

中信证券研究部



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



刘易
主题策略首席
分析师
S1010520090002

核心观点

2023 年 2 月全面注册制落地，A 股融资制度在科创板、创业板试点注册制的基础上进一步完善：IPO 方面，全面实行审核注册机制，修订主板上市条件，设置了三套财务指标，并强化了板块的差异化定位；再融资方面，主板审核程序调整为与双创板块一致，创业板公开发行证券要求降低，主板再融资条件优化，引入定向可转债品种和简易审核程序。展望后市，以双创板块为鉴，预计新股将有序扩容，注册制对流动性影响有限，流动性分化和退市常态化将助力 A 股实现优胜劣汰；新股回归市场化定价，IPO 初期波动将逐渐减小，破发率将上升；IPO 结构将更加反映实体经济的发展方向和一级市场的最新供给，利好专精特新等科技公司融资；再融资项目供给增加，竞价定增折价率预计维持在 10-15%，定价定增折价率中枢有望上移。

■ **全面注册制落地，深化资本市场改革。**2023 年 2 月证监会发布全面实行注册制相关规则，完成了从科创板到创业板、再到全市场“三步走”的注册制改革。注册制改革是我国发展直接融资、提高直接融资比重的核心举措，主要目的在于：（1）提升上市企业质量，强化优胜劣汰的良性循环；（2）服务实体经济，助力产业升级。作为注册制改革的重点，A 股融资制度在科创板、创业板试点注册制的基础上进行了修订调整。

■ **以科创板、创业板为鉴，A 股 IPO 和再融资制度进行了修订：**

1) 全面实行 IPO 审核注册机制，强化板块差异化定位。IPO 注册制改革主要包括三个方面：（1）实行交易所负责发行上市审核、证监会负责注册及政策定位把关的审核规则，IPO 审核效率提高；（2）修订主板上市条件，设置了三套财务指标，不再一律要求连续三年盈利，为企业融资提供更为广阔的空间；（3）强化板块的差异化定位，主板突出大盘蓝筹特色，科创板突出“硬科技”特色，创业板主要服务成长型创新创业企业。

2) 精简再融资发行条件，优化审核注册程序。再融资注册制改革主要包括四个方面：（1）主板再融资审核程序调整为与双创板块一致，交易所审核后提交证监会注册，审核端显著回暖，维持较高审核效率；（2）主板引入简易审核程序，“小额快速”融资有望加速发展，以小市值、科技和高端制造行业为主；（3）创业板公开发行证券要求降低，可转债发行规模显著增加；（4）主板再融资条件优化，引入定向可转债品种，定增发行条件优势不变，预计仍为再融资主流。

■ **全面注册制下的 A 股融资现状和展望：**

1) 注册制对流动性影响有限，长期可实现优胜劣汰。创业板注册制初期 IPO 规模冲高，新股首日成交额占两市总成交额比例达 2.5%，带来了短期的虹吸效应。此后 IPO 数量回落并保持有序扩容，新股首日成交额占比稳定在 0.5%以下，流动性冲击有限。与创业板趋势相近，主板 IPO 也经历了初期供给明显增加、随后开始边际收敛的过程，主板 IPO 数量从注册制初期的 13 家回落至 6 月的 1 家，新股成交额占比也从 2.0%回落至 0.5%以下，预计此后新股将有序扩容，对流动性影响有限。长期来看，预计 A 股长期流动性将分化，推动上市公司优胜劣汰。创业板注册制进行试点以来，少数中大市值公司（100 亿元以上）贡献 50%以上的总市值和成交额；我们认为退市也将常态化，2023H1 退市达 16 家。

2) 新股回归市场化定价，IPO 初期波动逐渐减小。创业板试点注册制后，首发 PE 估值中枢逐渐上移至 30 倍以上，IPO 前五日涨跌幅从初期的 200%左右逐渐缩窄，2022 年以来基本维持在 50%以下。以创业板为鉴，

取消核准制的市盈率和前五日涨跌幅限制后，预计主板 IPO 将逐渐实现市场化定价，新股 IPO 初期波动也将逐渐减小。

3) 改善 A 股产业结构，利好中小科技公司融资。注册制使得 2023H1 的 IPO 结构将更加反映实体经济的发展方向和一级市场的实际供给，改善了 A 股产业结构，电子、机械等行业占比较高。注册制也利好中小市值的企业上市，中小市值 IPO 数量持续增加，其中专精特新企业的 IPO 数量持续增加，2023H1 达 71 家。此外，主板再融资简易程序的引入，也为中小型科技企业融资提供了便利，根据 Wind 数据，2023H1 简易程序定增预案数量达 37 家，合计募资 80.3 亿元。

4) 再融资项目供给增加，定增折扣优势将凸显。全面注册制以来定增相对宽松的发行条件优势不变，在再融资项目中数量占比达 60%以上，预计此后定增仍将是再融资的主流选择。以创业板为鉴，注册制初期定增发行和审核数量短期增加后回落，预计此后将保持有序扩容，月均发行家数将较注册制实施前有所增加。竞价定增折价率波动较小，预计维持在 10-15%；定价定增折价率中枢随项目供给增加也有望上移。

■ 风险因素：融资政策超预期收紧；资产价格大幅波动；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

全面注册制落地，深化资本市场改革.....	6
全面实行 IPO 审核注册机制，强化板块差异化定位	9
精简再融资发行条件，优化审核注册程序.....	13
全面注册制下的 A 股融资现状和展望	25
风险因素	34

插图目录

图 1: A 股注册制改革历程	6
图 2: 2000 年以来中国和美国直接融资占比	7
图 3: 2000 年以来中国和美国股票直接融资占比	7
图 4: A 股上市公司市值分布 (截至 2023/6/30)	7
图 5: 2013 年以来退市公司数量 (截至 2023/6/30)	7
图 6: 2018 年以来各板块股权融资规模	8
图 7: 注册制企业数量前十行业及占比 (截至 2023/6/30)	8
图 8: A 股 IPO 和再融资规模	8
图 9: IPO 审核流程	10
图 10: IPO 申报数量	10
图 11: IPO 获批数量	11
图 12: IPO 审核时长	11
图 13: 再融资审核流程	14
图 14: 2023 年定增新批露预案数量情况	15
图 15: 2023 可转债新批露预案数量情况	15
图 16: 2023 年定增预案审核数量情况	15
图 17: 2023 可转债预案审核数量情况	15
图 18: 创业板注册制改革后定增预案新批露数量变化情况	16
图 19: 创业板注册制改革后定增预案审核数量变化情况	16
图 20: 2023 年以来再融资受理数量	17
图 21: 2023 年以来再融资上会数量	17
图 22: 2023 年定增预案审核时长情况	17
图 23: 创业板注册制改革后定增预案审核时长变化情况	17
图 24: 简易程序审核流程	18
图 25: 简易程序和竞价定增发行项目数量及占比	18
图 26: 2022 年简易程序再融资项目行业分布	19
图 27: 2022 年简易程序再融资项目市值分布	19
图 28: 2023H1 简易程序定增预案数量和预计募资额	19
图 29: 2023H1 简易程序定增预案板块分布	19
图 30: 两年盈利条件下的创业板公司构成 (截至 2023/5/31)	20
图 31: 创业板可转债月度募资额及项目数量	20
图 32: 主板配股项目数量和配股比例	21
图 33: 主板可转债项目数量和转债余额占净资产比例	21
图 34: 主板上市公司三年累计分红平均占比	21
图 35: 2022 年分红条件下的主板上市公司构成	21
图 36: 定向可转债发展历程	23
图 37: 2019 年以来定向可转债发行规模及项目数量	23
图 38: 2019 年以来各类再融资方式的融资规模	23
图 39: 三年盈利条件下的主板公司构成 (截至 2023/5/31)	24
图 40: 加权 ROE 条件下的主板公司构成 (截至 2023/5/31)	24
图 41: 2023 年再融资项目发行数量	25
图 42: 2023 年再融资项目融资总额	25
图 43: 2022 年以来各市场 IPO 融资总额	26
图 44: 2022 年以来各市场再融资总额	26

图 45: 创业板 IPO 融资总额及家数.....	26
图 46: 科创板 IPO 融资总额及家数.....	26
图 47: 主板 IPO 融资总额及家数.....	27
图 48: 主板再融资总额及家数.....	27
图 49: 创业板注册制以来 IPO 新股首日成交额占比.....	27
图 50: 全面注册制以来 IPO 新股首日成交额及占比.....	27
图 51: 创业板上市公司市值分布.....	28
图 52: 创业板上市公司总市值.....	28
图 53: 创业板上市公司成交额占比.....	28
图 54: 注册制以来退市公司数量（截至 2023/6/30）.....	28
图 55: 创业板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE.....	29
图 56: 创业板 IPO 前五日破发数量及破发率.....	29
图 57: 创业板注册制前后 IPO 后净值曲线.....	30
图 58: 科创板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE.....	30
图 59: 主板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE.....	31
图 60: 主板注册制前后 IPO 后净值曲线.....	31
图 61: 2021 年投资金额前十的行业及投资数量.....	31
图 62: 2022 年投资金额前十的行业及投资数量.....	31
图 63: 2022 年 IPO 募资额前十行业及项目数量.....	32
图 64: 2023 上半年 IPO 募资额前十行业及项目数量.....	32
图 65: 专精特新企业 IPO 数量（截至 2023/6/30）.....	32
图 66: 2023 年 IPO 企业市值分布（截至 2023/6/30）.....	32
图 67: 2023 年以来再融资项目数量构成.....	33
图 68: 2023 年以来再融资项目融资额构成.....	33
图 69: 2023 年以来定增项目发行数量.....	33
图 70: 2023 年以来各阶段定增预案过审数量.....	33
图 71: 定增平均折价率.....	34

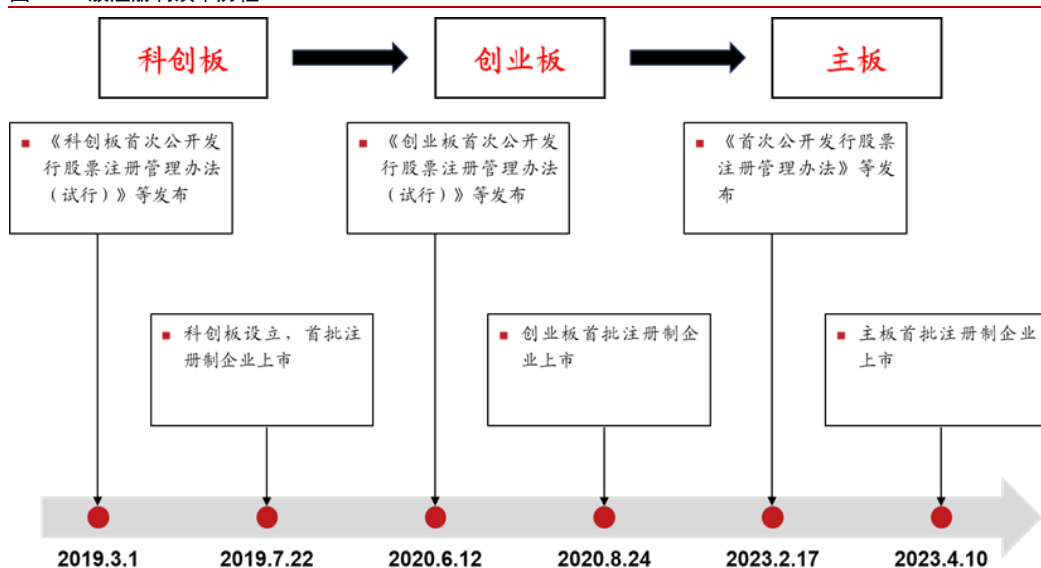
表格目录

表 1: 2023 年 2 月修订的 IPO、再融资相关规则.....	9
表 2: 2023 年上市公司 IPO 制度的改革思路.....	9
表 3: 主板 IPO 制度变化.....	12
表 4: 各板块 IPO 发行条件和定位.....	12
表 5: 2023 年上市公司再融资制度的改革思路.....	13
表 6: 再融资简易程序发行条件.....	18
表 7: 主板再融资条件的修订要点.....	20
表 8: 《再融资注册办法》规定的发行消极条件.....	22
表 9: 主板特有的再融资发行条件.....	23
表 10: 向特定对象发行股票的发行要素规定.....	24
表 11: 各再融资方式的优劣势及使用公司类型.....	25

■ 全面注册制落地，深化资本市场改革

证监会发布全面实行注册制相关规则，完成“三步走”注册制改革。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，证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施，标志着我国股票市场注册制的全面实行。从2019年7月22日首批科创板公司上市交易，到2020年8月24日创业板改革并试点注册制落地，再到2023年全面实行注册制，A股市场完成了从科创板到创业板、再到全市场“三步走”的注册制改革，对于深化资本市场改革、助推实体经济高质量发展具有重要意义。

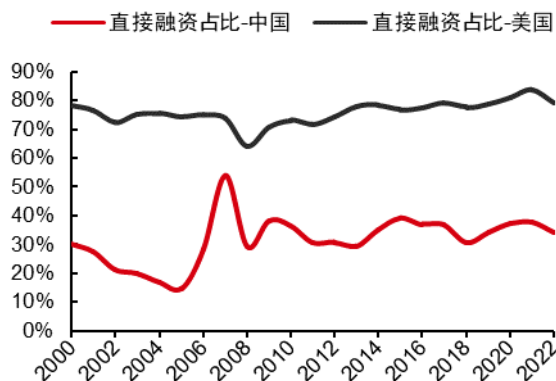
图 1：A 股注册制改革历程



资料来源：证监会、上交所、深交所，中信证券研究部

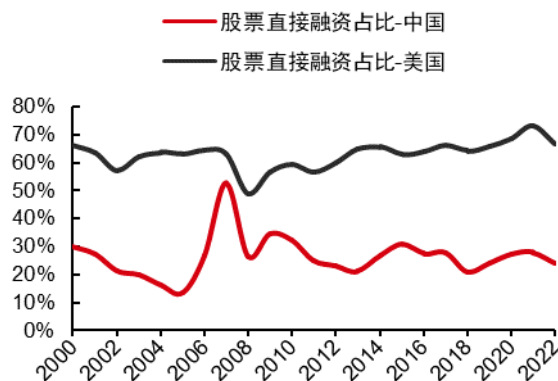
注册制改革是发展直接融资的核心举措。此前以来我国资本市场融资结构里间接融资一直占主导，直接融资占比远低于美国等成熟资本市场。以股市市值、债券余额和银行贷款余额来计算，2000年以来我国直接融资占比长期维持在40%以下，其中股票直接融资占比30%以下，相较于美国近80%的直接融资占比和60%以上的股票直接融资占比，提升空间较大。注册制改革是以信息披露为核心的系统工程，带来了发行、上市、交易、退市、再融资等全流程的改善和优化，是我国发展直接融资、提高直接融资比重的核心举措。

图 2：2000 年以来中国和美国直接融资占比



资料来源：World Bank, BIS, 中信证券研究部 注：计算公式为（股票市值+非金融企业债券市值）/（股票市值+非金融企业债券市值+银行对私人非金融部门信贷）

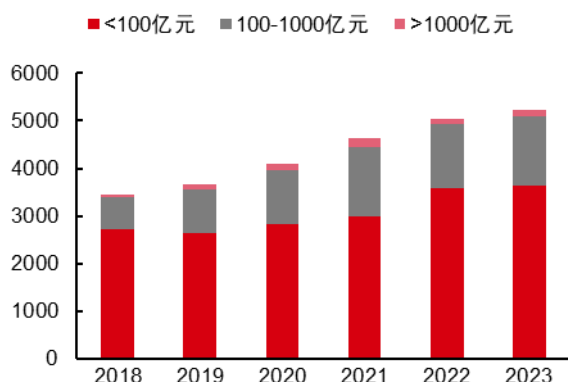
图 3：2000 年以来中国和美国股票直接融资占比



资料来源：World Bank, BIS, 中信证券研究部 注：计算公式为（股票市值）/（股票市值+非金融企业债券市值+银行对私人非金融部门信贷）

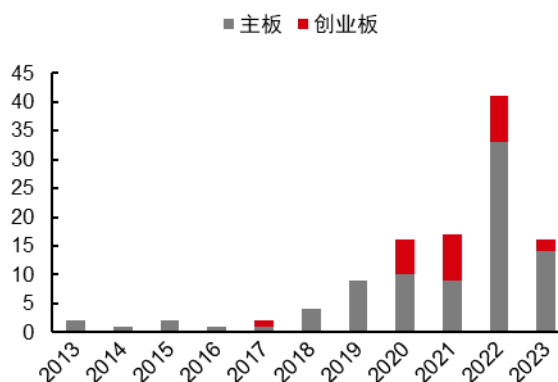
提升上市企业质量，强化优胜劣汰的良性循环。形成高质量发展的上市公司群体，是提升资本市场直接融资质效、优化市场生态的重要一环。近年来 A 股上市公司数量和总市值持续增长，截至 2023/6/30 上市公司数量达到 5223 家，总市值 93.4 万亿元，其中 100 亿市值以下公司占比近 70%。全面注册制下中小市值企业数量或将进一步提升，信息披露制度将助力市场充分客观认识企业，提升资源配置效率，资金将逐渐向有成长性的优质企业集中。此外，退市制度的实施下，市场优胜劣汰的机制将筛选出真正有价值的企业。近年来 A 股每年退市数量少，2023 年上半年退市 16 家，较 173 家 IPO 数量比仅为 1：10.8，而美股 2022 年退市比例超 80%，差距较大。参照 2019 年创业板注册制试点后退市公司数量显著增加，预计全面注册制后退市力度有望加强，形成优胜劣汰的良性循环。

图 4：A 股上市公司市值分布（家）



资料来源：Wind, 中信证券研究部；（截至 2023/6/30）

图 5：2013 年以来退市公司数量（家）

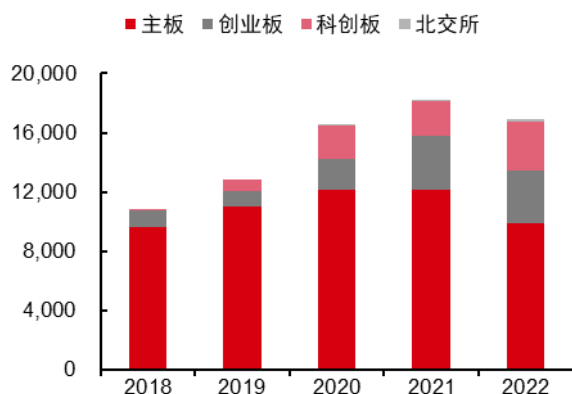


资料来源：Wind, 中信证券研究部；（截至 2023/6/30）

服务实体经济，助力产业升级。全面注册制的落地实施能够有效畅通企业上市融资渠道，推动行业实现较快发展，促进资本市场更好地支持实体经济发展。全面注册制使企业的融资渠道得到进一步畅通，特别是对盈利要求的放宽，使更多科创企业比如双创板块的科技型企业，能够获得足够资金支持研发，有效缓解企业融资难问题，融资成本进

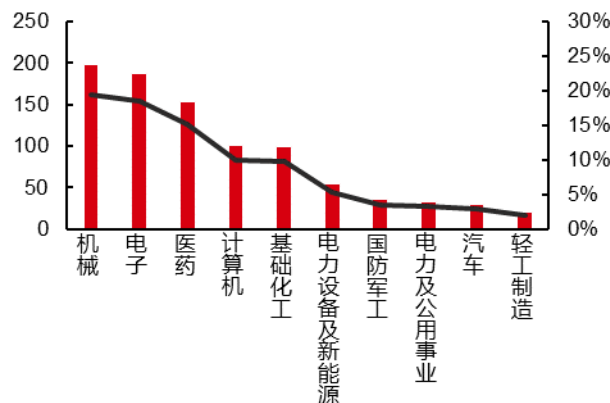
一步下降，2018 年以来，先后试点注册制的科创板、创业板融资效率得到明显提升，股权融资规模和占比持续提升，2022 年分别为 3261.6 亿元、3529.5 亿元，合计占比近 40%。代表技术升级、符合国家产业转型大政方针的新兴科技板块也将从注册制直接获益，如新能源、医药生物、信息技术等，截至 2023/6/30 的 1020 家注册制企业中集中分布于机械、电子、医药等行业，注册制下新兴科技公司将更为顺畅地实现融资需求，利用资本市场为产业升级助力。

图 6：2018 年以来各板块股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

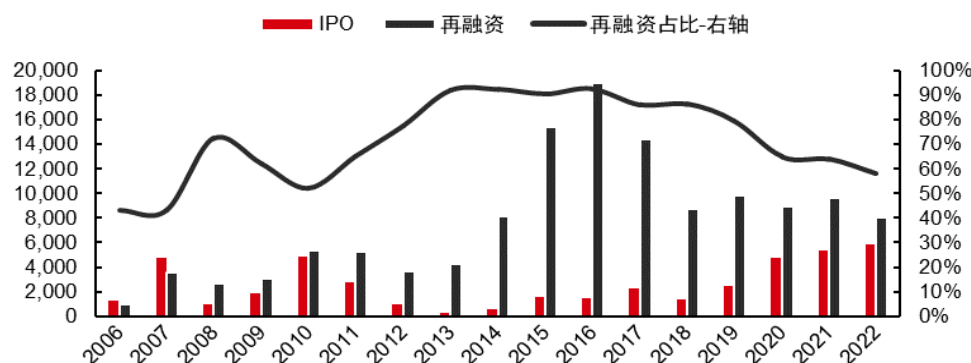
图 7：注册制企业数量（家）前十行业及占比（截至 2023/6/30）



资料来源：Wind，中信证券研究部

IPO 及再融资相关规则修订，落实全面注册制部署。在股票市场直接融资中，2022 年 A 股 IPO、再融资规模分别为 0.59 万亿元、0.81 万亿元，占比分别为 42.0%、58.0%。作为注册制改革的重点，上市公司的 IPO、再融资政策在前期科创板、创业板试点注册制的经验基础上进行了修订调整，贯彻落实了国务院关于全面实行注册制的决策部署。IPO 方面，2023 年 2 月，证监会以及上交所、深交所制定并发布了《首次公开发行股票注册管理办法》（简称《IPO 注册办法》）以及配套的上/深交所股票发行上市审核规则；再融资方面，制定并发布了《上市公司证券发行注册管理办法》（简称《再融资注册办法》）以及配套的上/深交所上市公司证券发行上市审核规则；此外，还对发行承销的相关规则进行了修订。

图 8：A 股 IPO 和再融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：2023 年 2 月修订的 IPO、再融资相关规则

发文机构	IPO	再融资	发行承销
证监会	《首次公开发行股票注册管理办法》	《上市公司证券发行注册管理办法》 《优先股试点管理办法》	《证券发行与承销管理办法》
上交所	《上海证券交易所股票发行上市审核规则》	《上海证券交易所上市公司证券发行上市审核规则》	《上海证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》
深交所	《深圳证券交易所股票发行上市审核规则》	《深圳证券交易所上市公司证券发行上市审核规则》	《深圳证券交易所首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》

资料来源：证监会、上交所、深交所，中信证券研究部

■ 全面实行 IPO 审核注册机制，强化板块差异化定位

《IPO 注册办法》在充分总结科创板、创业板试点注册制成功经验基础上，规范了主板、科创板、创业板 IPO 相关活动。《IPO 注册办法》遵循的改革思路主要有四点：

充分总结试点注册制阶段成功经验做法。《IPO 注册办法》的规定总体借鉴了科创板、创业板试点注册制的制度安排，充分吸收了试点注册制以信息披露为核心、增加制度包容性、明确并压实市场主体责任、加大处罚力度等成功经验。

便利直接融资。精简优化现有主板发行条件，全市场适用基本统一的发行条件，逐步将现行发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更严格、更全面深入精准的信息披露要求，扩大资本市场覆盖面。优化发行上市审核注册机制，建立公开、透明、高效、便捷的股票发行注册制度，提升直接融资效率。

贯彻以信息披露为核心的监管理念。建立健全以信息披露为核心的股票发行上市制度，明确以投资者需求为导向的信息披露要求，细化落实发行人、中介机构等市场主体信息披露法定义务。强化信息披露监管，加大对信息披露违规行为的处罚力度，提升违法违规成本，压实发行人主体责任和中介机构“看门人”责任。

进一步强化风险防控。全面实行注册制充分尊重我国资本市场的实际情况和现实复杂性，建立与之相适应的股票发行注册制度。交易所全面负责发行上市和信息披露要求的审核，中国证监会加快职能转型，加强对审核注册工作的统筹协调监督管理，统一审核理念和标准，强化对交易所的监管，进一步强化事前事中事后全过程监管，有效防控各种风险，从源头提升上市公司质量。

表 2：2023 年上市公司 IPO 制度的改革思路

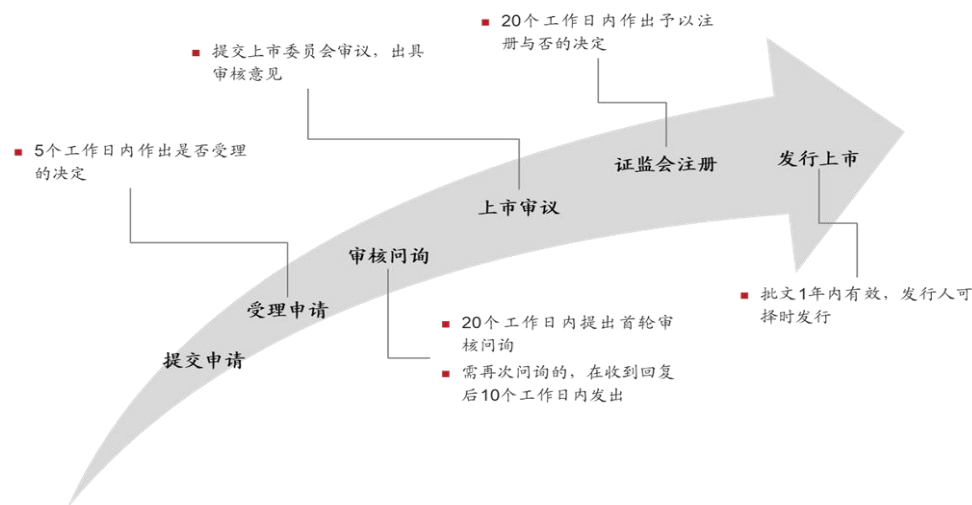
改革思路	具体措施
借鉴改革经验	(1) 总体沿袭了科创板、创业板试点注册制的制度安排 (2) 充分吸收试点注册制以信息披露为核心、增加制度包容性、明确并压实市场主体责任、加大处罚力度等成功经验
便利直接融资	(1) 精简优化现有主板发行条件，全市场适用基本统一的发行条件 (2) 优化发行上市审核注册机制
以信息披露为核心	(1) 明确以投资者需求为导向的信息披露要求，细化落实发行人、中介机构等市场主体信息披露法定义务 (2) 强化信息披露监管，加大对信息披露违规行为的处罚力度，提升违法违规成本
强化风险防控	(1) 沪深交易所全面负责发行上市和信息披露要求的审核 (2) 中国证监会加强对审核注册工作的统筹协调监督管理，统一审核理念和标准，强化对交易所的监管，进一步强化事前事中事后全过程监管

资料来源：证监会，中信证券研究部

统一审核程序，提高审核效率

交易所负责发行上市审核，证监会负责注册及政策定位把关。主板整体沿用了科创板、创业板的审核规则，改革后主板由交易所承担全面审核判断企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求的责任，并形成审核意见。证监会基于交易所审核意见依法履行注册程序，在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出是否同意注册的决定。此外，将由证监会对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关。审核时限原则上为 6 个月，即交易所审核及证监会注册时间 3 个月加回复问询时间 3 个月。

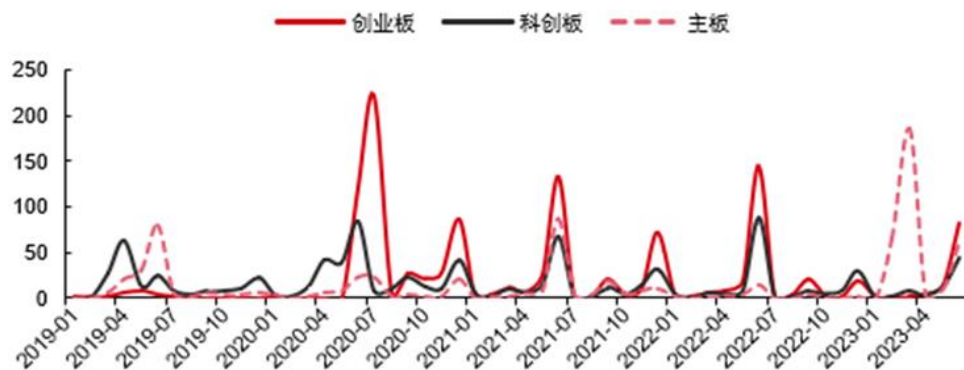
图 9：IPO 审核流程



资料来源：上交所、深交所，中信证券研究部

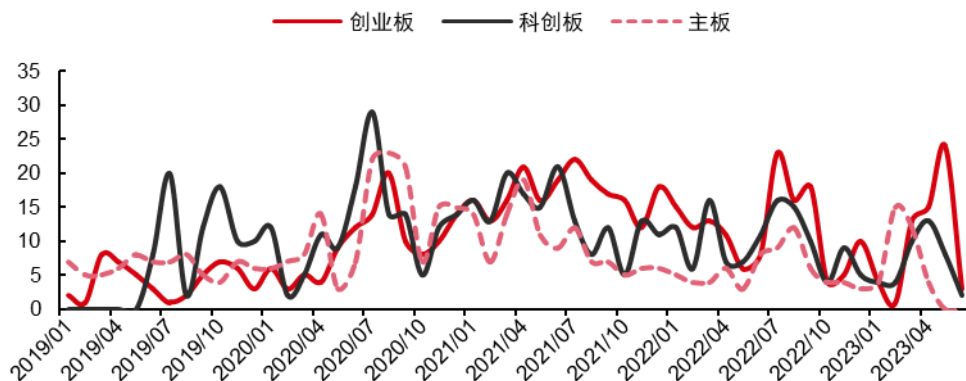
注册制后 IPO 数量短期冲高回落，逐渐达到数量稳定。科创板、创业板分别试点注册制之初，IPO 申报和获批数量均呈现短期内爆发式增长的态势。以创业板为例，试点注册制后的 2020 年 7 月创业板 IPO 申报数量超 200 家，8 月的 IPO 获批数量达 20 家，此后几月内迅速回落，逐渐达到较为稳定的数量。以此为鉴，2023 年 2 月主板推行注册制之后，IPO 申报数量一度近 200 家，获批数量也显著增加，在 2、3 月的峰值后，主板 IPO 数量也有所回落，预计此后 IPO 数量将维持相对稳定。

图 10：IPO 申报数量（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

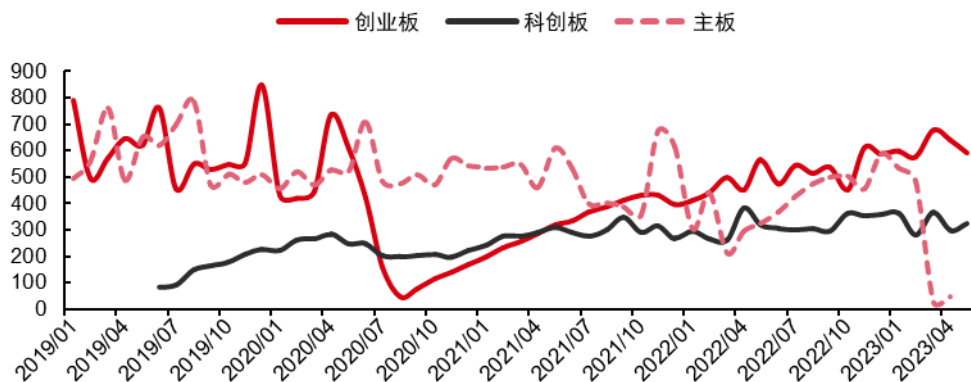
图 11: IPO 获批数量 (家)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

注册制后审核效率显著提高，长期维持稳定水平。从 IPO 受理到获批所用时长来观察，科创板成立之初 IPO 审核效率最快，2019 年 6 月为 82.5 天，此后时长逐渐增加并逐渐稳定在 300 天左右。创业板在注册制试点后，IPO 审核效率显著提高，2020 年 8 月达到 48.5 天，此后逐渐稳定在 500 到 600 天。以科创板、创业板为鉴，主板实施注册制之初的几个内，审核效率将显著加快，2023 年 3 月、4 月的 IPO 审核平均时长分别达到 27、49 天，预计此后将逐渐稳定。

图 12: IPO 审核时长 (天)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

主板上市条件修订，各板块强化差异化定位

设置多套财务指标，不再一律要求连续三年盈利。主板 IPO 相关规则的重大调整是本次全面注册制改革的重中之重，总体上将科创板、创业板试点注册制的审核理念、程序、方式、信息披露要求等规定扩展适用至主板，主板不再要求必须连续三年盈利及最近一期末不存在未弥补亏损，也取消了无形资产占净资产比例的限制，为企业设定了多套财务标准可供选择，从此前“净利润+现金流/营业收入”财务指标调整为“净利润+现金流/营业收入”“市值+净利润+营业收入+现金流”“市值+净利润+营业收入”的三套标准，有利于受周期影响难以保证持续盈利的企业上市，为企业融资提供更为广阔的空间。

表 3：主板 IPO 制度变化

发行要求	核准制	注册制	对比
上市条件	(1) 发行后股本总额不低于 5000 万元 (2) 发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；股本总额超过 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10%以上 (3) 最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20% (4) 最近一期末不存在未弥补亏损	(1) 发行后股本总额不低于 5000 万元 (2) 发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；股本总额超过 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10%以上	注册制取消了最近一期末不存在未弥补亏损、无形资产占净资产的比例限制等要求
市值及财务指标	需同时满足以下要求（净利润+现金流/营业收入）： (1) 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据 (2) 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元 3) 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元	至少符合下列标准中的一项： (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，最近一年净利润不低于 6,000 万元，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（净利润+现金流/营业收入） (2) 预计市值不低于 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 6 亿元，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（市值+净利润+营业收入+现金流）； (3) 预计市值不低于 80 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 亿元（市值+净利润+营业收入）	注册制新增两套指标体系，进一步提升市场包容性

资料来源：证监会、上交所、深交所，中信证券研究部

强化板块差异化定位，打造多层次资本市场。我国证券交易所市场由单一板块逐步向多层次拓展，错位发展、功能互补的市场格局基本形成。基于这一实际，改革后主板要突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。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。

表 4：各板块 IPO 发行条件和定位

板块	主板	科创板	创业板
上市条件	(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，最近一年营业收入不低于 6,000 万元，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； (2) 预计市值不低于 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 6 亿元，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； (3) 预计市值不低于 80 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 亿元	(1) 预计市值≥10 亿元，最近 2 年盈利且累计不低于 5,000 万元，或最近 1 年盈利且营业收入不低于 1 亿元 (2) 预计市值≥15 亿元，最近 1 年营业收入不低于 2 亿元，且近 3 年研发投入合计占 3 年收入比例不低于 15% (3) 预计市值≥20 亿元，最近 1 年收入不低于 3 亿元，且最近 3 年经营活动现金流量净额累计不低于 1 亿元 (4) 预计市值≥30 亿元，最近 1 年收入不低于 3 亿元 (5) 预计市值≥40 亿元，主要业务或产品经国家有关部门批准，市场空间大，已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额投资。医药行业企业取得至少 1 项一类新药二期临床试验批件，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，且累计净利润不低于 5,000 万元 (2) 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 (3) 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
板块定位	突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业	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，拥有关键核心技术，科技创新能力突出	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

板块	主板	科创板	创业板
	出，主要依靠核心技术开展生产经营，具与新技术、新产业、新业态、新模式深度有稳定的商业模式，市场认可度高，社会融合形象良好，具有较强成长性的企业		

资料来源：证监会、上交所、深交所，中信证券研究部

■ 精简再融资发行条件，优化审核注册程序

在统筹考虑各板块通用条件以及板块定位和差异后，《再融资注册办法》贯彻了以信息披露为核心的注册制改革理念，进一步简化发行条件，优化发行审核注册程序。具体来看有三大特点：

充分借鉴创业板、科创板的试点注册制改革经验。《创业板、科创板上市公司证券发行条件基本与试点期间保持一致。主板上市公司证券发行条件经精简优化，与创业板、科创板上市公司证券发行条件趋于一致，并将简易程序以及定向可转债品种等试点注册制做法推广到主板市场。

统一适用于主板、创业板、科创板各板块。《再融资注册办法》在发行条件方面，设置了各板块上市公司证券发行的通用条件，并结合各板块定位差异，有针对性地作出相应的差异化安排。在发行程序方面，各板块上市公司证券发行程序一致。

优化发行审核注册程序。明确交易所发现重大事项应当及时向中国证监会请示报告；中国证监会同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位等事项。

根据三点注册制改革思路，证监会主要从审核程序、发行条件两个方面对再融资规则进行了修订。

表 5：2023 年上市公司再融资制度的改革思路

改革思路	具体措施
借鉴改革经验	充分借鉴试点注册制改革经验，推广简易程序与新产品 (1)创业板、科创板上市公司证券发行条件基本与试点期间保持一致，主板上市公司证券发行条件经精简优化，与创业板、科创板上市公司证券发行条件趋于一致 (2)将简易程序以及定向可转债品种等试点注册制做法推广到主板市场
建立统一规则	新版再融资发行注册管理办法统一适用于上海、深圳证券交易所各板块 (1)贯彻以信息披露为核心的注册制改革理念，统一适用于上海证券交易所、深圳证券交易所主板、创业板、科创板上市公司证券发行 (2)在发行条件方面，设置了各板块上市公司证券发行的通用条件，并结合各板块定位差异，有针对性地作出相应的差异化安排 (3)在发行程序方面，各板块上市公司证券发行程序一致
优化审核注册程序	优化发行审核注册程序，细化沟通机制 (1)交易所发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索应当及时向中国证监会请示报告 (2)明确上市公司、保荐人、证券服务机构可以就发行上市审核相关业务问题或者事项向交易所发行上市审核机构进行咨询沟通

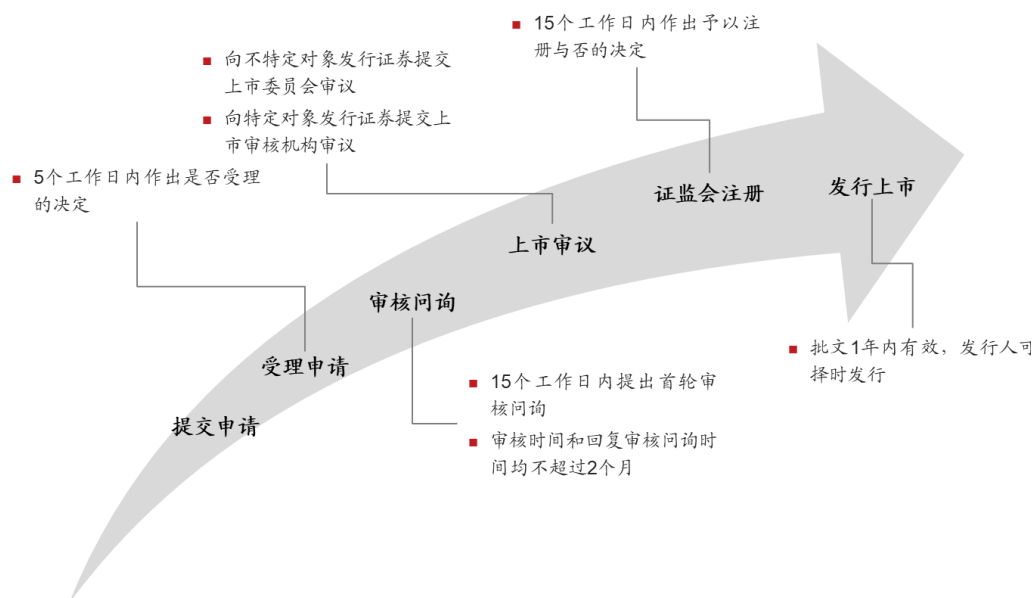
资料来源：证监会，中信证券研究部

主板再融资适用注册制，审核端显著回暖

主板再融资审核程序调整为与双创板块一致，交易所审核后提交证监会注册。由交易所负责受理上市公司发行证券申请，交易所主要通过向上市公司提出审核问询、上市

公司回答问题方式开展审核工作，交易所审核部门判断上市公司发行申请是否符合发行条件和信息披露要求，并形成是否符合发行条件和信息披露要求的审核意见，符合要求的将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册，否则作出终止发行上市审核决定。中国证监会收到交易所审核意见及相关资料后，基于交易所审核意见，依法履行发行注册程序。

图 13：再融资审核流程



资料来源：上交所、深交所，中信证券研究部

同时，相比于科创板、创业板现行的证券发行审核注册程序，新规新增如下审核程序内容：

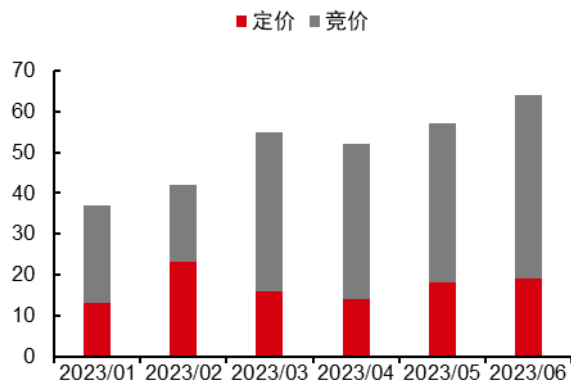
(1) **重大事项请示报告制度**：交易所审核过程中，发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，应当及时向中国证监会请示报告。

(2) **关注产业政策及板块定位**：中国证监会在交易所收到上市公司注册申请文件之日起，同步关注其是否符合国家产业政策和板块定位。

(3) **新增事项补充审核**：在注册期限内，中国证监会发现存在影响发行条件的新增事项的，可以要求交易所进一步问询并就新增事项形成审核意见。中国证监会认为交易所对新增事项的审核意见依据明显不充分，可以退回交易所补充审核。交易所补充审核后，认为上市公司符合发行条件和信息披露要求的，重新向中国证监会报送审核意见及相关资料。

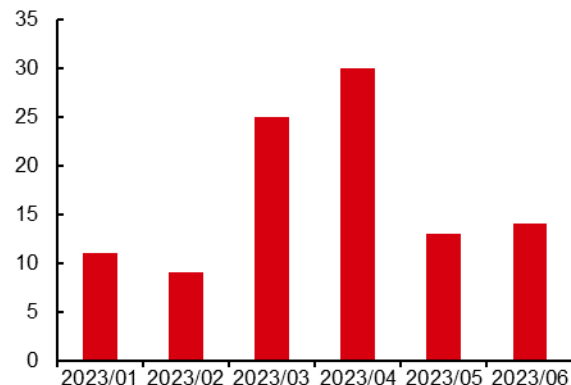
注册制以来新批露再融资预案数量增加。2月以来，定增、可转债等再融资项目的新批露预案数量显著增加，定增预案方面，2023年5月新批露的定增预案数量较2月增加35.7%，其中竞价类定增预案为主要增量，而可转债新批露预案数量在2023年4月达到30家的峰值后在5月有所回落。新批露再融资预案数量的增加，反映了注册制改革后上市公司的再融资热情有所上升。

图 14：2023 年定增新批露预案数量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

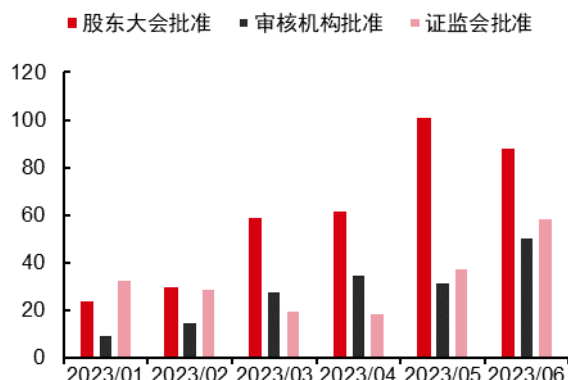
图 15：2023 可转债新批露预案数量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

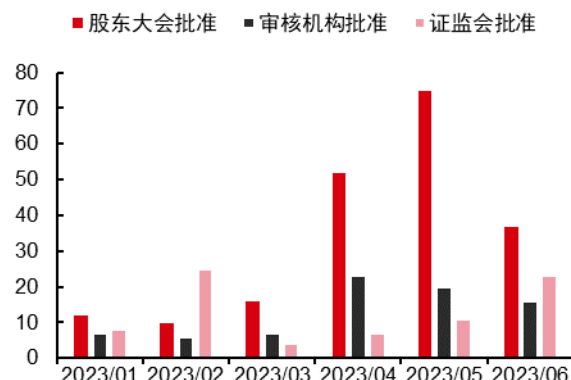
再融资预案过审数量显著增加，审核端显著回暖。自 2 月再融资注册制正式落地以来，定增、可转债在各阶段的预案过深数量均显著增加，2023 年 5 月定增项目在股东大会、审核机构批准阶段的预案数量较 2 月分别增加 236.7%、113.3%、31.0%，可转债项目在在股东大会、审核机构批准阶段的预案数量较 2 月分别增加 650.0%、233.3%，6 月较高点有所回落，再融资项目的审核端显著回暖。

图 16：2023 年定增预案审核数量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

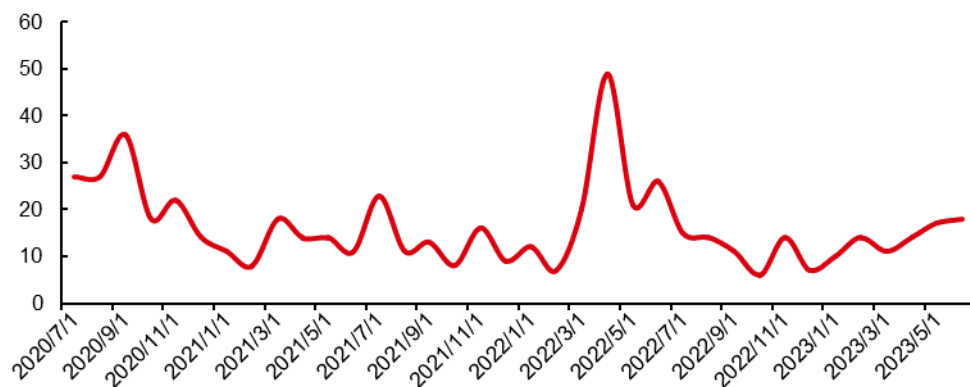
图 17：2023 可转债预案审核数量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

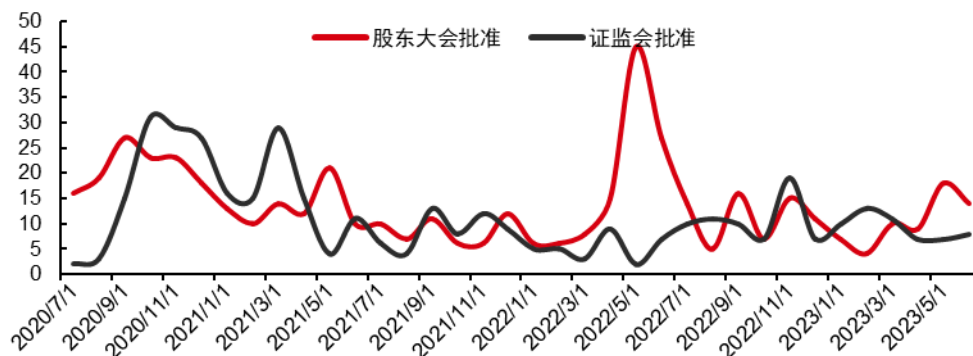
创业板注册制改革后再融资预案数量短期增加，长期维持稳定。从创业板注册制改革实践来看，其在 2020 年 8 月之后定增预案的新批露审核数量速度较改革之前有所提升，证监会批准预案数量从 2020 年 7 月的 2 家提升到 2020 年 10 月的峰值 31 家，此后又逐渐回落，自 2021 年 5 月以后基本维持在每月 10 家左右获批，井然有序，没有出现改革后再融资预案数量持续激增的情况。创业板定增预案新批露预案数量也在改革试点之后的两个月有所增加，此后回落并基本维持数量稳定。

图 18：创业板注册制改革后定增预案新批露数量变化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

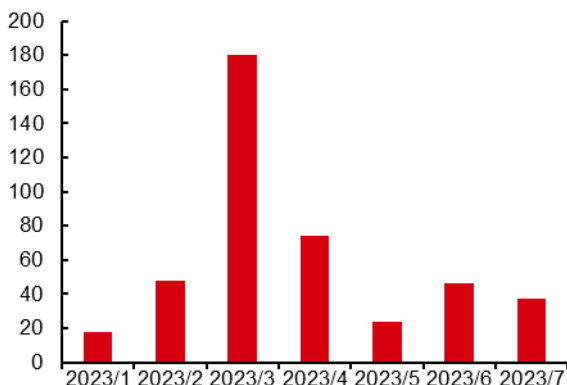
图 19：创业板注册制改革后定增预案审核数量变化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

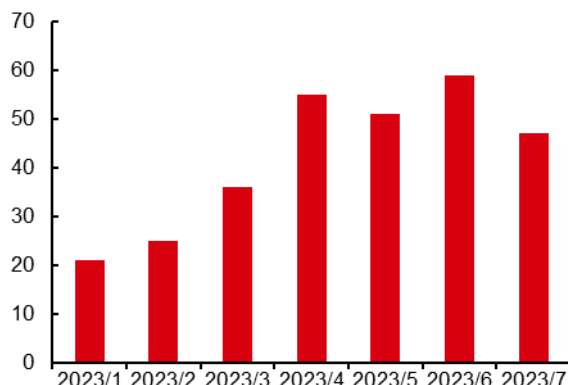
全面注册制以来再融资节奏较初期有所放缓，与创业板初期趋势一致。全面注册制初期，A 股再融资预案受理数量位于高位，3 月再融资受理家数达到 180 家的峰值，再融资上会家数也处于高位，4-6 月维持在 50 家以上。7 月的再融资受理和上会数量均有所回落，受理 37 家，上会 47 家，再融资节奏较注册制初期有所放缓，也符合双创试点注册制初期的变化趋势。

图 20：2023 年以来再融资受理数量（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

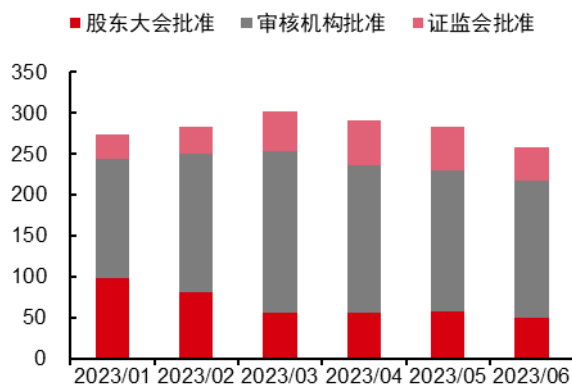
图 21：2023 年以来再融资上会数量（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

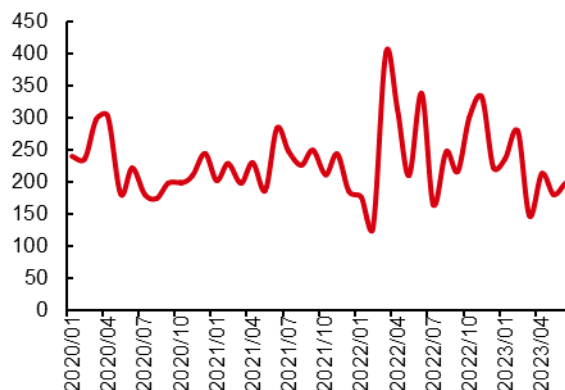
审核时长未明显变化，维持较高审核效率。注册制改革以后，定增预案的审核时长，基本在 290 天左右，仍维持较高的审核效率。参照 2020 年 8 月的创业板注册制改革前后定增预案审核时长的变化情况，并未出现明显的审核时长变化，预计此后定增预案审核时长也将长期维持稳定水平。

图 22：2023 年定增预案审核时长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：创业板注册制改革后定增预案审核时长变化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

主板引入简易审核程序，“小额快速”融资有望加速发展

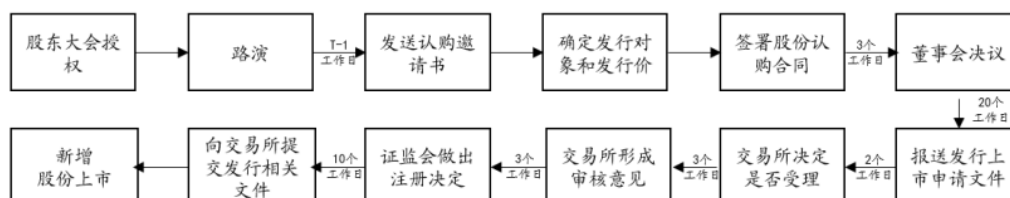
《再融资注册办法》将“小额快速”融资的简易程序推广至主板。交易所采用简易程序的，应该在收到注册申请文件后，二个工作日内作出是否受理的决定，自受理之日起三个工作日内完成审核并形成上市公司是否符合发行条件和信息披露要求的审核意见。中国证监会在交易所收到上市公司注册申请文件之日起，同步关注其是否符合国家产业政策和板块定位。中国证监会收到交易所审核意见及相关资料后，在三个工作日内作出是否注册的决定，较未采用简易程序所需的十五个工作日更快。科创板和创业板于 2020 年分别发布和修订上市公司再融资简易程序（简称“小额快速”）相关政策，优化发行条件、压缩审核流程，提升了融资效率。

表 6：再融资简易程序发行条件

发行要求	具体内容
前提	年度股东大会授权董事会
规模	融资总额不超过人民币 3 亿元，且不超过最近一年末净资产 20%
流程	先完成竞价发行，再报交易所、证监会审核

资料来源：证监会，中信证券研究部

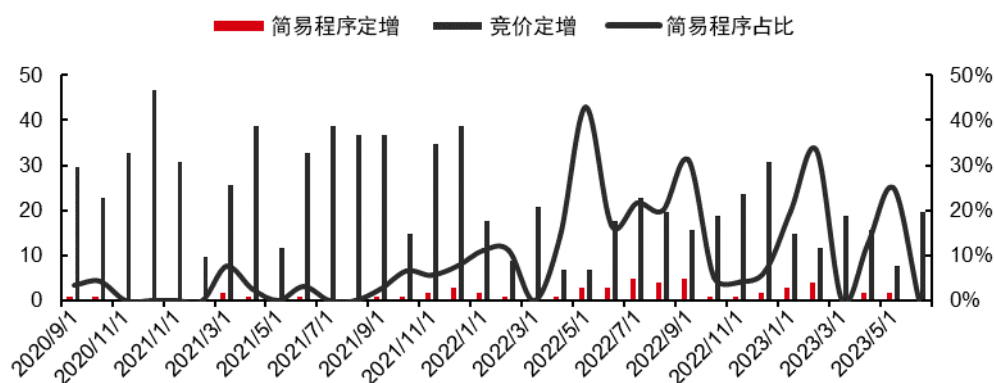
图 24：简易程序审核流程



资料来源：Wind，中信证券研究部

“小额快速”融资项目在科创板与创业板试点期间迅速增长。科创板和创业板于 2020 年分别发布和修订上市公司再融资简易程序（简称“小额快速”）相关政策，优化发行条件、压缩审核流程，提升了融资效率。2022 年，采用简易程序审核的竞价定增项目预案数量达 28 个，同比大增 154.5%。全面注册制后，主板引入“小额快速”融资方式，可支持主板上市公司更高效便捷地融资，助力其高质量发展。

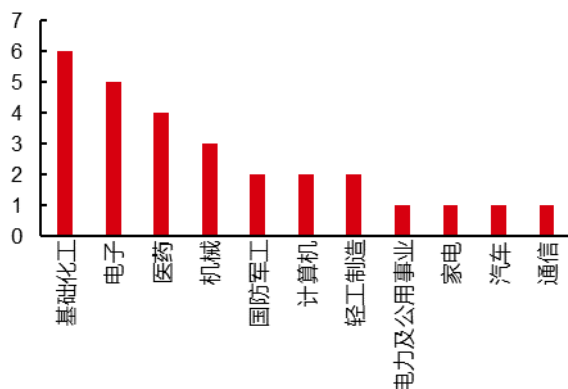
图 25：简易程序和竞价定增发行项目数量（个）及占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

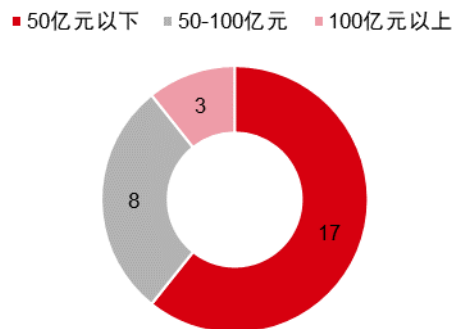
简易程序融资以小市值、科技和高端制造行业为主。从行业看，基础化工、电子、医药等中小型成长期公司占比较高的行业“小额快速”定增融资项目较多，主要由于成长期企业再融资需求活跃，简易程序可更便利地满足其融资需求，助力其高质量发展。市值分布方面，通过简易程序发行定增的公司以市值在 50 亿以下小市值上市公司为主，占比近 60%，因此定增简易程序推出后主要为中小企业融资提供了便利。

图 26：2022 年简易程序再融资项目行业分布（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部

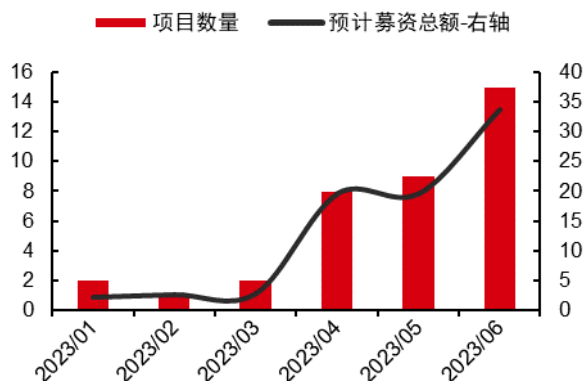
图 27：2022 年简易程序再融资项目市值分布（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

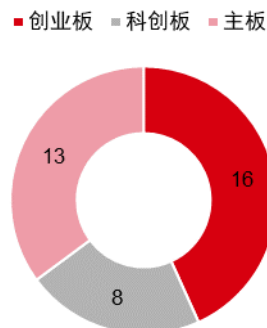
小额融资公司数量“井喷”，主板简易程序再融资快速发展。2023 上半年，共有 37 家公司披露简易程序定增预案，合计募资总额 80.3 亿元。自全面注册制落地以来，二季度小额融资公司数量“井喷”，达到 32 家，较一季度环比大幅增加 540%，合计募资 72.6 亿元，环比增加 843%。从板块来看，上述披露简易程序定增相关公告的 37 家公司中，有 8 家科创板公司、16 家创业板公司，另有 13 家主板企业也积极参与了简易程序再融资的“快车道”。

图 28：2023H1 简易程序定增预案数量（个）和预计募资额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：2023H1 简易程序定增预案板块分布（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

创业板公开发行证券要求降低，可转债发行规模显著增加

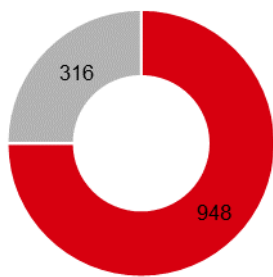
科创板发行条件无实质变化，创业板公开发行证券的要求降低。对于科创板和创业板的上市公司而言，《再融资注册办法》规定的发行条件，与此前的《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》规定的发行条件基本一致，在此基础上作出了进一步完善。具体来看，科创板上市公司发行股票、可转债募集的资金应当投资于科技创新领域的业务，除金融类企业外募集资金使用不得为持有财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司，但上述新增要求在《上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管

要求（2022 年修订）》中已有相关要求，并非实质新增内容。对创业板而言，删除了上市公司向不特定对象发行证券（包括股票、可转债等）最近两年盈利的要求。

创业板公开发行股票预计仍将维持少数，可转债发行规模显著增加。按照连续两年盈利的条件来看，截至 2023/5/31，创业板中仍有 316 家上市公司未满足条件。因此，在删除创业板上市公司向不特定对象发行证券（包括股票、可转债等）最近两年盈利的要求后，创业板公开发行证券的门槛大幅降低。但向不特定对象发行股票的高审核标准、发行风险较高限制了其应用，自 2014 年以来仅有 4 家创业板公司完成了公开发行股票，预计注册后向不特定对象发行股票的创业板上市公司仍为少数。对于向不特定对象发行可转债而言，盈利条件的删除使得可转债的发行难度大幅降低，2023 年 3 月、4 月的可转债发行规模均达到 70 亿元以上，较 2 月增幅超 100%，规模显著增加。

图 30：两年盈利条件下的创业板公司构成（家）（截至 2023/5/31）

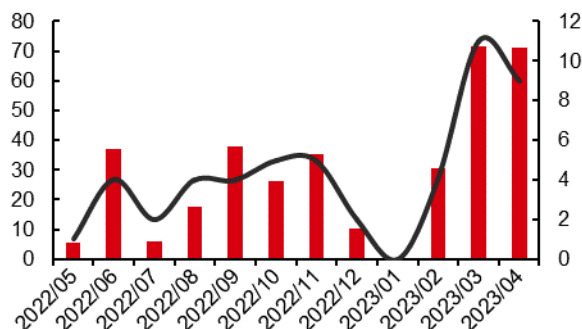
■ 连续两年盈利 ■ 未连续两年盈利



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：创业板可转债月度募资额（亿元）及项目数量（个）

■ 募资总额 ■ 项目数量-右轴



资料来源：Wind，中信证券研究部

主板再融资条件优化，引入定向可转债品种

由于主板此前未试点注册制，本次《再融资注册办法》的修订以科创板、创业板证券发行注册管理办法为基础，因此对于主板上市公司而言，再融资规则的文字修订内容较多，但从实质内容层面来看，**主板发行条件的主要变化体现在：放宽发行规模上限；取消公开发行的分红要求；调整发行的消极条件；引入定向可转债品种。**

表 7：主板再融资条件的修订要点

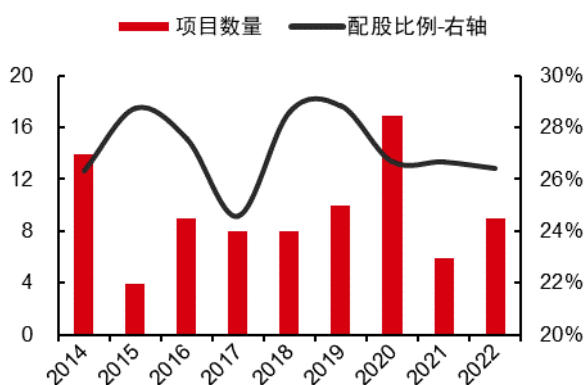
修订要点	具体内容
放宽发行规模上限	（1）主板上市公司配售股份数量上限由不超过本次配售前股本总额的 30% 提升至 50% （2）发行可转债后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的比例由 40% 提升至 50%
取消公开发行的分红要求	取消上市公司公开发行“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”的发行条件要求
调整发行消极条件	将主板上市公司不得发行证券的重大违法行为为发行条件，调整为与科创板和创业板保持一致
主板引入定向可转债	允许主板上市公司发行定向可转债融资。

资料来源：证监会，中信证券研究部

配股和可转债发行规模上限放宽，融资效果将增强。近年来主板配股平均比例均在

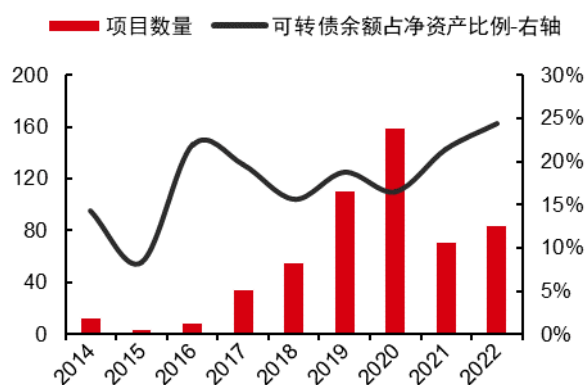
26%左右，若将配股比例上限提高至 50%，将显著提高配股产品的融资效果，但限制配股产品规模的重点仍是其对股东的资金要求较高，需要股东有认购意愿。可转债方面，《〈上市公司证券发行注册管理办法〉第九条、第十条、第十一条、第十三条、第四十条、第五十七条、第六十条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第 18 号》对可转债的发行规模上限作出了明确规定，发行转债后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 50%，向不特定对象发行的公司债及企业债计入累计债券余额，而向特定对象发行的除可转债外的其他债券、银行间市场发行的债券等权益类科目债券不计入余额。2022 年上市公司的可转债余额占净资产的平均比例为 24.4%，资产负债结构要求的降低将使得可转债产品的适用范围更宽、融资规模更大。

图 32：主板配股项目数量（个）和配股比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

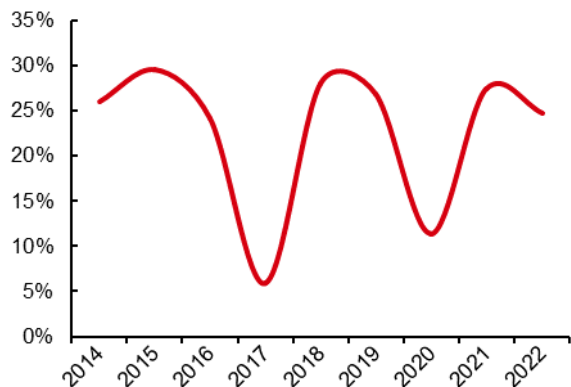
图 33：主板可转债项目数量（个）和转债余额占净资产比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

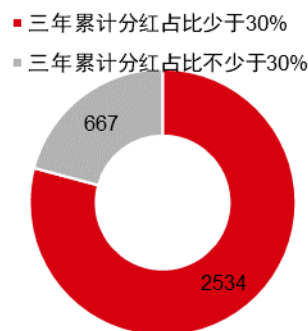
取消公开发行的分红要求，门槛显著降低。《再融资注册办法》取消了上市公司公开发行“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”的发行条件要求。近年来主板上市公司三年累计分红占年均可分配利润平均比例均未达到 30%，2022 年为 24.7%，其中，三年累计分红占比不少于 30% 的仅有 667 家，占比 20.8%。因此，取消公开发行的分红要求，将使得公开发行的门槛大幅降低，更多的主板上市公司可能选择通过公开发行融资。

图 34：主板上市公司三年累计分红平均占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：2022 年分红条件下的主板上市公司构成（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

调整发行消极条件，三个板块趋于一致。《再融资注册办法》对发行条件进行了大幅简化，将主板上市公司不得向不特定对象发行股票、向特定对象发行股票、发行可转债的重大违法行为发行条件，调整为与科创板和创业板保持一致。主板绝对禁止条款中新增了最近一年财务会计报告被出具无法表示意见的审计报告，无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除的无法豁免。

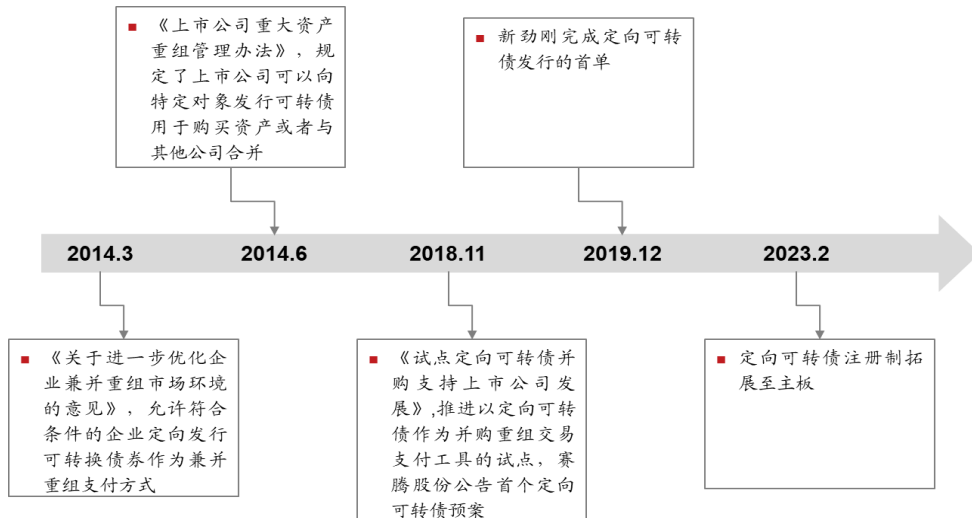
表 8：《再融资注册办法》规定的发行消极条件

再融资方式	向不特定对象发行股票	向特定对象发行股票	发行可转债
消极条件	（一）擅自改变前次募集资金用途未作纠正，或者未经股东大会认可； （二）上市公司或者其现任董事、监事和高级管理人员最近三年受到中国证监会行政处罚，或者最近一年受到证券交易所公开谴责，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正在被中国证监会立案调查； （三）上市公司或者其控股股东、实际控制人最近一年存在未履行向投资者作出的公开承诺的情形； （四）上市公司或者其控股股东、实际控制人最近三年存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，或者存在严重损害上市公司利益、投资者合法权益、社会公共利益的重大违法行为。	（一）擅自改变前次募集资金用途未作纠正，或者未经股东大会认可； （二）最近一年财务报表的编制和披露在重大方面不符合企业会计准则或者相关信息披露规则的规定；最近一年财务会计报告被出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；最近一年财务会计报告被出具保留意见的审计报告，且保留意见所涉及事项对上市公司的重大不利影响尚未消除。本次发行涉及重大资产重组的除外； （三）现任董事、监事和高级管理人员最近三年受到中国证监会行政处罚，或者最近一年受到证券交易所公开谴责； （四）上市公司或者其现任董事、监事和高级管理人员因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正在被中国证监会立案调查； （五）控股股东、实际控制人最近三年存在严重损害上市公司利益或者投资者合法权益的重大违法行为； （六）最近三年存在严重损害投资者合法权益或者社会公共利益的重大违法行为。	上市公司向不特定对象发行可转债在满足向不特定对象发行股票发行条件及禁止条件的基础上，增加了相关条款： （一）对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态； （二）违反《证券法》规定，改变公开发行公司债券所募资金用途。

资料来源：证监会，中信证券研究部

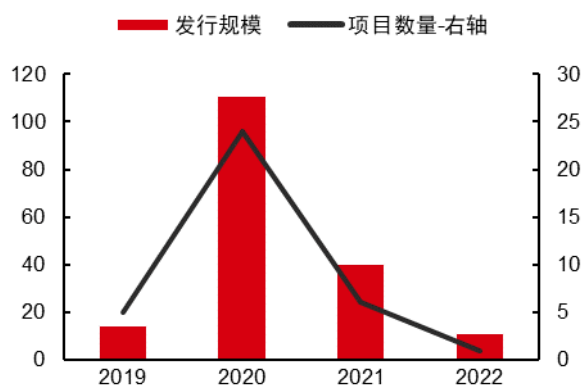
主板引入定向可转债品种，或成为再融资市场的重要增量。定向可转债是私募可转债的一类，2018 年 11 月 1 日证监会官网新闻稿提出《试点定向可转债并购支持上市公司发展》，试点定向可转债用于并购重组中作为支付工具。此后，赛腾股份公告收购方案首次引入定向可转债，2019 年新劲刚成为正式发行定向可转债的首家上市公司。此后的 2020 年成为了定向可转债发行的高峰，24 家发行定向可转债，募资 110.5 亿元，也推动了再融资市场回暖，可转债融资占比提升。核准制下主板仅对公开发行的可转债的发行条件进行了规定，未明确定向可转债的发行要求，全面注册制后在主板发行的定向可转债或是再融资市场的重要增量。

图 36：定向可转债发展历程



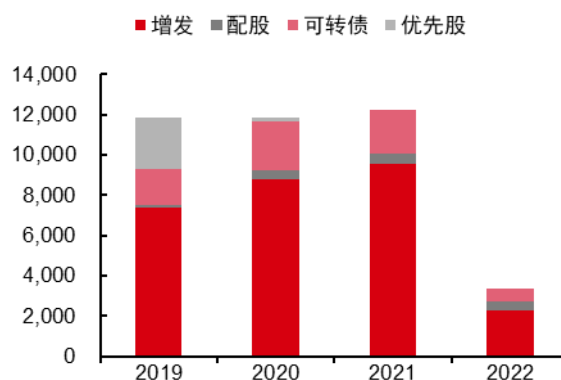
资料来源：证监会，中信证券研究部

图 37：2019 年以来定向可转债发行规模（亿元）及项目数量（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：2019 年以来各类再融资方式的融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

主板再融资条件较双板块更严格，需考核盈利和 ROE 条件。在通用再融资发行条件的基础上，《再融资注册办法》结合各板块定位差异，有针对性地做出了相应的差异化安排。相对于科创板、创业板，主板上市公司配股、增发、向不特定对象发行可转债的，应当最近三个会计年度盈利；主板上市公司增发、向不特定对象发行可转债的，还应当满足最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。相较于双创板块，主板再融资的条件更为严格，截至 2023/5/31，主板 3200 家上市公司中，连续三年盈利的有 2266 家，加权 ROE 三年平均不低于 6% 的有 1832 家，表明在主板特有的再融资条件下，部分上市公司未达到发行门槛，两条件均满足的仅有 1756 家，占比 54.9%。

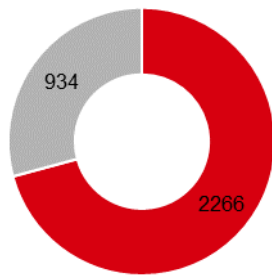
表 9：主板特有的再融资发行条件

再融资品种	主板发行条件
配股、增发、向不特定对象发行可转债	最近三个会计年度盈利
增发、向不特定对象发行可转债	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六

资料来源：证监会，中信证券研究部

图 39：三年盈利条件下的主板公司构成（家）（截至 2023/5/31）

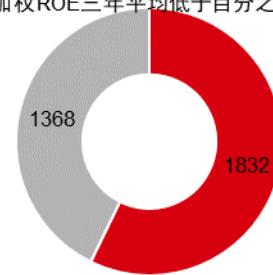
■ 连续三年盈利 ■ 未连续三年盈利



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：加权 ROE 条件下的主板公司构成（家）（截至 2023/5/31）

■ 加权ROE三年平均不低于百分之六
■ 加权ROE三年平均低于百分之六



资料来源：Wind，中信证券研究部

全面注册制实施后，定增发行条件进一步简化。《再融资注册办法》下的定增条件进一步简化，仅规定了消极条件。主要包括最近一年财务报告符合规定要求，控股股东、实际控制人最近三年不存在严重损害公司利益或者投资者权益的重大违法行为，不存在擅自改变前次募集资金用途且未纠正等情形。《证券发行与承销管理办法》对再融资发行承销的普遍适用条款作出规定，对定增的发行要求、定价限制等要素进行了规定。

表 10：向特定对象发行股票的发行要素规定

发行要素	具体内容
发行要求	(1) 发行对象不超过 35 名 (2) 董事会决议确定部分发行对象的，确定的发行对象不得参与竞价，且应当接受竞价结果
定价限制	发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的 80%
发行股数	拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的 30%
锁定期	(1) 自发行结束之日起 6 个月内不得转让 (2) 若发行对象属于“(一) 上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；(二) 通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者；(三) 董事会拟引入的境内外战略投资者”，其认购的股票自发行结束之日起 18 个月内不得转让
引入战略投资者	应将引入战投作为单独议案，并就每名战投单独审议，提交股东大会批准
自行销售	董事会决议提前确定全部发行对象的，可以由上市公司自行销售

资料来源：证监会，中信证券研究部

注册制改革后各再融资方式特点明显，适用范围明确。再融资方式中增发和配股等股权融资方式可以为企业募集到永久性资金，但随着股本增加短期内企业的业绩压力将会增大，其中：配股是向老股东发起的募资，发行难度较低，不会摊薄股东持股比例，但发行对象受限，对大股东的资金要求较高；公开增发的发行门槛高、发行风险大限制了其应用；定向增发发行门槛低，发行对象限制少且价格适中，但存在较高的失败风险。混合融资方式中，可转债融资较为灵活，融资成本低、业绩压力小，但发行门槛较高，且受净资产规模及已发债额度限制；优先股虽然融资规模大，但股息成本高，且严苛的发行要求使得其适用范围较小。综合定增和其他再融资品种的主板注册制新规，定增相对宽松的发行条件优势不改，预计定增仍为上市公司再融资主流选择。

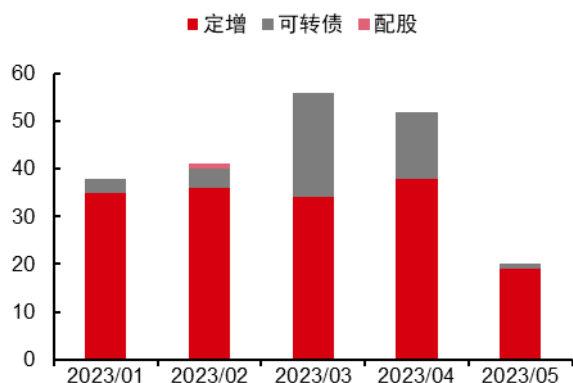
表 11：各再融资方式的优劣势及使用公司类型

	定向增发	公开增发	配股	可转债	优先股
优势	1.发行门槛低 2.募集资金使用和发行灵活性较强 3.发行对象限制少	1.没有发行规模限制 2.发行价格基本等于市价，融资效率高	1.面向老股东，操作程序相对简便，发行难度低 2.定价具有较高自由度 3.不会摊薄原股东持股比例	1.融资成本较低 2.业绩压力较轻 3.发行风险小	1.发行规模大 2.不会摊薄原股东持股比例
劣势	1.发行风险较高,受市场波动影响大 2.原有股东股权被稀释 3.股本增加后短期经营业绩压力增大 4.融资规模受限制	1.发行门槛高 2.发行风险较高,受市场波动影响大 3.原有股东股权被稀释 4.股本增加后短期经营业绩压力增大	1.发行对象受限，大股东资金负担较大 2.融资规模受限制 3.股本增加后短期经营业绩压力增大	1.发行门槛较高，需要开展信用评估和担保程序 2.若转股不成功，将存在还本付息的风险 3.融资额受净资产规模及已发债额度限制	1.发行要求严格 2.融资成本高，需付股息
适用公司类型	发行后业绩增长能力较强，负债率适中；有资产注入、并购重组需求的公司	发行后业绩增长能力较强，负债率较高，股价处于上升通道、投资者看好的公司	发行后业绩增长能力较强，主要股东有认购意愿，拟全部补充现金流或偿债的公司	有意向降低融资成本，规模较大、经营较为稳定、并具有一定成长性的公司	资金需求量较大、收益和现金流稳定的公司

资料来源：证监会、上交所、深交所，中信证券研究部

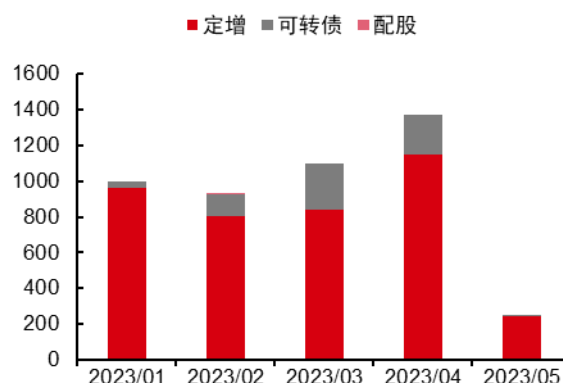
定增发行条件优势不变，预计仍为再融资主流。在比较注册制新规下的各种再融资方式后，定增相对宽松的发行条件优势不变。自 2023 年 2 月的注册制改革落地以来，定增的项目数量占比达 60%以上，融资额占比始终维持在 75%以上，预计此后定增也仍将是上市公司再融资的主流选择。

图 41：2023 年再融资项目发行数量（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部；2023 年截至 5 月

图 42：2023 年再融资项目融资总额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部；2023 年截至 5 月

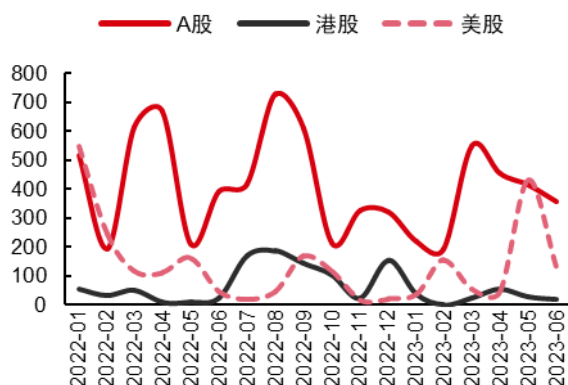
全面注册制下的 A 股融资现状和展望

注册制对流动性影响有限，长期可实现优胜劣汰

2022 年以来 A 股融资规模据全球首位，注册制后 IPO 融资增加。自 2022 年以来 A 股一直是全球 IPO 活动的重要地区，受全球经济不确定性增强等因素影响，2023 上半年全球 IPO 活动持续放缓，A 股 IPO 完成 184 家，融资 2187.2 亿元，再融资 3817.5 亿元，

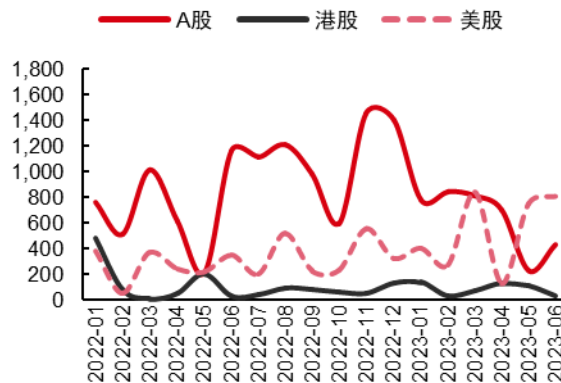
仍居全球首位。全面注册制实施后，A 股 IPO 融资额显著增加，2023 年 3 月 IPO 融资额环比增加 184.4%至 550.0 亿元。

图 43：2022 年以来各市场 IPO 融资总额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

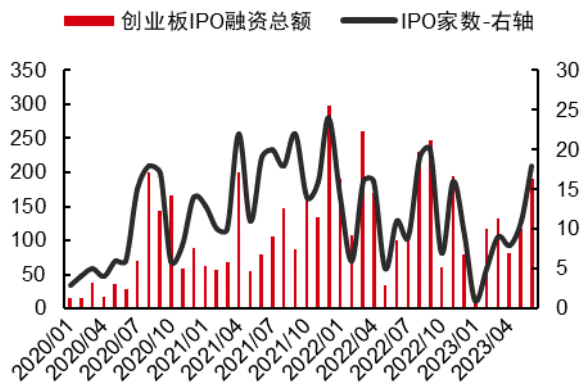
图 44：2022 年以来各市场再融资总额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

注册制初期双创板块 IPO 规模短期冲高，回落后维持相对稳定。2020 年 8 月创业板注册制落地初期，创业板 IPO 数量和募资总额爆发式增长，冲高回落后基本维持在 130 亿元左右，月均 IPO 数量从注册制之前的 4-6 家上行至 15 家左右。回顾此前注册制科创板设立之初，IPO 家数和融资额达到峰值后有所回落，此后规模基本维持稳定，IPO 规模并未持续激增。

图 45：创业板 IPO 融资总额（亿元）及家数



资料来源：Wind，中信证券研究部

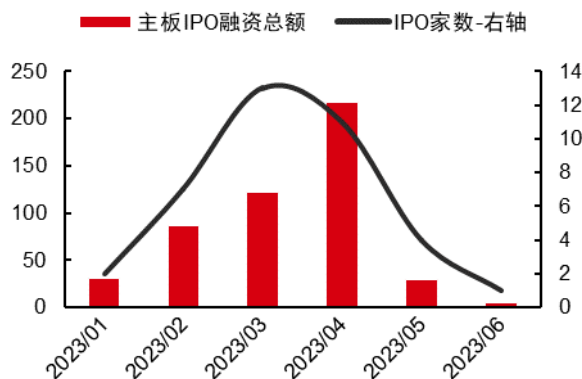
图 46：科创板 IPO 融资总额（亿元）及家数



资料来源：Wind，中信证券研究部

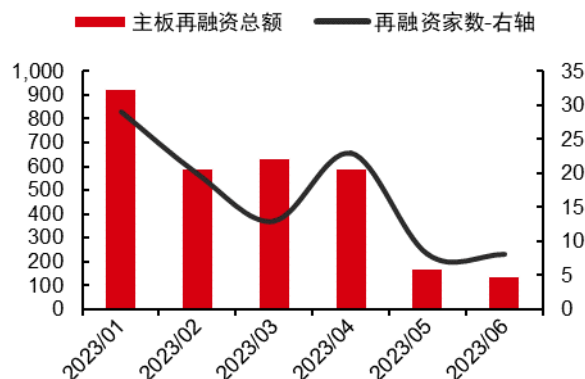
全面注册制后新股将有序扩容，流动性冲击有限。参考创业板和科创板的注册制试点，主板注册制落地后 IPO 家数和再融资家数均在 4 月达到峰值，预计此后主板的 IPO 和再融资项目供给将有序扩容。由于依然保持证券交易所审核、证监会注册的基本架构不变，新股发行规模将保持稳定，维持在相对高位但不会持续激增，因此对流动性的冲击有限。

图 47：主板 IPO 融资总额（亿元）及家数



资料来源：Wind，中信证券研究部

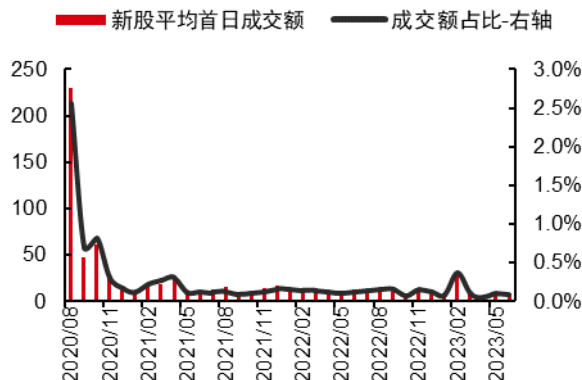
图 48：主板再融资总额（亿元）及家数



资料来源：Wind，中信证券研究部

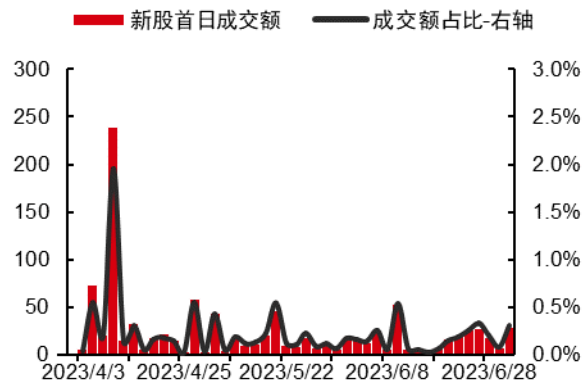
IPO 增加短期影响流动性，之后回归平稳运行。对存量上市公司而言，注册制初期突然增加的 IPO 新股数量会对流动性造成短期冲击，回顾创业板注册制初期，2020 年 8 月新股首日成交额达到 230.0 亿元，占两市总成交额的 2.6%，此后逐渐回落，基本维持在 0.2% 以下。与之类似，全面注册制后，2023 年 4 月 10 日上市的首批 10 支主板注册制新股首日成交额达到 239.3 亿元，占两市总成交额的 2.0%，此后逐渐回落。因此，注册制带来的新股增加只会在落地初期带来较短期的虹吸效应，此后会逐渐回归平稳运行。

图 49：创业板注册制以来 IPO 新股首日成交额（亿元）及占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：全面注册制以来 IPO 新股首日成交额（亿元）及占比

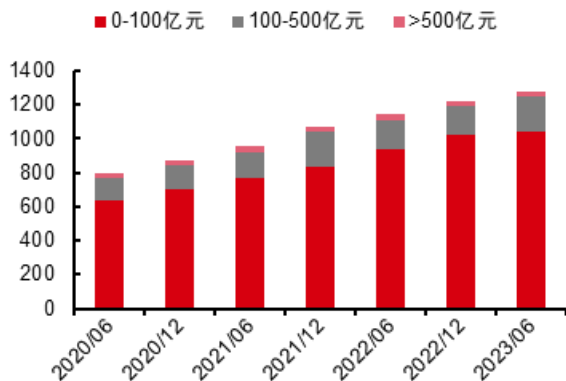


资料来源：Wind，中信证券研究部

长期流动性将分化，推动企业优胜劣汰。注册制的市场是一个更加自由、更加包容的市场，参考海外发达国家资本市场，注册制的长期影响在于市场扩容的同时上市公司的质量分化较为严重，由此衍生出二级资本市场流动性的分化。注册制的实施往往伴随着权益市场的扩容，因而上市公司的质量更加重要，预计长期二级市场的流动性将进一步分化，资金向优质企业集中的趋势将更加明显。回顾 2020 年 8 月创业板试点注册制后，上市公司数量逐渐增加，其中小市值的公司贡献了主要增量。而少数的大市值公司（100 亿元以上）贡献了 50% 以上的总市值和成交额，大于 500 亿元市值公司的总市值较注册制前提升明显，表明市场更加趋向理性，资金流向更具价值的股票，推动企业

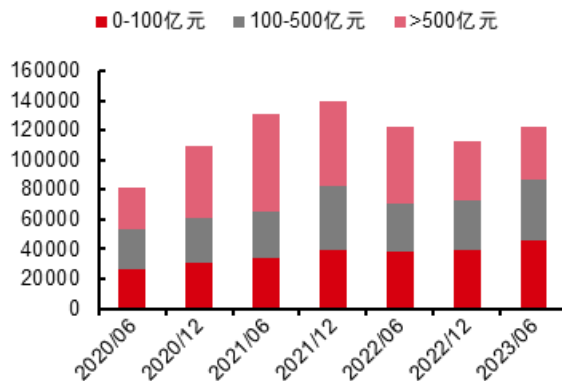
质量分化，优胜劣汰，退市将逐渐常态化。自注册制试点以来，A 股退市公司数量持续增加，预计将逐渐常态化。

图 51: 创业板上市公司市值分布（家）



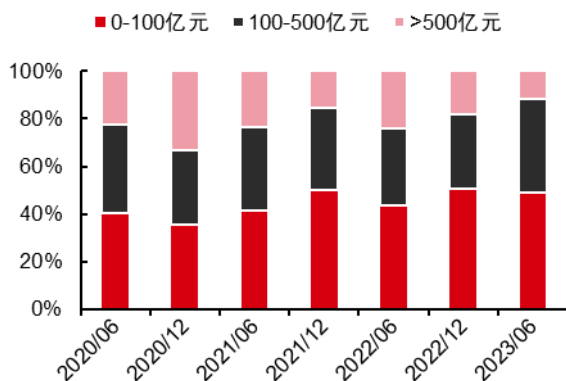
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 52: 创业板上市公司总市值（亿元）



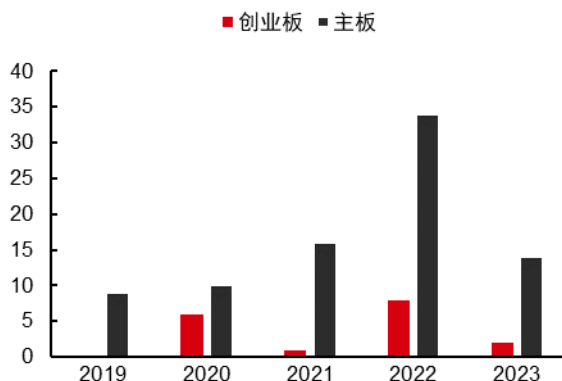
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 53: 创业板上市公司成交额占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 54: 注册制以来退市公司数量（家）（截至 2023/6/30）

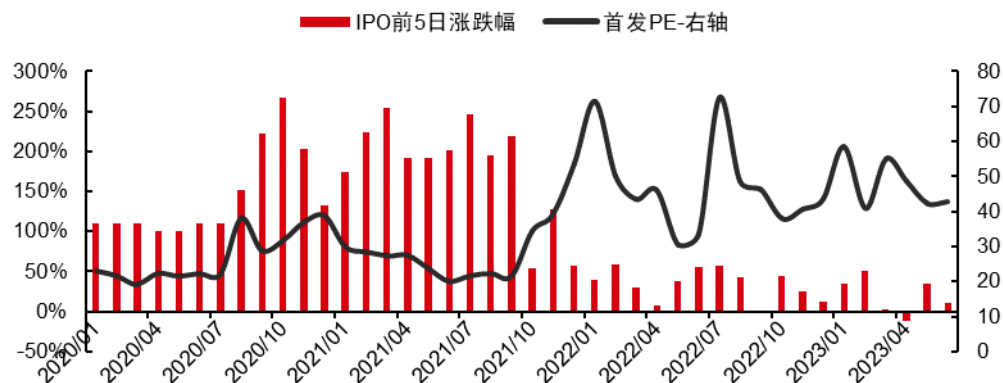


资料来源：Wind，中信证券研究部

新股回归市场化定价，IPO 初期波动逐渐减小

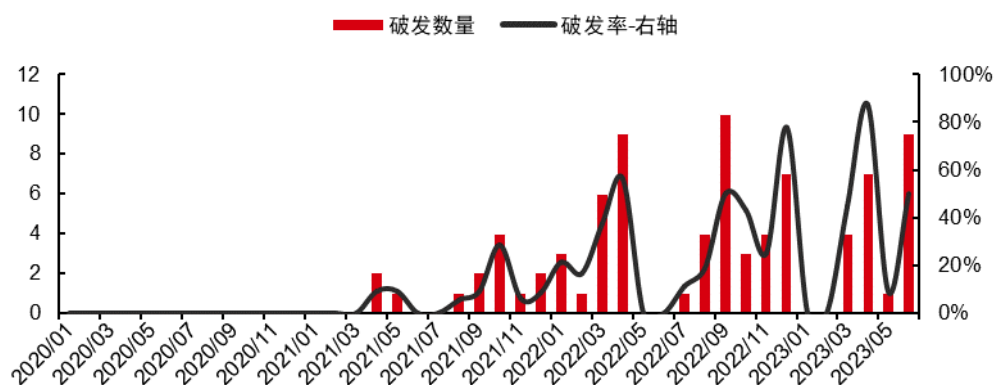
注册制后创业板首发 PE 中枢上移，IPO 初期涨跌幅缩小。回顾创业板注册制落地过程，注册制改革之前，受核准制限制，IPO 市盈率基本稳定在 22-23 倍，首日涨跌幅基本都在 44% 左右；注册制改革之后，IPO 初期涨跌幅不再局限，PE 定价更加市场化。自 2020 年 8 月首批注册制创业板公司上市后，创业板注册制初期首发 PE 还处于低位，公司上市初期涨幅较大；注册制后期，首发 PE 估值中枢逐渐上移至 30 以上，前五日涨跌幅缩小至 50% 以内，部分月份 IPO 前五日平均涨跌幅甚至为负，破发数量及破发率均显著上升。

图 55：创业板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 56：创业板 IPO 前五日破发数量（家）及破发率

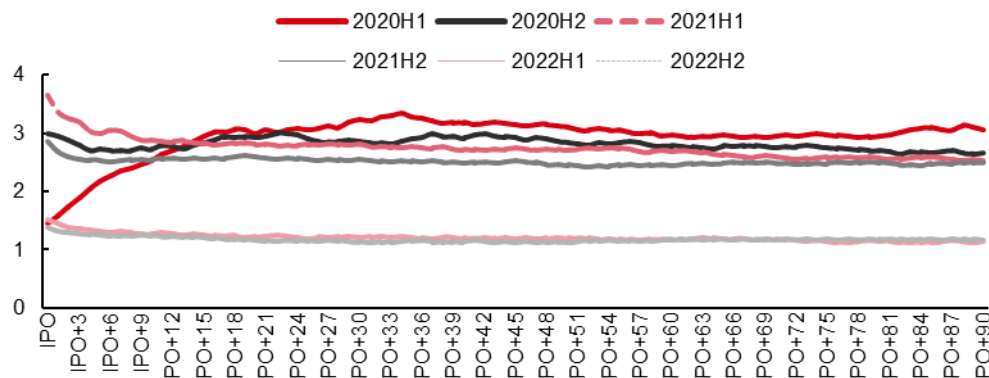


资料来源：Wind，中信证券研究部

初期涨跌幅限制取消后，IPO 新股净值呈冲高回落趋势。以 IPO 发行价格为 100% 计算公司的净值，按季度统计所有 IPO 的平均净值随上市时间的变化，得到注册制前后创业板 IPO 后净值曲线。注册制之前的 2020H1 创业板 IPO 公司首发 PE 限制，发行估值较低，上市后净值逐渐上升至合理定价，净值曲线呈现先上升后维持相对稳定的走势。而注册制之后，由于不受 IPO 前五日的涨跌幅限制，IPO 初期的净值较高，此后逐渐降低至相对稳定。

IPO 新股首发估值提高，净值曲线下移。注册制初期，首发市盈率虽然大部分都突破了 23 倍，但整体提高有限，所以 IPO 后的净值涨幅较大。此后随着创业板注册制的逐渐落地，首发估值定价更加市场化，达到稳定后的净值曲线逐渐下移，2022H1、2022H2 时 IPO 后净值已经稳定在 1.1-1.2 之间。

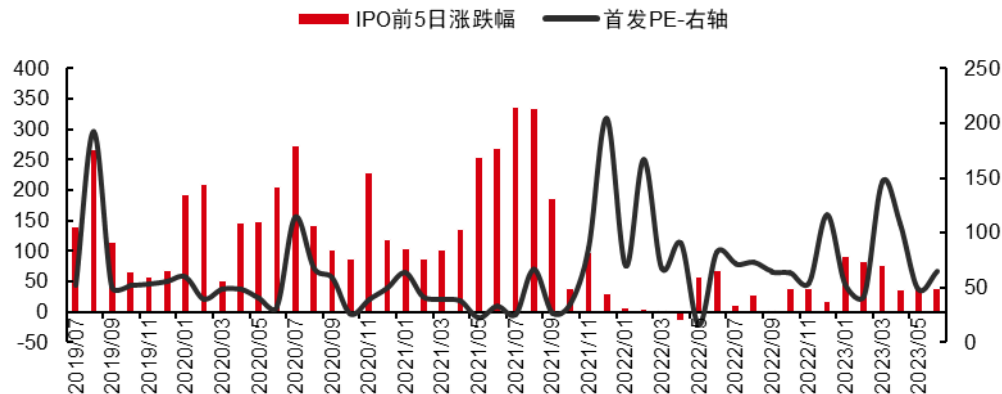
图 57：创业板注册制前后 IPO 后净值曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部

科创板走势与创业板类似，首发 PE 和 IPO 初期涨跌幅走势相反。回顾此前科创板开板之初，与创业板类似，科创板注册制初期 PE 中枢仍处于低位，第一年的首发 PE 中枢在 60 左右，且 IPO 前五日涨跌幅较大，开板的前五日涨跌幅近 140%。随着科创板注册制成熟，IPO 前五日涨跌幅与首发 PE 的走势基本相反，2022 年以来首发 PE 中枢逐渐上移至 70 以上，IPO 前五日涨跌幅均值缩窄至 50%以内，趋势与创业板一致。

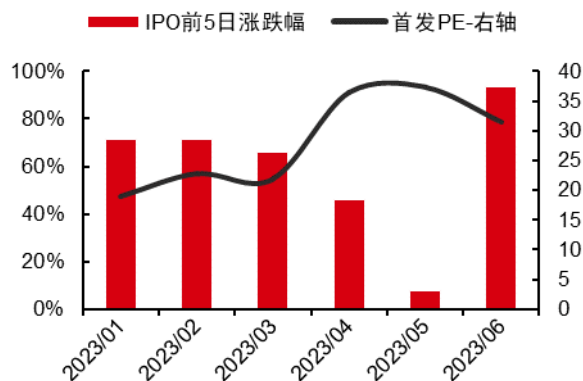
图 58：科创板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE



资料来源：Wind，中信证券研究部

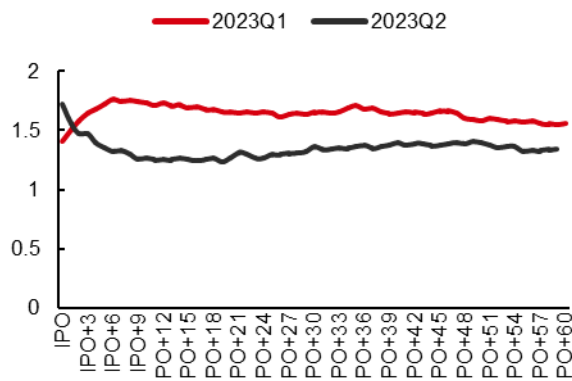
新股发行和定价更加市场化，IPO 初期波动将逐渐减小。参考创业板、科创板的注册制试点经验，市场自主定价的区间扩大增强市场发行价格的估值自我纠正能力，IPO 定价效率和高溢价限制随着注册制改革进程推进均显著提升。由于注册制下新股发行和定价更加市场化，我们预计全面注册制实施后，由于询价制度的推行和前五个交易日不设置涨跌幅的交易制度，发行的定价权将交给市场，首发 PE 均值将逐渐提高，同时新股上市初期的波动将减小，破发率也将显著提高。

图 59：主板 IPO 前五日平均涨幅及平均首发 PE



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 60：主板注册制前后 IPO 后净值曲线



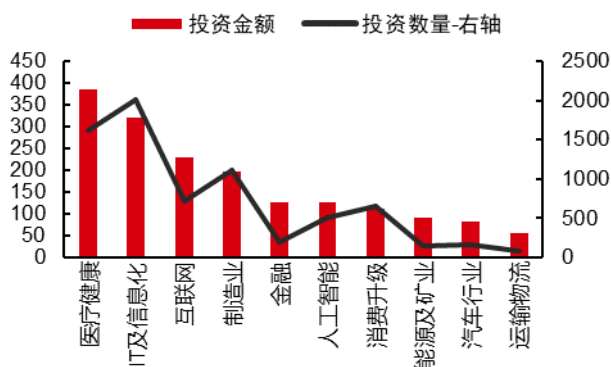
资料来源：Wind，中信证券研究部

改善产业结构，利好科技公司融资

新股供应市场化，更加反映一级市场投资偏好。注册制带来的最主要变化就是新股供应的市场化，从而及时反映经济结构的调整，使资本市场的股票供给行业结构始终能够反映不同阶段经济增长的不同特征，某种程度上让一级市场的供给情况能够更加客观地反映在二级融资市场上，一级市场的投资偏好和 IPO 结构在注册制下的反映更为精准。在注册制下，一级市场的资金更易流向创新性强和具有高增长性的行业和公司。这不仅有利于整个产业结构的优化升级，也对新兴科技公司的融资起到了积极的推动作用。将 2022 年和 2023H1 的 IPO 行业结构与 2022H1 股权投资行业分布进行比较，2023 年度的 IPO 结构相较于 2022 年与股权投资行业分布更为接近，这预示着注册制的推行有助于使上市公司分布更接近于一级市场投资偏好。

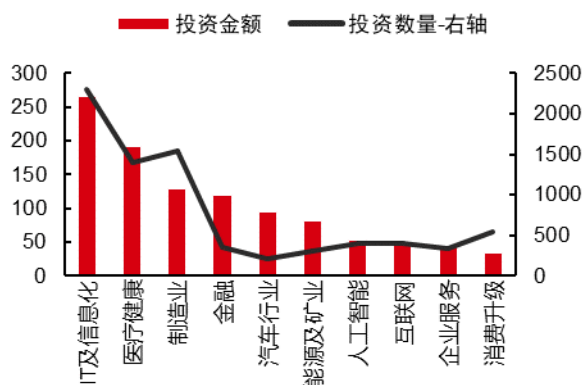
改善产业结构，助力产业转型升级。全面注册制有望改善 A 股行业结构，进一步助力我国产业结构转型趋势。注册制下电子、机械、医药等科技行业的 IPO 数量占比较高，从金融支持实体经济的角度，注册制对助力中国实体企业实现高质量发展、推进中国产业升级和经济结构调整、更好服务国家发展战略都具备积极意义。

图 61：2021 年投资金额（亿美元）前十的行业及投资数量（笔）



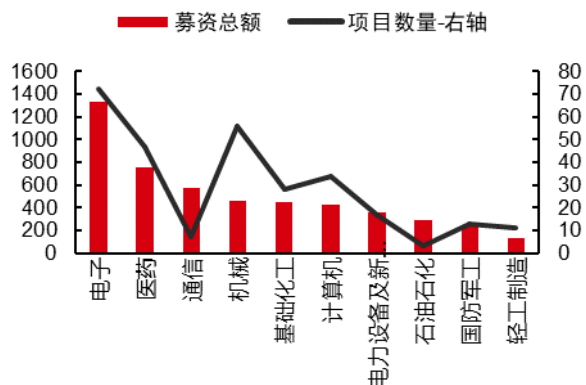
资料来源：投中数据，中信证券研究部

图 62：2022 年投资金额（亿美元）前十的行业及投资数量（笔）



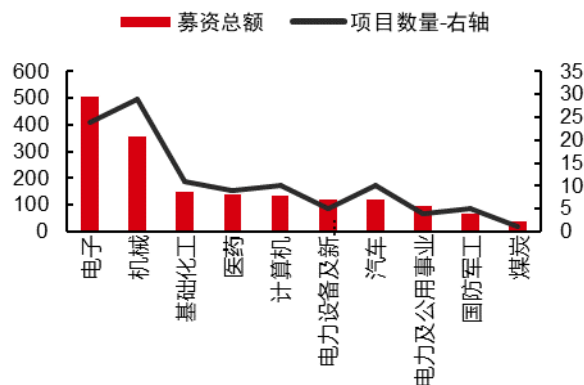
资料来源：投中数据，中信证券研究部

图 63：2022 年 IPO 募金额（亿元）前十行业及项目数量（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部

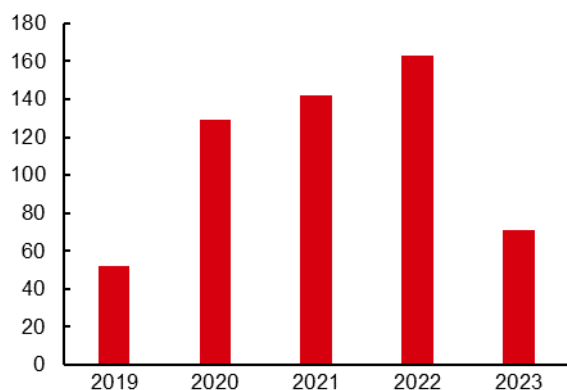
图 64：2023 上半年 IPO 募金额（亿元）前十行业及项目数量（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部

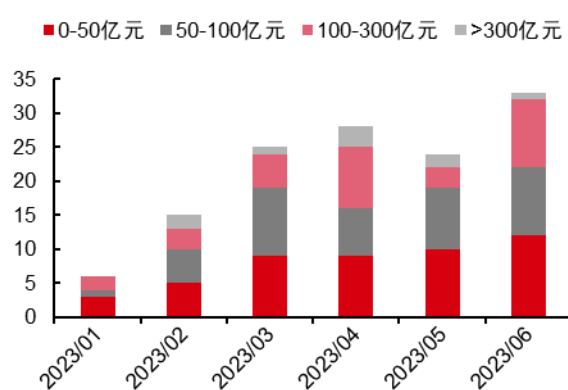
注册制利好中小市值企业上市，专精特新企业 IPO 数量持续增加。注册制下更多的科技创新型企业得以发行上市，丰富了 A 股市场的投资选择。这些企业的科技含量高，具备较高的成长潜力，对于追求高收益的投资者来说，是一类具有吸引力的投资标的。对于中小微企业，尤其是专精特新企业，注册制的服务效果也十分明显，自 2019 年以来，专精特新企业的 IPO 数量持续增加，2022 年达到 163 家。在此前的审核制下，这些企业由于规模小，信息不透明等原因，往往难以通过审核进入股市。但在注册制下，只要满足注册要求，这些企业就能进入公开市场，从而解决了融资难、融资贵的问题。观察 2023H1 的 IPO 企业市值分布，可看到 4 月注册制落地以来，中小市值企业的 IPO 数量显著增加。

图 65：专精特新企业 IPO 数量（家）（截至 2023/6/30）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 66：2023 年 IPO 企业市值分布（家）（截至 2023/6/30）

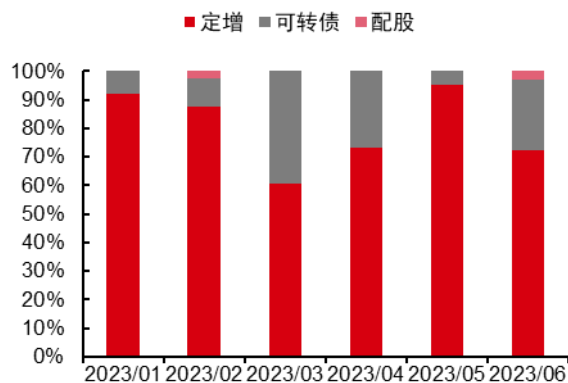


资料来源：Wind，中信证券研究部

再融资项目供给增加，定增折扣优势将凸显

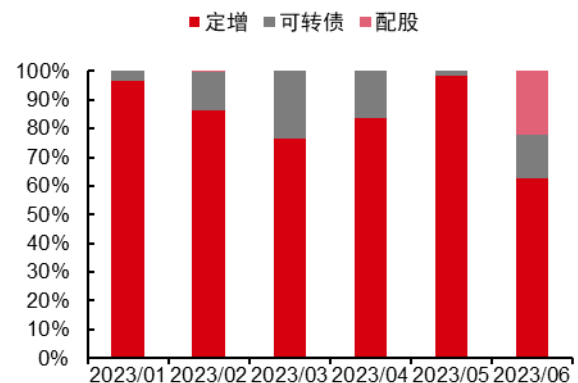
定增发行条件优势不变，预计仍为再融资主流。注册制新规下，由于定增相对宽松的发行条件优势不变。自 2023 年 2 月的注册制改革落地以来，定增的项目数量占比达 60% 以上，融资额占比也始终维持在 60% 以上，预计此后定增也仍将是上市公司再融资的主流选择。

图 67：2023 年以来再融资项目数量构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

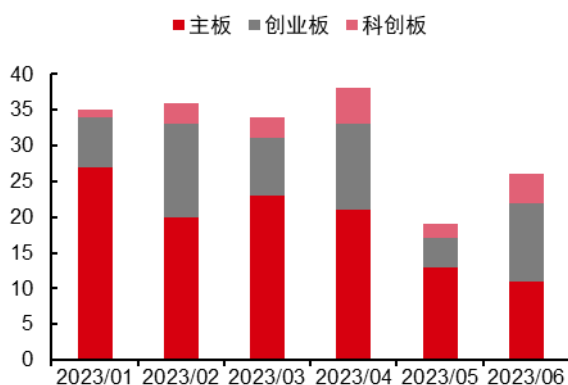
图 68：2023 年以来再融资项目融资额构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

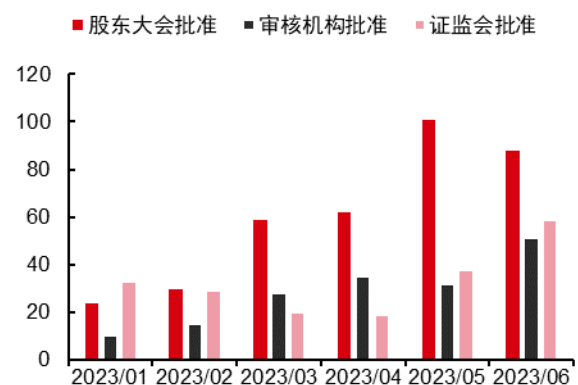
定增发行和审核数量短期增加，预计回落后将长期处于高位。从创业板注册制改革实践来看，定增发行数量冲高回落，证监会批准预案数量和新批露预案数量均在改革试点之后的数月有所增加，此后回落并基本维持数量稳定。预计全面注册制之后，定增的发行和审核数量也将在短期井喷后有所回落，不会出现改革后预案数量持续激增的情况。2022 年创业板月均定增发行家数为 8 家，较注册制试点前一年的月均 5.3 家左右增加了 50%。以创业板为鉴，主板定增发行在冲高回落后预计也将维持稳定，月均发行家数将较注册制前有所增加，保持有序扩容。

图 69：2023 年以来定增项目发行数量（个）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 70：2023 年以来各阶段定增预案过审数量（个）

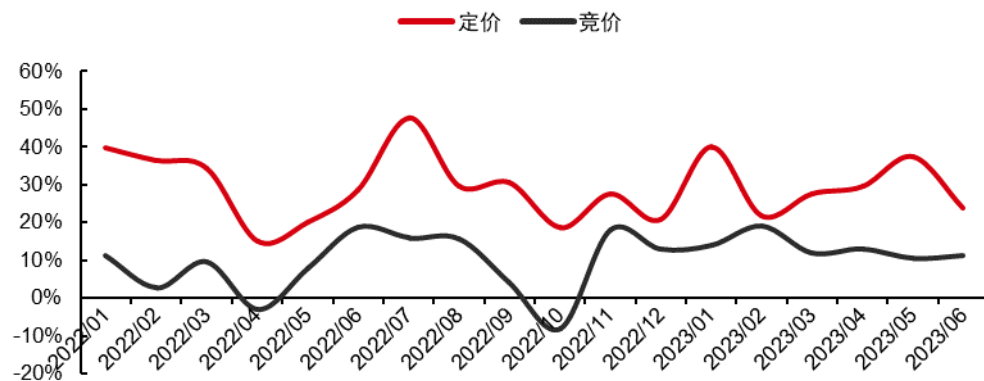


资料来源：Wind，中信证券研究部

定增折价率中枢随项目供给增加有望上移。随着定增标的数量和规模扩容，当市场资金供给相对稳定时，从供需关系角度可预见定增的折扣优势可能更加凸显，定增策略或将具有长期投资价值。随着 IPO 提速，上市公司基数不断扩大，定增项目也会在注册制的引导下更多更快地供给到市场。定增折价率方面，由于再融资规则要求发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%，且竞价定增遵循“价高者得”的原则，折价率波动较小，2023 年竞价定增平均折价率为 13.8%，预计此后竞价定增折价率将维持在 10-15%；而定价定增的发行价格须有公司决议确定，因此折价率可能波动较大。随着

注册制深化落地，定增项目供给增加，从供需关系来看折扣率中枢可能上移，投资者通过定增可能有望获得更高的超额收益。

图 71：定增平均折价率



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

融资政策超预期收紧；资产价格大幅波动；海内外宏观流动性超预期收紧。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有，保留一切权利。