

正文目录

1. 北证 IPO 制度较沪深差异大.....	3
1.1 新三板培育而来，借转板沪深融通.....	3
1.2 三条上市路径，直接 IPO 尚未突破.....	4
1.3 发行制度灵活，直接定价为主.....	4
1.4 无底仓现金申购，打新参与率不高.....	8
1.5 上市前已公开交易，老股上市不锁.....	8
2. 北证 IPO 放缓但前端挂牌加快.....	9
2.1 24 年北证 IPO 开始逆周期调节.....	10
2.2 2022 年起新三板挂牌重拾信心.....	12
3. 预计 24 年北证 IPO 质量前低后高.....	13
3.1 直联制较存量北证优势较明显.....	13
3.2 IPO 排队企业略胜于存量北证.....	14
3.3 建议重视 H2 新股整体 β 机会.....	16
4. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1：北交所发展历程.....	3
图表 2：北交所上市路径.....	4
图表 3：北证和主板、双创发行上市定价、投资者范围有差异.....	5
图表 4：北证和主板、双创询价/配售机制有差异.....	6
图表 5：截止 2023/3/14 定价方式、战配参与情况.....	7
图表 6：北证网上发行和网下发行中签率对比（%）.....	7
图表 7：申购资金冻结安排.....	8
图表 8：北交所首发上市股份限售要求.....	9
图表 9：发行后可流通股占比与首日涨跌幅呈负相关（%）.....	9
图表 10：北交所发行上市家数（按季度）.....	10
图表 11：24 年北证 IPO 各环节新增统计截止 24/3/22.....	10
图表 12：IPO 资料终止（撤回）季度统计（家）.....	11
图表 13：否决/终止审核家数统计（家）.....	11
图表 14：北证发行 PE 进入历史低位区间.....	11
图表 15：逐年新增挂牌企业和直联企业数量（家，%）.....	12
图表 16：逐年摘牌企业数量（家）.....	12
图表 17：2014-2023 年每年新增挂牌公司质量.....	13
图表 18：直联挂牌/北证存量 22 年营收、归母净利润中位数（万元）.....	14
图表 19：直联挂牌/北证存量 22 年盈利能力（%）.....	14
图表 20：直联挂牌企业东财一级行业分布.....	14
图表 21：北证存量东财一级行业分布.....	14
图表 22：IPO 排队/北证存量 23 年营收、归母净利润中位数（万元）.....	15
图表 23：IPO 排队/北证存量 23 年盈利能力（%）.....	15
图表 24：北证 IPO 排队企业东财一级行业分布.....	16
图表 25：已过会未上市企业基本面情况（截止 2024/3/29）.....	16
图表 26：北证 IPO 排队企业优质标的（截止 2024/3/29）.....	18
图表 27：直联制企业基本面（截止 2024/3/29）.....	19

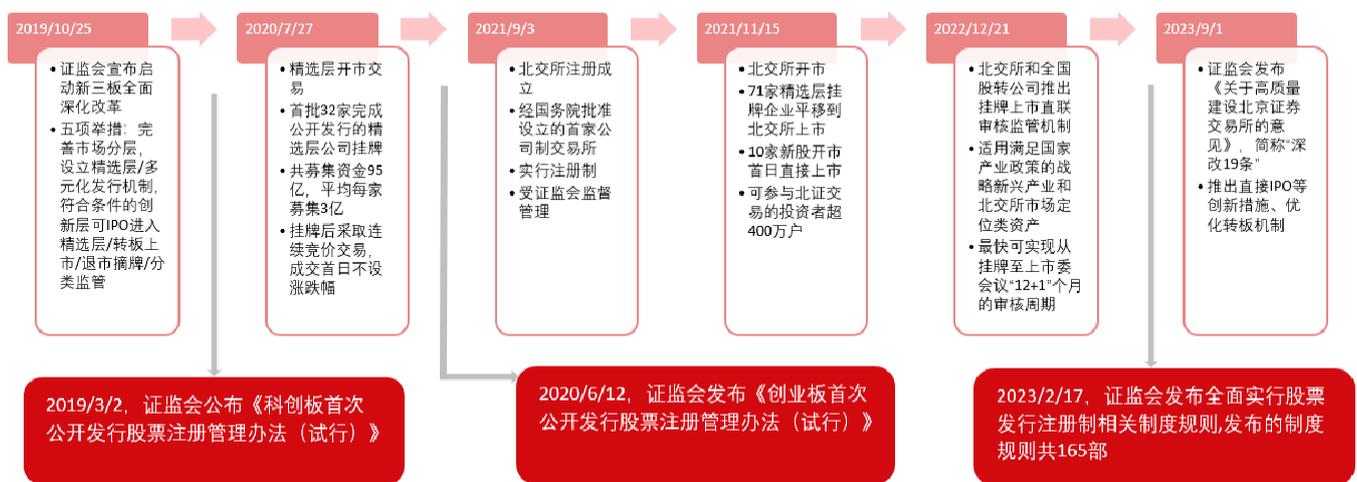
1. 北证IPO 制度较沪深差异大

北证实行 IPO 注册制，但由于北证由新三板层层递进而来，相较于沪深在发行上市制度上存在差异化，主要体现在上市路径、发行制度、发行后可流通比例上。

1.1 新三板培育而来，借转板沪深融通

北交所目前是新三板企业上市主阵地，由精选层制度平移而来。北交所成立之初各项政策平移自精选层。精选层设立是新三板深化改革的关键环节。新三板（创新层）、精选层、北交所的制度建设过程体现了改革的连贯性和稳健性。由于新三板信披的完整性和连贯性，增加了一级市场的投资效率。由于北交所成立，拓宽上市退出渠道，解决了专精特新企业、“早、小、新”等优质资产融资和上市痛点，对于发展多层次资本市场起到承上启下重要作用。

图表1：北交所发展历程



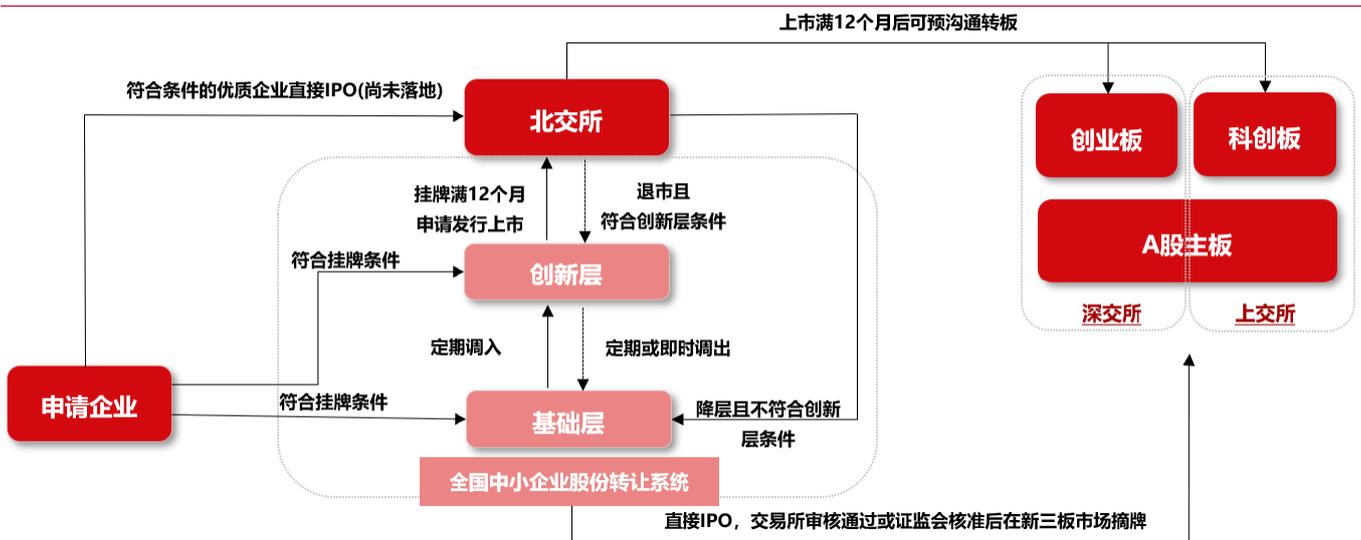
资料来源：北交所、证监会网站，

北交所是注册制先行试验地之一，创新转板机制，与沪深联通。2021年9月3日，北交所注册成立，这是经国务院批准设立的首家公司制交易所，自设立以来就试点股票发行注册制。2019年10月25日证监会宣布全面启动新三板深化改革，提出五项举措，措施之一是打通新三板和沪深市场的互联互通，实现新三板创新层→精选层→转板上上市沪深这一路径。精选层发行上市满1年后，科创板、创业板先行试点开通转板，首批精选层挂牌公司有3家实现转板，其中翰博高新、泰祥股份转板至创业板交易，观典防务转板至科创板进行交易。2023年9月1日，证监会发布北交所“深改19条”，对转板机制提出优化要求，10月8日北交所修订了《转板指引》，增加了转板预沟通机制、要求上市公司和保荐机构签订转板保荐协议、要求实控人、大股东、董监高出具自转板提示性公告披露至提交转板申请期间不得减持的公开承诺、若转板终止则后六个月内不再筹划审议转板事宜等规定。

1.2 三条上市路径，直接 IPO 尚未突破

根据目前北交所发布的各项政策来看，公司在北交所上市主要有 4 种潜在路径可选：（1）基础层挂牌→创新层→北交所 IPO。满足条件的企业先在新三板挂牌。再通过分层机制进入创新层，至北交所上市委审议时已连续挂牌满 12 个月，就可申报北交所 IPO。（2）挂牌同时进入创新层→北交所 IPO。满足创新层要求的企业，可以在挂牌的同时直接进入创新层，至北交所上市委审议时已经连续挂牌满 12 个月的新三板企业，可以申报北交所 IPO。此路径较（1）上市周期有一定优化。以瑞尔竞达为例，挂牌（挂牌日期 2023/12/8）同时进入创新层，挂牌日期到受理时间间隔仅为 21 天。受理到首轮问询发出经历 31 天。审核效率有优化。（3）北交所上市直联审核机制。满足条件的优质企业可在新三板挂牌同时进行北交所上市监管审核，但仍需要满足新三板挂牌满 12 个月的规定。（挂牌满一年是指发行人在北交所上市委审议时已连续挂牌满一年，对于摘牌前已连续挂牌满一年的公司，在二次挂牌后可直接申报北交所上市），通过此路径，企业从挂牌到上市可最快达到“12+1”个月，优势体现在受理后的审核速度大幅高于（1）和（2）路径，目前受理后审核效率最高。以首家过会的直联挂牌企业万达轴承为例，新三板挂牌到受理时间 298 天，受理至问询时间 11 天，受理至过会时间 63 天，挂牌到过会时间共 361 天。（4）直接 IPO 机制。2023 年 9 月 1 日证监会发布“深改 19 条”，提出允许符合条件的优质中小企业 IPO 并在北交所上市。市场普遍预期这一政策继续提高北交所的发审效率和资产质量。且具体细则尚未发布。

图表2：北交所上市路径



资料来源：北交所、证监会网站，

1.3 发行制度灵活，直接定价为主

北交所 IPO 定价模式有直接定价、网下询价、网上竞价三种，较沪深市场增加

竞价方式。根据《北交所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法》，发行人可以与主承销商自主协商直接定价，也可以通过合格投资者网上竞价，或者网下询价等方式确定股票发行价格和发行对象。发行人通过网下询价方式确定股票发行价格和发行对象的，询价对象应当是经中国证券业协会注册的网下投资者。发行人和主承销商根据相关规定自主协商设置网下投资者的具体条件，并在招股书/发行公告中预先披露。目前根据发行公告统计，主要分 A 类和 B 类。其中 A 类（专业机构）主要有公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险基金、QFII 六类配售对象，是优配对象。B 类配售对象分为机构和个人，分别是证券公司、信托、期货等专业投资机构的自营账户和一般机构投资者，以及符合条件的个人投资者。

图表3：北证和主板、双创发行上市定价、投资者范围有差异

	北交所	主板	科创板	创业板
定价方式	直接定价、网下询价、 网上竞价	直接定价、网下询价	直接定价、网下询价	直接定价、网下询价
网下投资者范围	1) 机构投资者：证券公司、基金管理公司、保险及前述机构资管子公司、期货公司、信托公司、财务公司、QFII、符合一定条件的 PE 基金管理人等八类专业机构投资者；一般机构投资者； 2) 符合要求的个人投资者	1) 证券、基金、期货、信托、保险、财务、QFII、私募等八类投资机构； 2) 个人、其他法人组织	证券、基金、期货、信托、保险、财务、QFII、私募等八类投资机构	证券、基金、期货、信托、保险、财务、QFII、私募等八类投资机构
网下投资者市值认定范围	其从证券二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证截至最近一个月末总市值应不低于 1000 万元 。	其从沪/深二级市场买入的非限售股票和非限售存托凭证截至最近一个月末总市值应不低于 6000 万元 ； 市值计算：已初步询价开始前 2 个交易日为基准日，在基准日前 20 个交易日（含基准日）所持有沪/深市场非限售 A 股股份和非限售存托凭证的日均市值		

资料来源：北交所、证监会网站，

询价/配售机制较沪深有差异性，网下初始发行比例/回拨机制/限售期/高剔比例/战配标准等设置上较沪深灵活性更高。目前注册制下沪深市场发行定价主要采取

网下询价方式。北证目前采取直接定价为主，询价为辅。当前在网下询价机制上沪深较为统一，北交所与之有差异。北交所相关规则给发行人/承销商/网下投资者预留较灵活的选择空间，比如网下配售不设置限售期，网下初始发行比例设置区间更为宽泛等。但未来随着注册制推进，三大市场统一或是趋势。

图表4：北证和主板、双创询价/配售机制有差异

	北交所	主板	科创板	创业板
询价报价限制	1) 网下投资者可以为其管理的不同配售账户分别填报一个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不得超过 3 个； 2) 最高报价与最低报价的差额不得超过最低报价的 20			
询价发行高剔比例	高价剔除比例不超过所有网下投资者拟申购总量的 3%	高价剔除比例不超过所有网下投资者拟申购总量的 3%，也不低于 %		
四值孰低计算方法	无明确限制	参考网下投资者高剔报价后剩余报价的中位数、加权平均数，及公募基金、社保基金、养老金、QFII 剩余报价的中位数和加权平均数定价，定价超过“四个值”孰低值幅度不高于 30%		
网下初始发行比例	网下初始发行比例应不低于 60% 且不高于 80%。（扣除战配配售确定该比例）	1) 总股本不超过 4 亿股，网下初始发行比例不低于 60%； 2) 总股本不低于 4 亿股或未盈利的，网下初始发行比例不低于 70%	1) 发行后总股本不超过 4 亿股，网下初始发行比例不低于首发数量 70%； 2) 发行后总股本超过 4 亿股或尚未盈利的，网下初始发行比例不低于首发数量 80%	
回拨机制	1) 网上有效申购倍数 15-50 倍，回拨 5%； 2) 网上有效申购倍数>50 倍，回拨 10%	1) 网上有效申购倍数 50-100 倍，回拨 20%； 2) 网上有效申购倍数>100 倍，回拨 40%；回拨后网下发行数量占比在 20%	1) 网上有效申购倍数 50-100 倍，回拨 5%； 2) 网上有效申购倍数>100 倍，回拨 10%；回拨后网下发行数量占比在 60%-70%	1) 网上有效申购倍数 50-100 倍，回拨 10%； 2) 网上有效申购倍数>100 倍，回拨 20%；回拨后网下发行数量占比在 50%-60%
不同类型投资者配售比例	公募、社保、养老金、年金、保险、QFII 的配售比例不得低于其他类型投资者	安排不低于网下发行数量的 70%优先向公募、社保、养老金、年金、保险、QFII 配售		
限售期	无要求	1) 网下设置不低于 6 个月的限售期；采用摇号限售（摇号抽取不低于 10%的配售对象账户，网下投资者需承诺中签账户获配证券限售）和比例限售（网下投资者应当承诺不低于 10%的获配证券数量限售； 2) 首次公开发行规模在 100 亿元以上，设置相应限售期的配售对象账户或获配证券数量的比例不低于 70%。		
超额配售权	首次公开发行，发行人和主承销商可以在发行中采用超额配售权，采用超额配售权发行的证券数量不得超过首次公开发行证券的 15%			

战略配售

1) 战略投资者不得超过 10 名;

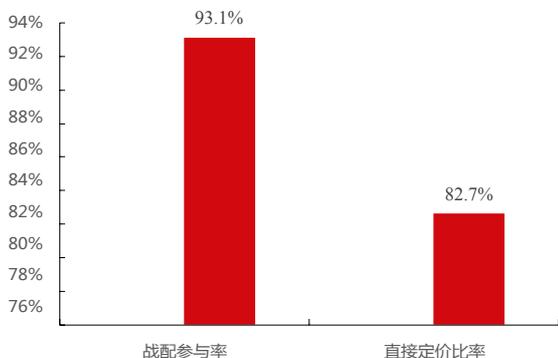
2) 公开发行股票数量 5000 万股以上, 战配获得股票总量原则上不得超过本次公开发行股票数量的 30%; 公开发行股票数量不足 5000 万股, 战配获得股票总量原则上不得超过本次公开发行股票数量的 20%;
3) 高管、核心员工可通过 专项资管计划等参与战略配售, 获配股票数量不得超过本次公开发行股票数量的 10% , 且股票持有期限不得少于 12 个月。

1) 发行证券数量不足 1 亿股 (份) 的, 参与战略配售的投资者数量应当不超过 10 名, 战略配售证券数量占本次公开发行股票数量的比例应当不超过 20%; 发行股数 1 亿股 (份) 以上的, 参与战略配售的投资者数量应当不超过 35 名; 其中发行股数在 1 亿股-4 亿股之间, 战略配售证券数量占本次公开发行股票数量的比例应当不超过 30%; 4 亿股以上, 战略配售证券数量占本次公开发行股票数量的比例应当不超过 50%。战略配售股份限售期不得少于 12 个月。2) 高管、核心员工、员工持股计划等参与战略配售, 获配股票数量不得超过本次公开发行股票数量的 10%。
3) 对首发规模低于 8000 万股 (份) 且预计募集金额不足 15 亿元的发行人不采用累计投标询价方式确定发行价格, 也不采用超额配售权。

资料来源: 北交所、证监会网站,

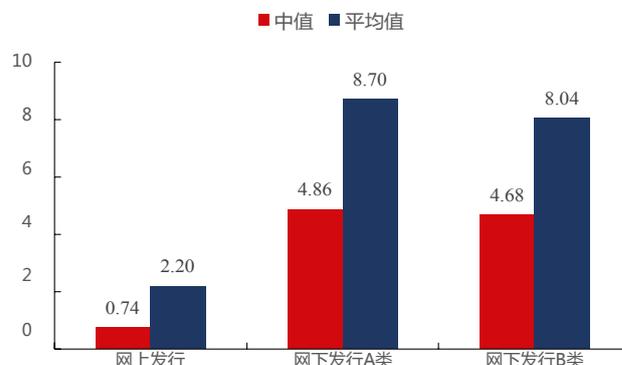
北证目前主要以定价和询价为主, 尚无竞价案例, 战略配售参与比例较高。北交所市场处于发展的中早期阶段, 网下询价时 A 类配售对象参与率较低, 通常这类配售对象相对定价能力较强, B 类配售对象中个人投资者占比较高, 早期采用询价模式时破发率较高, 当前主要采取了直接定价模式。直接定价方式下 A 类配售对象并无配优势, 中签率大幅低于网下询价方式, 抑制了公募、社保等机构的参与意愿。截止 3 月 14 日, 从已发行完成的 248 家来看, 其中直接定价 205 家, 占比 82.7%, 网下询价 43 家, 占比 17.3%, 尚无竞价案例。有战略配售的 231 家, 占比 93.1%。战配锁定期 6 个月 (参与战配的员工持股计划锁定 12 个月), 对流通老股机制有一定的对冲作用。

图表 5 : 截止 2023/3/14 定价方式、战配参与情况



资料来源: wind,

图表 6 : 北证网上发行和网下发行中签率对比 (%)



资料来源: wind,

1.4 无底仓现金申购，打新参与率不高

相对于沪深市场打新需信用申购，北交所采用无底仓现金申购方式。目前采取 T+2 冻结方式，申购资金需被冻结 2 个交易日，申购资金占用 3 个交易日。虽然不受市值限制，但遇到新股申购密集期间，需合理调配资金。

图表7：申购资金冻结安排



资料来源：20230217《北交所向不特定合格投资者公开发行与承销业务实施细则》，

新股顶格申购资金较为离散，对打新投资者合理配置资金带来一定难度，打新参与度较低。已发行成功的 248 家股票：1) 按照网上申购股数上限是网上初始发行量（含绿鞋）的 5% 计算顶格申购资金，网上顶格申购资金分布较离散，介于 36 万-2496 万之间，均值为 764 万，中值为 660 万。顶格资金离散分布对打新投资者合理配置现金打新账户带来难度。2) 参与网上打新的户数介于 24860 户-752212 户，均值为 137875 户，中值为 88563 户。根据最新一期《北交所投资者服务工作速递》显示，截止 2023 年末证券公司开通北交所权限账户数为 696.07 万户，参照此数据，目前打新参与率尚较低。

1.5 上市前已公开交易，老股上市不锁

由于北交所存量上市公司都是从新三板创新层公开发行而来，而公司挂牌新三板后就可公开转让股份。因此创新层企业经过北交所公开发行并上市后，可以流通的股份来源有两种：1) 首次公开发行股份减去战略配售（若实施）锁定的部分。2) 符合条件的可流通老股。公司挂牌新三板后公开转让及参与定增的股份，且满足比例要求及非上市公司实控人、控股股东、董监高持股等条件的，均可在上市首日参与流通。目前完成发行的 248 家新股中，发行后可流通股占发行后总股本的比例介于 9.6 - 76.8%，均值为 34% 显著高于沪深市场新股流通比例（均值为 22.6%）。

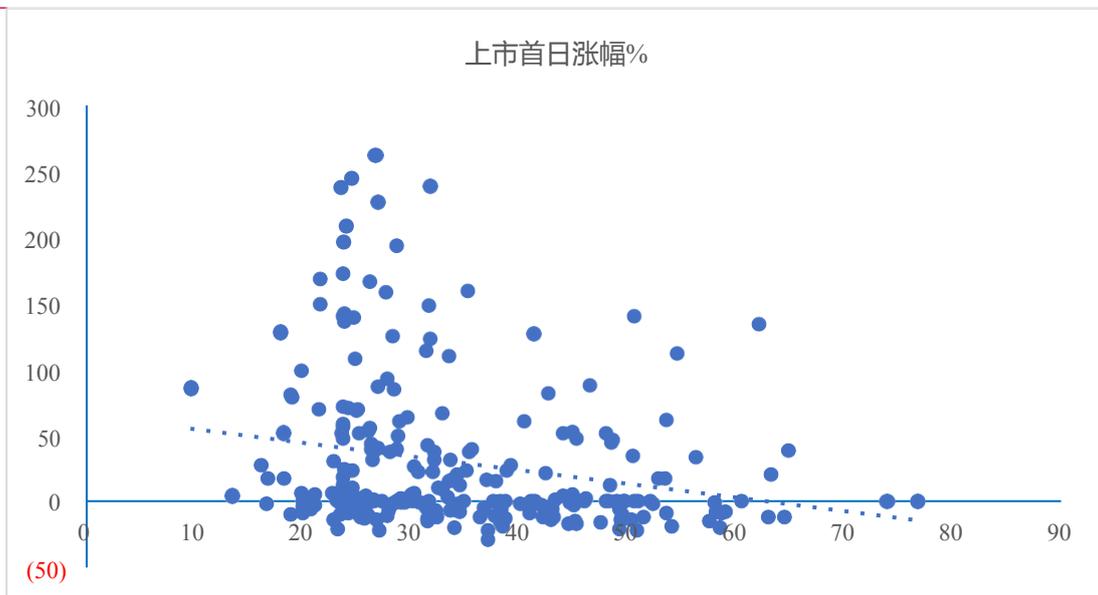
图表8：北交所首发上市股份限售要求

战略配售	实控人、控股股东、董监高	大股东
<ul style="list-style-type: none"> 可选择战略配售，战配投资者不得超过10名。公开发行股票数量在5000万股以上的，战配占新股发行数量比例不得超过30%，超过的应在发行方案中充分说明理由；不足5000万股的，战配占本次新股发行数量比例不得超过20% 外部战配限售6个月 高管及核心员工设立的专项资管计划参与战配，限售12个月 	<ul style="list-style-type: none"> 控股股东、实控人及其亲属持有或控制IPO前的股份，限售12个月 董监高持有的本公司股份，按照《公司法》规定，限售12个月 公司上市时未盈利的，在实现盈利前，控股股东、实控人、董监高自公司股票上市之日起2个完整会计年度内，不得减持IPO前股份 	<ul style="list-style-type: none"> 上市前直接持有10%以上股份的股东或虽未直接持有但可实际支配10%以上股份表决权的相关主体，持有或控制的IPO前的股份，限售12个月

资料来源：20230804《北京证券交易所股票上市规则（试行）》，

北交所老股可流通，有助于理性挖掘次新股基本面。 新三板企业由于兼具公开市场和一级投资市场特点，通过集合竞价/做市/协议转让/大宗/定增等公开方式或定向转让方式满足合格投资者二级交易诉求，以及 PE、券商等机构投资者的 preIPO 投资需求，这两类资金在上市首日通常都有收益兑现诉求，因此个股通常要伴随老股出清演绎基本面逻辑。通过对已发行上市股票跟踪，发行后可流通比例越高，首日涨幅压力越大，新股走势总体相对沪深更为收敛。对于优质次新股的二级表现通常也不会出现过热，因此次新股价值挖掘更理性，投资机会更稳健。

图表9：发行后可流通股占比与首日涨跌幅呈负相关（%）



资料来源：wind，

2. 北证IPO 放缓但前端挂牌加快

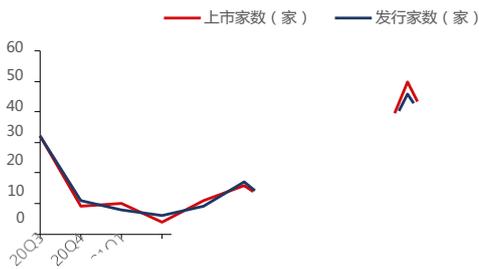
我们从新三板挂牌→IPO 辅导备案→IPO 受理排队→上会→公开发行这一北交所现有的发行上市流程入手，分板块分析 23 年下半年以来市场的边际变化趋势。

2.1 24 年北证 IPO 开始逆周期调节

2023 年 8 月 27 日，证监会在官网发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》，提出“阶段性收紧 IPO 节奏”，北交所则在 2023 年 9 月 1 日交易所成立 2 周年逆势推出高质量发展北交所的“深改 19 条”，受“直接 IPO”等高质量发展措施带动，北交所发行节奏在 23 年下半年未受到明显影响。

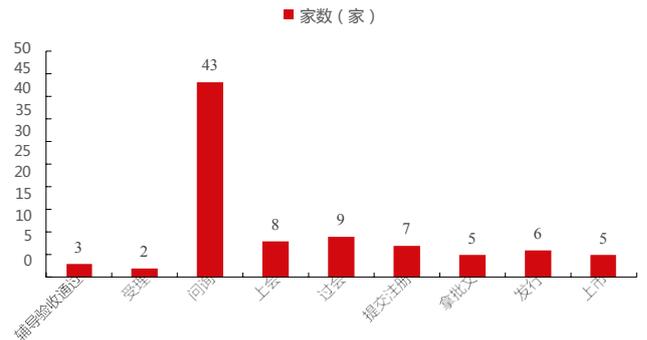
进入 24 年，随着监管整体趋严，北证直接 IPO 细则落地不及预期，IPO 通缩压力逐渐传导到北交所市场。辅导备案阶段由于信息不强制披露，截止到 3 月 18 日，不完全统计共有 459 家企业处于报送辅导备案材料或辅导阶段，处于历史上较高水平，而今年以来仅受理 2 家企业（2023 年全年受理 158 家），发行/上市家数也较去年同期显著放缓，显示北证 IPO 从受理阶段开始进程已显著放缓，但前端辅导阶段目前尚无明显影响。

图表10：北交所发行上市家数（按季度）



资料来源：wind，

图表11：24 年北证 IPO 各环节新增统计截止 24/3/22



资料来源：wind，

跨市场比较来看，北证上市发行速度受影响最小，但质量监管把控最严格。去年 IPO 首发上市 313 家，北证 77 家，占比 24.6%。截止 3 月 15 日，IPO 首发上市 14 家，北证 6 家，占比大幅提升至 42.9%，或预示着 IPO 首发上市速度大幅放缓背景下，北交所影响程度最小。我们从撤回、终止、否决三个指标去观察质量把控的监管强度，先看撤回指标，全市场撤回量自 23Q4 开始大幅提升，严监管立竿见影。24 年北证因撤回终止 20 家，占总撤回家数的比例快速提升至 30%，占比比较高。从终止审核/否决上看，全市场终止审核/否决数量自 23Q4 维持低位，主要是 IPO 上会速度变慢，对上会资产质量把控更严格。24 年北证终止审核/否决 1 家，占比 50%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/117031135111006063>