的公司均主要集中在工业、信息技术领域，企业平均融资额与科创板都集中在 10~15 亿；区别在于创业板的首发市盈率更低、公司平均利润收入能力相对更弱。

- **行业方面：工业、信息技术首发占比过半。** 科创板与创业板首发公司普遍集中分布在工业、信息技术两个大类行业，合计占比超过 50%。细分来看，创业板首发上市公司最多的公司是技术硬件与设备（3 家）/资本货物（3 家）；科创板首发上市公司最多的公司是资本货物（9 家）。值得关注的是与科创板相比，创业板首发公司的行业分布更加广泛，消费、公用事业、运输、传媒本次均有上市公司崭露头角。

图表 3：创业板首批上市行业分布（%）



图表 4：科创板首批上市行业分布（家）

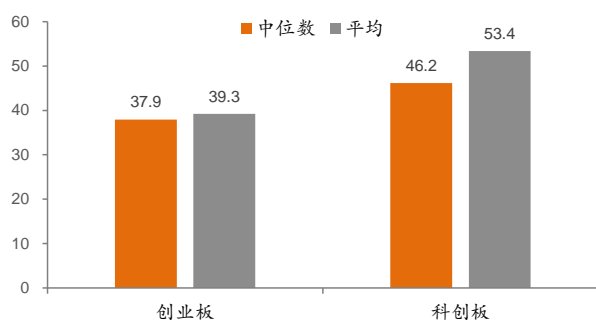


来源： Wind，中泰证券研究所

来源： Wind，中泰证券研究所

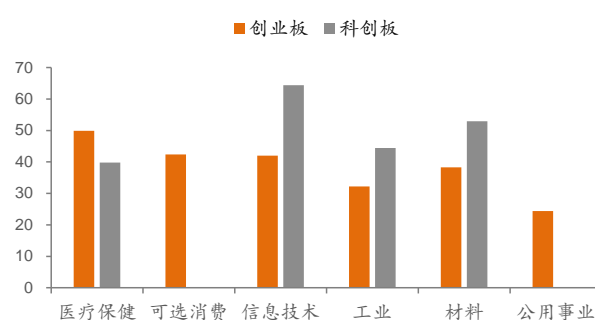
- 市盈率方面：创业板的首发市盈率小幅低于科创板。**创业板 18 家企业发行市盈率在 19.1 倍至 59.7 倍之间，平均值 39.3 倍，中位数 37.9 倍；科创板 25 家企业发行市盈率在 18.8 倍至 170.5 倍之间，平均值 53.4 倍，中位数 46.2 倍；分行业看，平均口径下，除了医疗保健行业创业板首发 PE 略高于科创板，信息技术、工业、材料板块的发行市盈率显著低于科创板。

图表 5：创业板与科创板首批上市 PE 分布



来源： Wind，中泰证券研究所

图表 6：创业板与科创板分行业首批 PE（平均口径）



来源： Wind，中泰证券研究所

- 募集资金：创业板首批募集 200 亿，企业平均融资额与科创板相似。**首批创业板 18 家公司募资总额达到 200 亿，平均融资额 11 亿，行业融资差异并不明显。类似的，首批科创板 25 家公司募资总额达到 370 亿，平均融资额 15 亿，大类行业平均融资额普遍在 10~20 亿。

图表 7：创业板首批上市募集资金（亿）



图表 8：科创板首批上市募集资金（亿）



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\\_2988](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2988)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn