

中信证券研究部

核心观点



刘易
主题策略首席分析师
S1010520090002



田鹏
主题策略分析师
S1010521010003



王涛
主题策略分析师
S1010521060002



王丹
主题策略分析师
S1010521110002

北交所定位于服务创新型中小企业，聚焦“专精特新”。展望 2023 年，随着投资者结构的丰富，北交所流动性将逐步改善，北证优质公司有望迎来估值修复。北证 50 成份指数是首个表征北交所整体表现的指数，涵盖了北交所的优质公司，“专精特新”含量远高于科创 50、创业板指，估值已处于相对低位，投资性价比凸显。

北交所概览：聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业。我国经济进入“新常态”，从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。在此背景下，党中央已经把创新的重要性提升到前所未有的高度，政策上持续鼓励“专精特新”。成立北交所就是我国支持创新型中小企业，推进“科技—产业—金融”高水平循环的重要举措。北交所聚焦“专精特新”，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，契合创新型中小企业“更早、更小、更新”的特点，形成了创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—新三板—交易所市场的全链条服务体系。横向比较而言，北交所“专精特新”含量高，科创板、北交所、创业板、中证 1000 的专精特新“小巨人”占比分别为 44%、36%、20%、11%。开市一年多以来，北交所经历了大幅上涨、充分回调，目前整体估值水平处于历史低位，2021 年 1-7 月、2021 年 8 月-2022 年 3 月、2022 年 4-9 月、2022 年 10-12 月、2023 年 1-3 月，北交所成份股 PE（TTM）中位数分别为 19.5X、25.1X、19.4X、18.3X、17.6X。

北交所展望：流动性持续改善，有望迎来估值修复。第一，在制度层面，北交所逐步完善制度规则，有望提升流动性水平，激发市场活力。第二，就公司回购而言，2022 年 1-4 月、2022 年 5-12 月、2023 年 1-3 月，北交所的月均回购额分别为 0.08、1.25、1.94 亿元；2022 年 12 月，北交所共有 9 家公司发布了股份回购预案，创年度新高，我们预计 2023 年在回购新规及低估值加持下，北交所公司回购仍将保持高位。第三，就募投项目而言，北交所首发募资额 3 亿元以上的公司有 31 家，其中 4 家的募投项目在 2022 年达产，我们预计 11 家的募投项目将于 2023 年达产，有望带动公司业绩高增。展望 2023 年，随着投资者结构逐渐丰富，北交所流动性将逐步改善，北证优质公司有望迎来估值修复。

北证 50 成份指数投资价值分析：“专精特新”含量高，估值已处于相对低位，投资性价比凸显。北证 50 成份指数由北交所规模大、流动性好的 50 只上市公司证券组成，是首个表征北交所整体表现的指数。分行业来看，电力设备、基础化工、医药生物占北证 50 的权重分别为 28.6%、21.7%、14.9%。横向对比来看，第一，北证 50、创业板指、中证 1000、科创 50 当前 PE（TTM）分位数分别为 0%、2.6%、35.3%、37.9%，北证 50 估值水平已处于低位；第二，就 2022-2024 年归母净利润复合增速预测而言，创业板指、北证 50、科创 50、中证 1000 分别为 35.4%、23.2%、22.3%、21.6%，北证 50 业绩有望保持较快增速；第三，北证 50、科创 50、中证 1000、创业板指的专精特新“小巨人”占比分别为 38%、18%、11%、10%。总之，北证 50 汇聚了我国先进制造领域的“专精特新”型中小企业，当下估值已处于相对低位，具备较高的投资性价比。

建议关注工银北证 50 成份指数基金，参与享受我国创新型中小企业的发展红利。工银瑞信北证 50 成份指数证券投资基金（A 类：018112，C 类：018113）将于 2023 年 4 月 10 日至 2023 年 4 月 25 日发售，由赵翔先生担任基金经理。工银北证 50 基金将紧密跟踪北证 50 成份指数，进一步便利投资者分享我国创新型中小企业的发展红利，建议关注。

风险因素：北交所制度规则落地节奏不确定的风险；北交所流动性不足的风险；募投项目实施风险；“专精特新”相关政策不及预期；中小企业经营风险。

目录

北交所概览：聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业	5
北交所设立背景：我国经济进入“新常态”，鼓励创新型中小企业	5
北交所聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业，打造全链条服务体系	7
北交所现状：“专精特新”含量高，已充分回调，估值水平相对较低	9
北交所展望：流动性持续改善，有望迎来估值修复	11
制度建设：融资融券等制度相继推出，市场流动性水平有望改善	11
回购新规加持，预计北交所上市公司回购额仍将保持高位	12
预计 2023 年是北交所上市公司募投项目达产大年，有望带动业绩高增	12
投资者结构逐渐丰富，流动性逐步改善，北交所成分股有望迎来估值修复	13
北证 50 成份指数投资价值分析	14
指数概况：首个表征北交所整体表现的指数	14
北证 50 主要是电力设备、基础化工等行业	15
对比来看，北证 50 估值低，“专精特新”含量高	16
建议关注工银北证 50 成份指数基金等被动指数型基金	16
产品介绍	16
基金经理简介	17
基金管理人简介	17
风险因素	18

插图目录

图 1：预计我国经济将回归“新常态”	5
图 2：2012 年我国劳动年龄人口出现了绝对下降	5
图 3：未来全球新增劳动力主要依靠非洲、印度、东南亚	5
图 4：2012 年后固定资产投资完成额增速连续下降	6
图 5：我国国民总储蓄率呈现下降趋势	6
图 6：中小企业是我国经济实现高质量发展的重要基础	6
图 7：我国创新能力仍有提升空间	6
图 8：我国大力支持中小企业走“专精特新”发展道路	7
图 9：我国直接融资占比偏低	7
图 10：新三板、北交所形成了全链条服务体系	8
图 11：北交所成分股估值水平已经充分回调	9
图 12：北交所代表性个股股价已经充分回调	9
图 13：北证上市公司多属于电力设备等制造业	9
图 14：北证上市公司市值多不足 20 亿元	9
图 15：北证上市公司整体估值水平较低	10
图 16：北交所上市公司专精特新含量高	10
图 17：北交所上市公司市值规模小	10
图 18：北交所上市公司估值水平相对较低	10
图 19：北交所上市公司研发费用占比适中	11
图 20：北交所上市公司 ROE 更高	11
图 21：北交所上市公司毛利率相对更高	11
图 22：北交所上市公司 2022 年营收增速偏低	11
图 23：北交所月度回购金额呈上升趋势	12
图 24：科创板月度回购金额有所上升	12
图 25：北交所上市公司首发募投额分布（家）	13
图 26：2023 年是北交所募投项目达产大年	13
图 27：北交所合格投资者数量持续上升	13
图 28：北交所上市公司平均股东户数不断增加	13
图 29：北证 A 股的公募基金配置比例偏低	14
图 30：北证 A 股换手率仍然偏低	14
图 31：北证 50 成份股主要属于机械设备、电力设备等行业	15
图 32：北证 50 权重最大的 14 家公司占据 62% 权重	15
图 33：北证 50 行业权重主要是电力设备、基础化工、医药生物	15
图 34：当前北证 50 市盈率 TTM 已经低于均值-1STD	15
图 35：当前北证 50 的 PE（TTM）分位数为 0%	16
图 36：北证 50 归母净利润 2022-2024 年复合增速预测为 23%	16
图 37：北证 50 的专精特新“小巨人”占比为 38%	16
图 38：北证 50、科创 50、创业板指走势相关性较强	16

表格目录

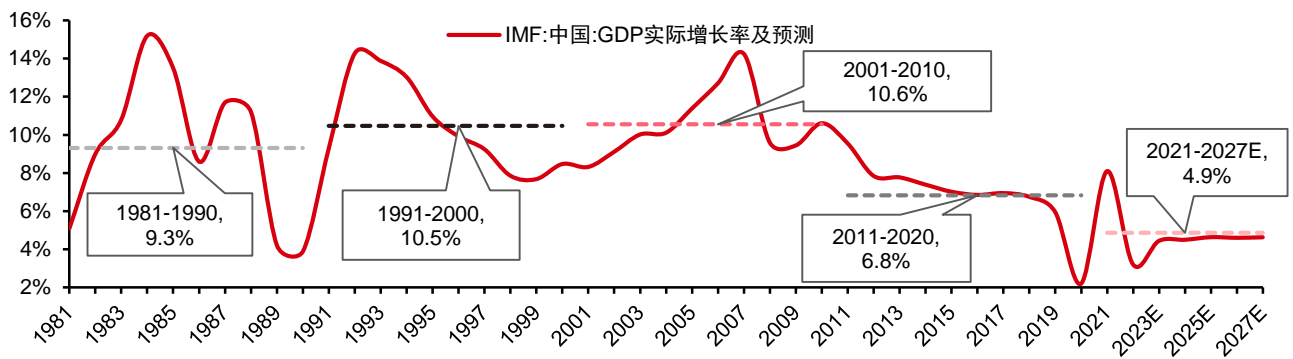
表 1：我国大力支持创新型中小企业发展	6
表 2：北交所、科创板、创业板定位各有侧重	8
表 3：北交所制度建设不断完善	12
表 4：北证 50 成份指数基本信息	14
表 5：北证 50 成份指数对北交所具备良好的代表性	15
表 6：工银北证 50 成份指数基金	17

■ 北交所概览：聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业

北交所设立背景：我国经济进入“新常态”，鼓励创新型中小企业

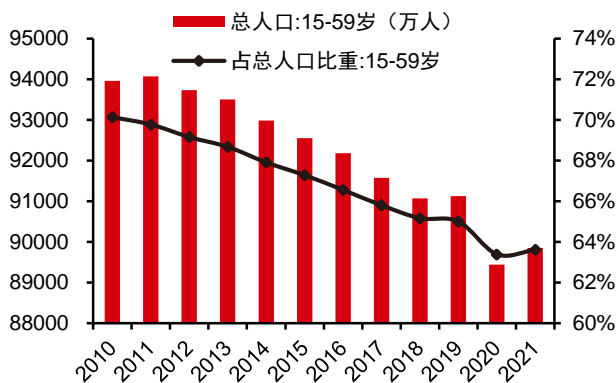
经济背景：2014 年我国经济进入“新常态”，经济发展动力从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。改革开放以来，（根据 IMF 预测值，我们计算）在 1981-1990 年、1991-2000 年、2001-2010 年、2011-2020 年、2021-2027 年，我国 GDP 实际增长率的均值分别为 9.3%、10.5%、10.6%、6.8%、4.9%。正如习近平总书记 2014 年的论断，我国经济发展进入“新常态”。展望 2023 年，预计我国经济将继续沿着“新常态”路径发展，经济发展动力从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。第一，2012 年我国 15-59 岁劳动年龄人口在相当长时期里第一次出现了绝对下降，我国开始进入刘易斯拐点阶段，人口红利消退；根据联合国 2022 年的预测，未来全球新增劳动力主要依靠非洲、印度、东南亚，我国劳动力成本优势不复过往。第二，2013 年后投资和资本积累对我国经济增长的拉动力也逐步减弱，IMF2022 年预测我国国民总储蓄率也将处于长期下行趋势。因此，就长期趋势而言，我国传统的要素优势逐渐弱化，而科技创新的作用越发重要。

图 1：预计我国经济将回归“新常态”



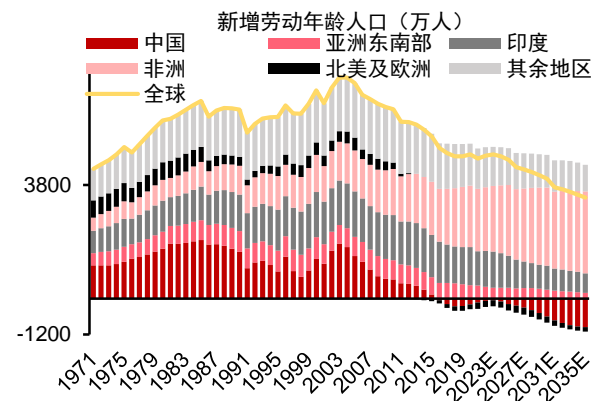
资料来源：IMF（含预测），中信证券研究部

图 2：2012 年我国劳动年龄人口出现了绝对下降



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

图 3：未来全球新增劳动力主要依靠非洲、印度、东南亚



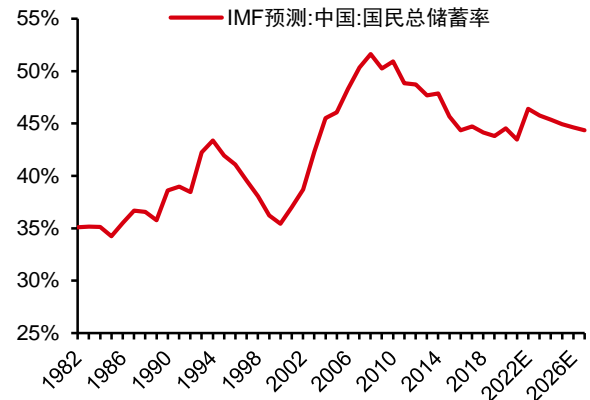
资料来源：联合国（含预测），中信证券研究部

图 4：2012 年后固定资产投资完成额增速连续下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

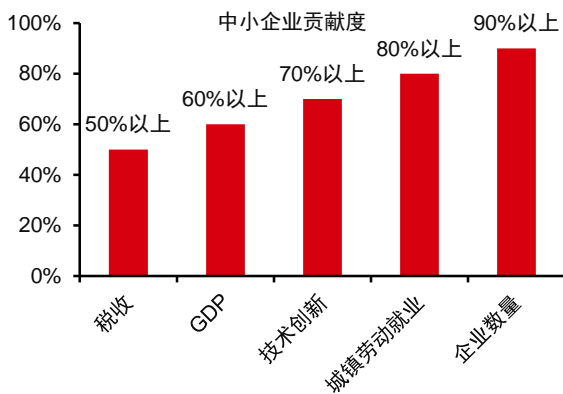
图 5：我国国民总储蓄率呈现下降趋势



资料来源：IMF（含预测），中信证券研究部

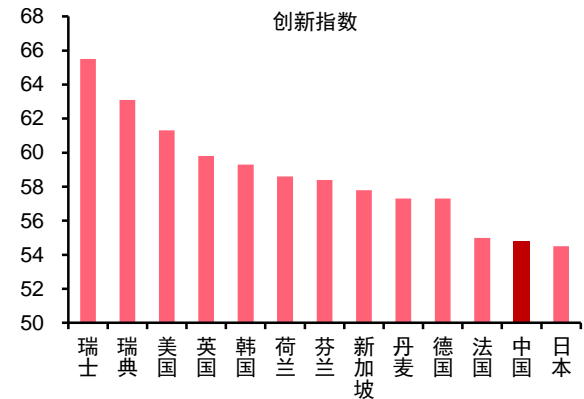
政策逻辑：富有竞争力的企业是高质量发展的微观基础，我国鼓励“专精特新”，大力支持创新型中小企业发展。根据中国政府网 2019 年的数据，我国中小企业贡献了全国 60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇劳动就业。我国数量庞大的中小企业活力强，但存在市场竞争力弱、升级能力不足的现象。因此，随着“十四五”时期我国进入高质量发展阶段，党中央已经把创新的重要性提升到前所未有的高度。为了提升科技创新能力、实现产业转型升级，我国推出了一系列产业政策与发展规划，支持科技创新型企业、尤其是“专精特新”中小企业的发展。

图 6：中小企业是我国经济实现高质量发展的重要基础



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

图 7：我国创新能力仍有提升空间



资料来源：《Global Innovation Index 2021》(WIPO, 2021 年)，中信证券研究部

表 1：我国大力支持创新型中小企业发展

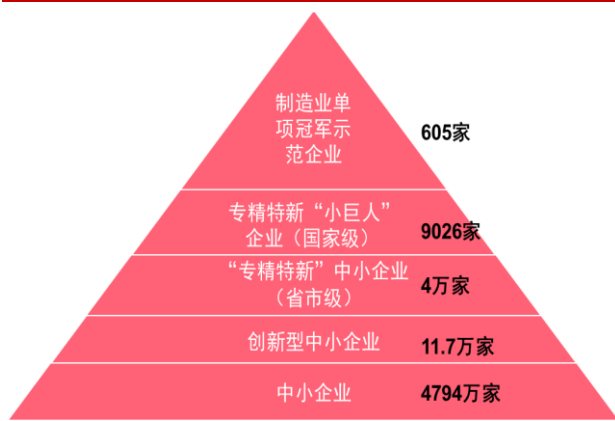
规划与政策	时间	详情
工信部《“十二五”中小企业成长规划》	2011 年 9 月	将“专精特新”发展方向作为中小企业转型升级、转变发展方式的重要途径，形成一批小而优、小而强的企业，推动中小企业和大企业协调发展。
国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》	2012 年 4 月	鼓励小型微型企业发展现代服务业、战略性新兴产业、现代农业和文化产业，走“专精特新”和与大企业协作配套发展的道路。
中国制造 2025	2015 年 9 月	深入推进制造业结构调整：推动传统产业向中高端迈进，促进大中小企业协调发展，发展一批主营业务突出、竞争力强、成长性好、专注于细分市场的专业化“小巨人”企业，支持中小企业走出去和引

规划与政策	时间	详情
		进来，引导大企业与中小企业通过专业分工、订单生产等多种方式协作。
《二十国集团新工业革命行动计划》	2016年9月	鼓励中小企业和初创企业参与新工业革命，发挥其作为新工业革命主要驱动力的创新能力。为中小企业获得发展数字化运营的信息和资源提供便利。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016年11月	进一步发展壮大新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源、节能环保等战略性新兴产业。 加大对科技型中小企业创新支持，落实研发费用加计扣除等税收优惠政策，引导企业加大研发投入。
《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年3月	提升产业链供应链现代化水平：立足产业规模优势、配套优势和部分领域先发优势，从符合未来产业变革方向的整机产品入手打造战略性全局性产业链； 推动中小企业提升专业化优势，培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业。
政治局会议	2021年7月	要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业。
北京证券交易所	2021年9月	国家主席习近平指出： 将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。 证监会：与沪深交易所相比，北交所的服务对象更早、更小、更新，同时将构建新三板基础层、创新层到北交所层层递进的市场结构。

资料来源：新华网、中国政府网，中信证券研究部

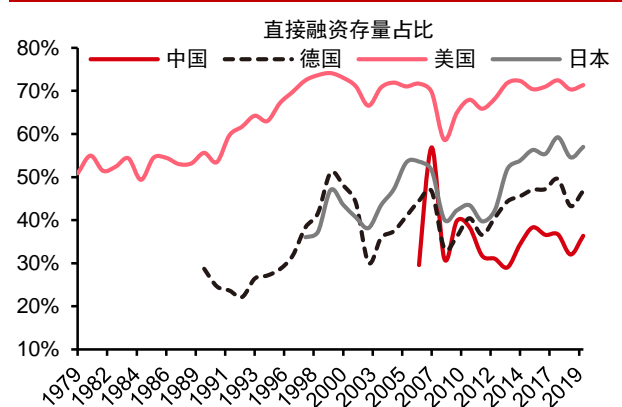
创新型中小企业面临融资难、融资贵等问题，推动产业转型升级与提升直接融资占比是一体两面的长期趋势。创新型中小企业发展技术路线尚未定型，盈利模式尚未稳定，往往具有规模小、轻资产、高成长性、高风险等特点，在融资特别是贷款融资时面临诸多困难，尤其需要资本市场的支持。因此，发展创新型中小企业、推动产业转型升级，与深化金融供给侧改革、提升直接融资占比是一体两面的，是我国推进经济转型、实现共同富裕过程中不可逆转的长期发展趋势。就存量融资结构而言，与发达经济体相比，我国直接融资尤其是股权融资占比仍然较低。我们测算，截至2019年底，美国直接融资占比约为71.4%，日本、德国、中国分别为57.0%、46.8%、36.3%。总之，成立北交所就是我国继续支持中小企业创新发展，实现“科技—产业—金融”高水平循环的重要举措。

图 8：我国大力支持中小企业走“专精特新”发展道路



资料来源：工信部，中信证券研究部，中小企业数量为2018年底数据

图 9：我国直接融资占比偏低



资料来源：BIS、世界银行，中信证券研究部，直接融资存量占比=（股票市值总和+非金融企业债券存量）/（股票市值总和+非金融企业债券存量+非金融企业信贷存量）

北交所聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业，打造全链条服务体系

北交所聚焦“专精特新”，服务创新型中小企业。北交所与上交所、深交所错位发展，进一步完善了我国的多层次资本市场。上交所和深交所的主板主要面向大型企业的融资需求；科创板主要服务科技创新型企业，聚焦“硬科技”，面向世界科技前沿与国家重大需

求；创业板主要面向成长型创新创业企业，定位“三创”、“四新”，即企业符合“创新、创造、创意”的大趋势，或者是传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”深度融合；北交所将面向创新型中小企业，聚焦“专精特新”中小企业；新三板的创新层、基础层则面向中小微型企业。

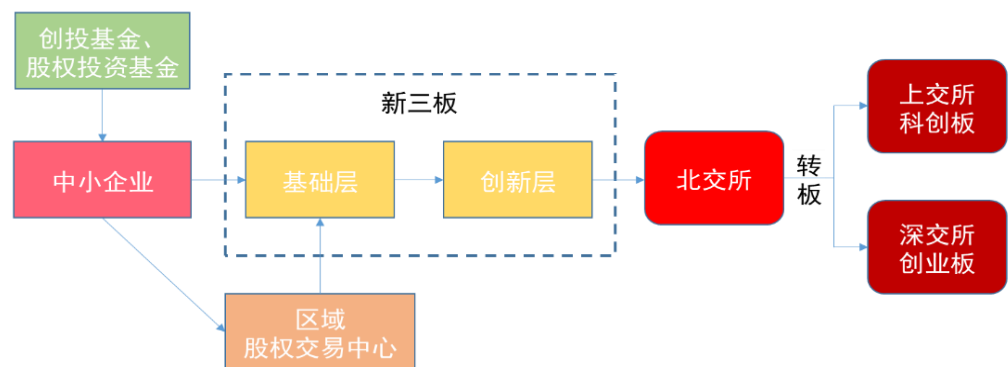
表 2：北交所、科创板、创业板定位各有侧重

	创业板	科创板	北交所
基本定位	成长型创新创业企业	硬科技企业	创新型中小企业，聚焦“专精特新”
支持行业	创业板定位于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，并支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	高新技术产业和战略性新兴产业： (一) 新一代信息技术领域、(二) 高端装备领域、(三) 新材料领域、(四) 新能源领域、(五) 节能环保领域、(六) 生物医药领域、(七) 符合科创板定位的其他领域。	深入贯彻创新驱动发展战略，聚焦实体经济，主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。
限制行业	(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。	限制金融科技、模式创新企业在科创板上市；禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。	——

资料来源：证监会、深交所、上交所、北交所官网，中信证券研究部

打造全链条服务体系，提升对创新型中小企业的包容性。北交所是深化新三板改革的重要举措，在新三板连续挂牌满 12 个月创新层挂牌公司，满足北交所上市条件后可申请至北交所上市，而符合条件的北交所上市公司亦可申请转板至上交所科创板或深交所创业板。截至 2023 年 4 月 7 日，北交所、创业板、科创板上市公司市值中位数为 8、44、68 亿元，这凸显了北交所服务创新型中小企业的市场定位。北交所的服务对象“更早、更小、更新”，在制度层面也更为包容、灵活。因此，北交所有利于打造支持中小企业持续成长的市场服务体系，形成创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—新三板—交易所市场的全链条服务体系，持续支持中小企业科技创新，促进了科技和创新资本融合。

图 10：新三板、北交所形成了全链条服务体系

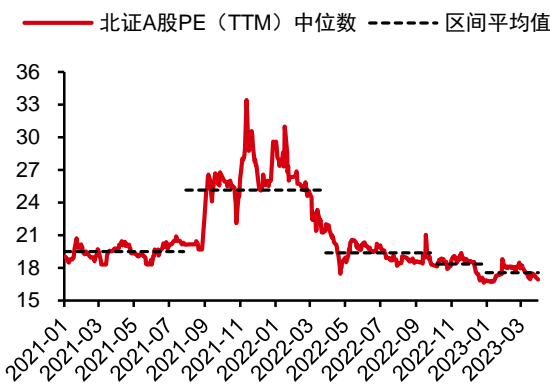


资料来源：证监会官网，中信证券研究部

北交所现状：“专精特新”含量高，已充分回调

北交所开市一周年以来，成分股经历了大幅上涨、充分回调，目前整体估值水平处于历史低位。横向来看，北交所聚焦“专精特新”，北证 50 与科创 50、创业板指等成长板块相关性较强，2022 年以来均已经历了较大幅度的回调。北交所成分股 PE (TTM) 中位数 2021 年 1-7 月、2021 年 8 月-2022 年 3 月、2022 年 4-9 月、2022 年 10-12 月、2023 年 1-3 月分别为 19.5X、25.1X、19.4X、18.3X、17.6X，目前已经处于相对较低水平。具体而言，贝特瑞、吉林碳谷、连城数控等北交所的代表性个股股价均已回调接近北交所设立（2021 年 9 月 3 日）之前的水平。

图 11：北交所成分股估值水平已经充分回调



资料来源：Wind，中信证券研究部

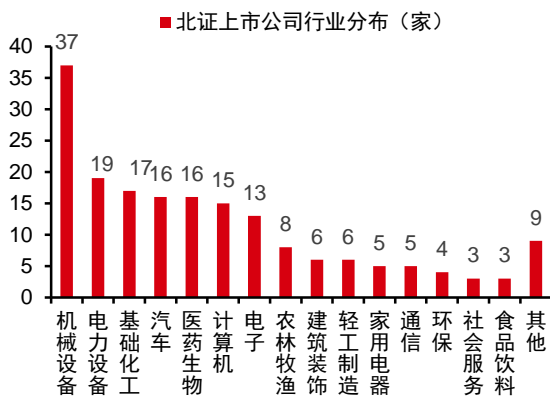
图 12：北交所代表性个股股价已经充分回调



资料来源：Wind，中信证券研究部

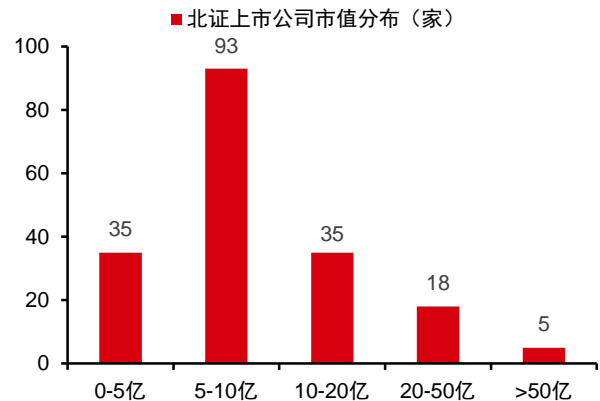
北交所上市公司市值大多不足 20 亿元，主要分布于机械设备、电力设备、医药生物、计算机等行业。截至 2023 年 4 月 7 日，北交所共有 186 家上市公司，具有如下特征：第一，多属于机械设备、电力设备、基础化工、汽车、医药生物、计算机等行业，符合重点支持的先进制造业、现代服务业领域；第二，上市公司市值规模大多不足 20 亿元，其中 128 家不足 10 亿元；第三，整体估值水平较低，其中 120 家公司 PE (TTM) 不足 20 倍。

图 13：北证上市公司多属于电力设备等制造业



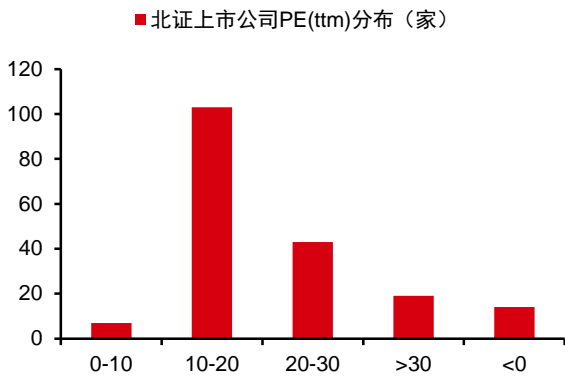
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

图 14：北证上市公司市值多不足 20 亿元



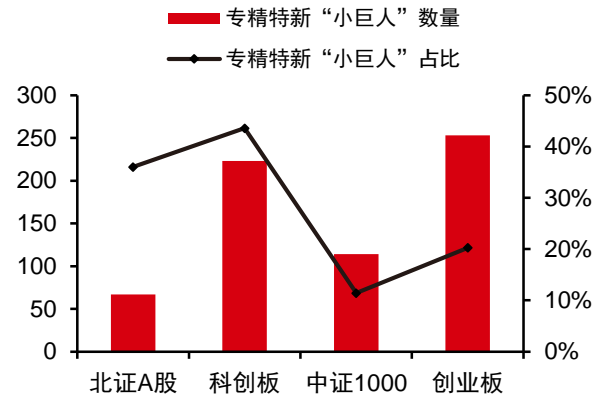
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

图 15：北证上市公司整体估值水平较低



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

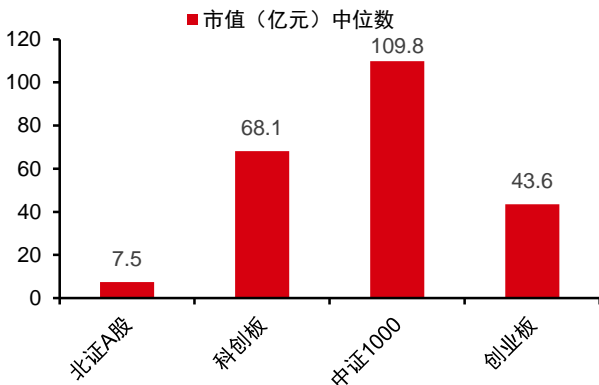
图 16：北交所上市公司专精特新含量高



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

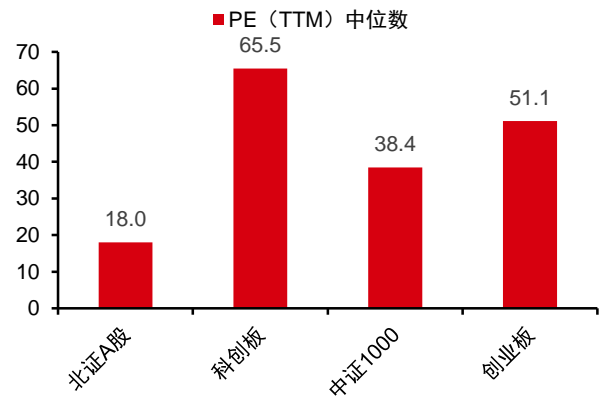
北交所上市公司专精特新含量高，多是小市值公司。第一，专精特新含量：科创板、北交所、创业板、中证 1000 的专精特新“小巨人”占比分别为 44%、36%、20%、11%。第二，北交所上市公司多为小市值公司，截至 2023 年 4 月 7 日（下同），北交所、创业板、科创板、中证 1000 市值中位数分别为 8、44、68、110 亿元。第三，整体估值水平：北交所、中证 1000、创业板、科创板 PE (TTM) 中位数分别为 18、38、51、66。第四，盈利能力：北交所、中证 1000、科创板、创业板 ROE (TTM) 中位值分别为 11.5%、8.4%、7.3%、6.4%；科创板、北交所、创业板、中证 1000 毛利率 (TTM) 中位值分别为 42%、31%、28%、26%。

图 17：北交所上市公司市值规模小



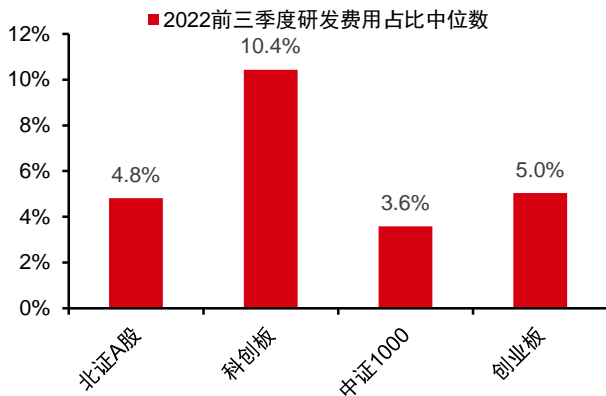
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

图 18：北交所上市公司估值水平相对较低



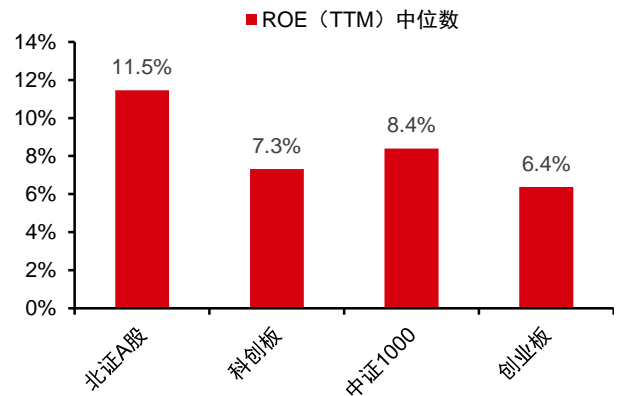
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2023 年 4 月 7 日

图 19：北交所上市公司研发费用占比适中



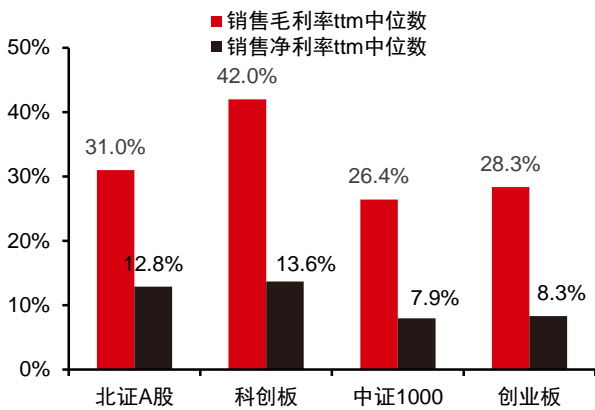
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：北交所上市公司 ROE 更高



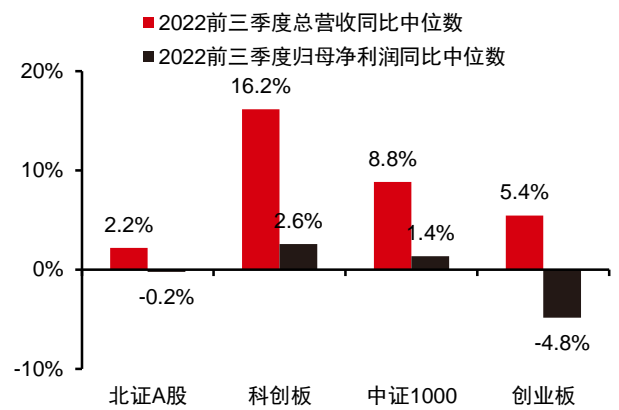
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 9 月 30 日

图 21：北交所上市公司毛利率相对更高



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 9 月 30 日

图 22：北交所上市公司 2022 年营收增速偏低



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 北交所展望：流动性持续改善，有望迎来估值修复

制度建设：融资融券等制度相继推出，市场流动性水平有望改善

北交所在制度层面逐步完善，有望提升市场流动性水平，激发市场活力。

(1) **北证 50 指数正式上线**。2022 年 11 月 21 日，北京证券交易所的首只指数北证 50 指数方案正式上线。北证 50 指数兼具代表性与成长性，将满足投资者指数化投资需求。

(2) **降低费率**。自 2022 年 12 月 1 日起，北交所股票交易经手费标准由按成交金额的 0.5% 双边收取下调至按成交金额的 0.25% 双边收取，降幅 50%。这将进一步激发市场活力。

(3) **启动两融交易**。2023 年 2 月 13 日，北交所正式启动融资融券业务，在规则方面与沪深市场融资融券业务总体保持一致，且根据自身市场特点做出适应性安排。对北交所而言，融资融券有望提升市场流动性水平，完善多元化交易机制，提升定价效率。

(4) 启动做市交易业务。2023 年 3 月 20 日，北交所正式启动股票做市交易业务。北交所在竞价交易的基础上引入做市商交易，有助于改进交易定价功能，活跃市场交易。

表 3：北交所制度建设不断完善

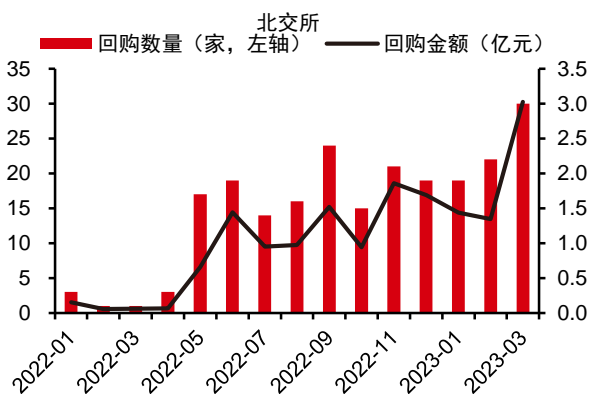
时间	事件	时间	事件
2021 年 9 月 2 日	宣布设立北交所	2022 年 7 月 15 日	第二批 3 只北交所主题公募基金公开发售
2021 年 10 月 30 日	证监会发布北京证券交易所主要制度规则及新三板转板规则，北交所发布上市基本业务规则	2022 年 9 月 2 日	《指数管理细则》发布
2021 年 11 月 15 日	北交所开市	2022 年 11 月 21 日	北交所首只指数北证 50 指数正式上线
2021 年 11 月 19 日	首批 8 只北交所主题公募基金公开发售	2022 年 12 月 1 日	北交所股票交易经手费下降 50%
2022 年 1 月 7 日	《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》发布	2023 年 2 月 13 日	北交所正式启动融资融券业务
2022 年 3 月 4 日	沪深交易所发布北交所上市公司转板规则	2023 年 3 月 20 日	北交所正式启动股票做市交易业务

资料来源：证监会、北交所官网，中信证券研究部

回购新规加持，预计北交所上市公司回购额仍将保持高位

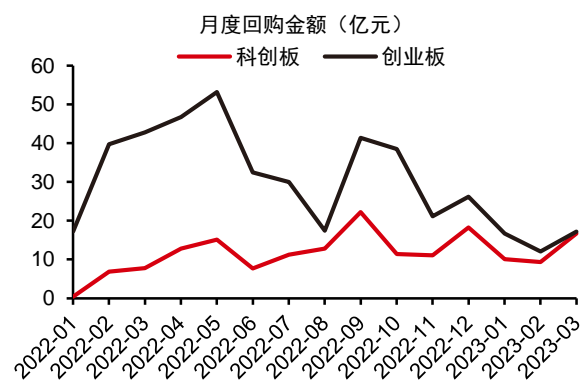
北交所上市公司回购热情升高，有利于带动估值修复。证监会 2022 年 10 月发布《上市公司股份回购规则》修订公告，共涉及 4 个方面的优化：其一，优化回购条件，调整股价波动限制要求；其二，放宽回购实施条件，缩短新上市公司可回购时间限制；其三，缩短回购和增持的窗口期；其四，明确回购与再融资交叉时的限制区间。随着股价回调及回购新规加持，北交所上市公司年内回购数量和金额呈现上升趋势：2022 年 1-4 月，北交所月均回购额为 0.08 亿元；5 月后由于估值走低，公司整体回购热情较高，2022 年 5-12 月的月均回购额上升至 1.25 亿元；2023 年 1-3 月月均回购额则上升至 1.94 亿元。2022 年 12 月，北交所共有 9 家公司发布了股份回购预案，创 2022 年新高。我们预计 2023 年北交所上市公司回购额仍将保持高位，有利于带动北证 A 股估值修复。

图 23：北交所月度回购金额呈上升趋势



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 24：科创板月度回购金额有所上升

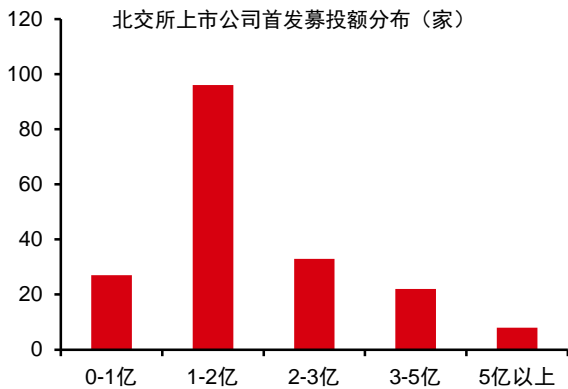


资料来源：Choice，中信证券研究部

预计 2023 年是北交所上市公司募投项目达产大年，有望带动业绩高增

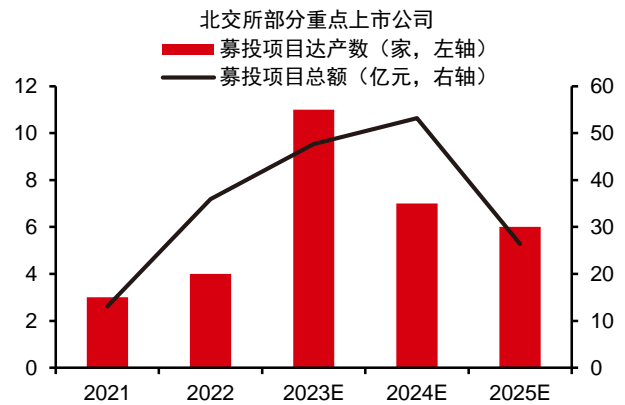
预计 2023 年是北交所上市公司募投项目达产大年，有望推动公司业绩增长。截至 2023 年 4 月 7 日，北交所上市公司总计达 186 家，首发募资总额为 374 亿元，平均首发募资额为 2 亿元。北交所首发募资额 3 亿元以上的上市公司达 31 家，其中 4 家的募投项目在 2022 年达产，我们预计 11 家的募投项目将于 2023 年达产。北交所上市公司专精特新“小巨人”占比达 36%，多为细分龙头，募投项目的达产有望推动其快速成长，带动业绩保持高增。

图 25：北交所上市公司首发募投额分布（家）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 26：2023 年是北交所募投项目达产大年

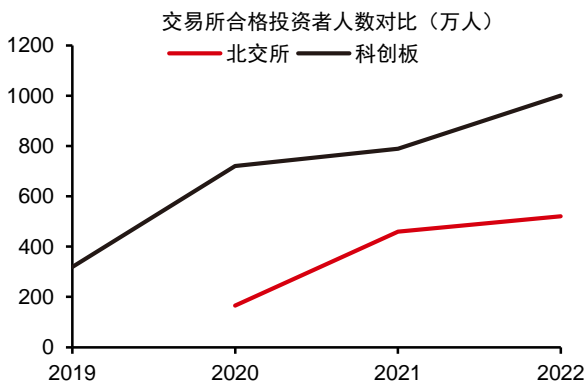


资料来源：各公司招股书（含计划；转引自 Choice），中信证券研究部，北交所重点公司指首发募资额达到 3 亿元以上的公司

投资者结构逐渐丰富，流动性逐步改善，北交所成分股有望迎来估值修复

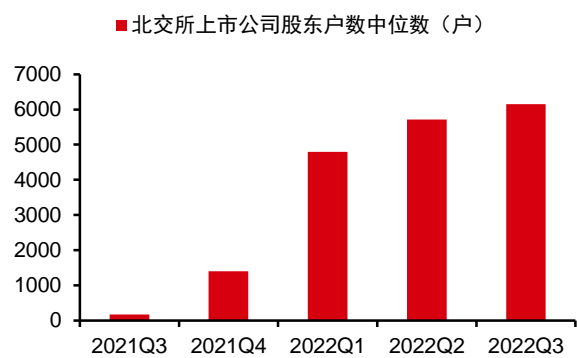
投资者结构逐渐丰富，合格投资者数量仍有大幅提升空间。2020 年末新三板合格投资者数量为 165.8 万户，北交所在承接原有新三板投资者基础上不断吸引新增投资者，2022 年底北交所合格投资者数量接约 520 万户。北交所上市公司股东户数的中位数也从 2021Q4 的 1395 户上升到了 2022Q3 的 6148 户。北交所投资者结构也在不断优化，根据华夏时报的数据，580 余只公募基金已经布局北交所，社保基金、保险资金、QFII/RQFII 也均已入市。2022 年 11 月 21 日，北交所首只指数“北证 50 成份指数”上线，跟踪北证 50 的指数基金也在持续扩容。

图 27：北交所合格投资者数量持续上升



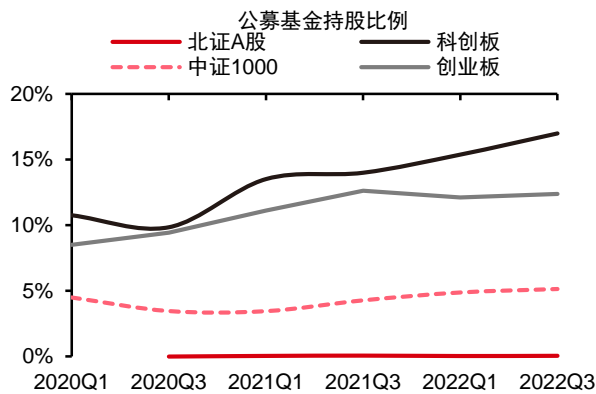
资料来源：中国政府网，证券日报，第一财经，中信证券研究部

图 28：北交所上市公司平均股东户数不断增加



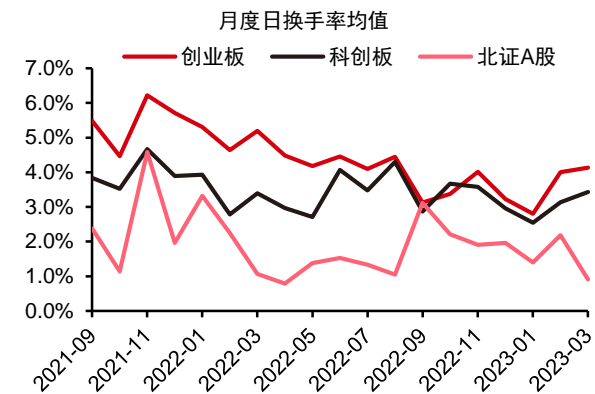
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：北证 A 股的公募基金配置比例偏低



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：北证 A 股换手率仍然偏低



资料来源：Wind，中信证券研究部

随着流动性改善，北交所成分股有望迎来估值修复。2022 年以来，北交所成分股均经历了较大幅度的回调，目前北证 50 的 PE (TTM) 为 17.3 倍，处于自下而上 0%分位数，相对估值水平偏低。相较于科创板、创业板，目前北证 A 股的换手率仍然处于较低水平。北证 A 股的公募基金配置比例仍然偏低，目前北交所主题基金、跟踪北证 50 的被动指数型基金仍在持续扩容，预计公募基金对于北交所的配置将会持续上升。我们预计，未来随着制度层面进一步完善，投资者结构不断丰富，以及募投项目如期达产带动业绩增长，北交所流动性有望持续改善，北交所的优质公司有望迎来估值修复。

北证 50 成份指数投资价值分析

指数概况：首个表征北交所整体表现的指数

北证 50 成份指数 (899050.BJ，简称北证 50)，由北交所规模大、流动性好的最具市场代表性的 50 只上市公司证券组成，是首个表征北交所整体表现的指数。北证 50 于 2022 年 11 月 21 日正式发布，基日为 2022 年 4 月 29 日，基点为 1000 点。(2) 推出融资融券交易制度。

表 4：北证 50 成份指数基本信息

项目	介绍
样本空间	由在审核截止日同时满足以下条件的北交所上市公司证券组成： <ul style="list-style-type: none"> 上市时间超过 6 个月，上市以来日均总市值排名在北交所市场前 5 名且发行总市值超过 100 亿元的除外； 待北交所上市满 12 个月的上市公司证券数量达 200 只至 300 只后，上市时间调整为超过 12 个月； 非退市风险警示及其他风险警示类上市公司证券。
选择方法	按照以下方法选择经营状况良好、无违法违规事件、财务报告无重大问题、价格无明显异常波动或市场操纵的上市公司证券： <ul style="list-style-type: none"> 对样本空间内的证券按照过去六个月的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20%的证券； 对剩余证券按照过去六个月的日均总市值由高到低排名，选取排名前 50 的证券，构成最新一期北证 50 指数样本。
指数权重	自由流通市值加权，权重因子介于 0 和 1 之间，单个样本权重不超过 10%，前五大样本权重合计不超过 40%。
样本调整	<ul style="list-style-type: none"> 依据样本稳定性和动态跟踪相结合的原则，每季度审核一次样本，并根据审核结果调整指数样本。样本定期调整的参考依据为六个月日均数据。 为有效降低指数样本周转率，北证 50 指数样本每次调整数量比例一般不超过 10%，采用缓冲区规则，排名在前 40 名的候选新样本优先进入指数，排名在前 60 名的老样本优先保留。 为提高指数样本临时调整的可预期性和透明性，北证 50 指数设置备选名单，用于样本定期调整之间发生的临时调整。备选名单中证券数量一般为指数样本数量的 10%。当备选名单中证券数量使用过半时，将及时补充并公告新的备选名单。

资料来源：北交所官网，中信证券研究部

截至 2022 年 9 月 30 日，北证 50 成份股营收、归母净利润、市值分别为 496、51、1284 亿元，分别占北证 A 股比重达 69%、76%、52%。因此，北证 50 成份指数作为首个表征北交所整体表现的指数，具备良好的代表性，基本涵盖了在北交所上市的优质公司。

表 5：北证 50 成份指数对北交所具备良好的代表性

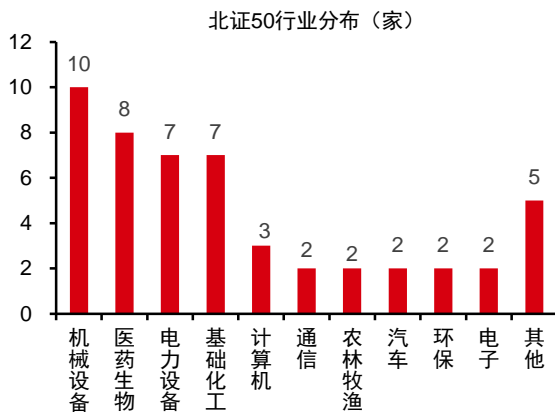
板块	营业总收入（亿元）	归母净利润（亿元）	市值（亿元）
北证 A 股	718.4	67.0	2467.7
北证 50	495.8	50.8	1283.7
北证 50 占北证 A 股比重	69.0%	75.8%	52.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部，营业总收入、归母净利润数据截至 2022 年 9 月 30 日，市值数据截至 2023 年 4 月 7 日

北证 50 主要是电力设备、基础化工等行业

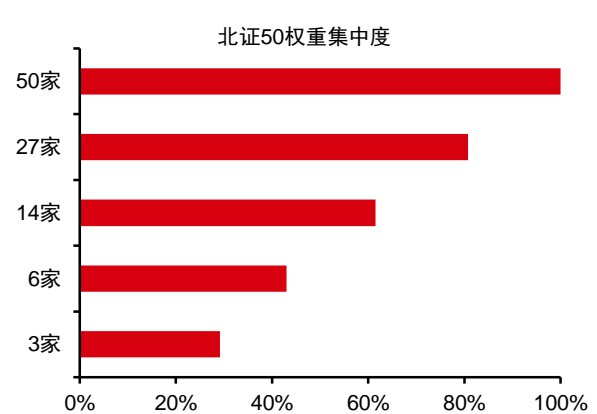
北证 50 成份股主要分布在机械设备、医药生物、电力设备、基础化工等成长制造业，权重最大的 14 家公司占据了其 62% 的权重。分行业来看，电力设备、基础化工、医药生物占北证 50 的权重分别为 28.6%、21.7%、14.9%。当前，北证 50 市盈率为 17.3 倍，处于均值减 1 倍标准差以下，具有较高的安全边际。

图 31：北证 50 成份股主要属于机械设备、电力设备等行业



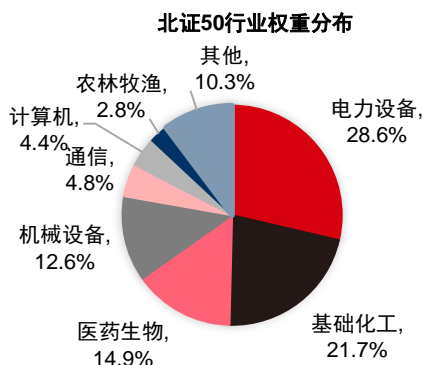
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：北证 50 权重最大的 14 家公司占据 62% 权重



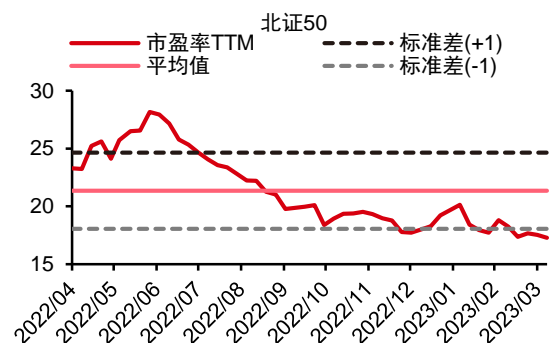
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：北证 50 行业权重主要是电力设备、基础化工、医药生物



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：当前北证 50 市盈率 TTM 已经低于均值-1STD

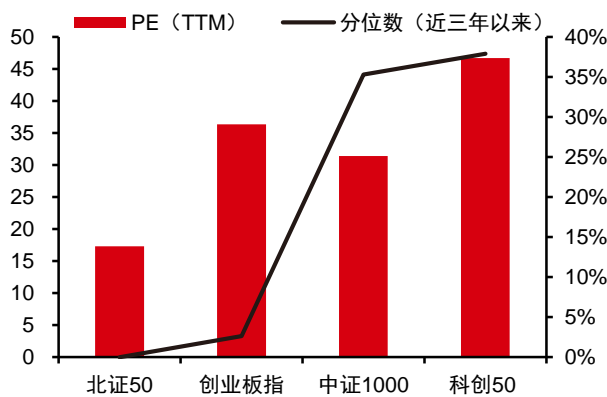


资料来源：Wind，中信证券研究部

对比来看，北证 50 估值低，“专精特新”含量高

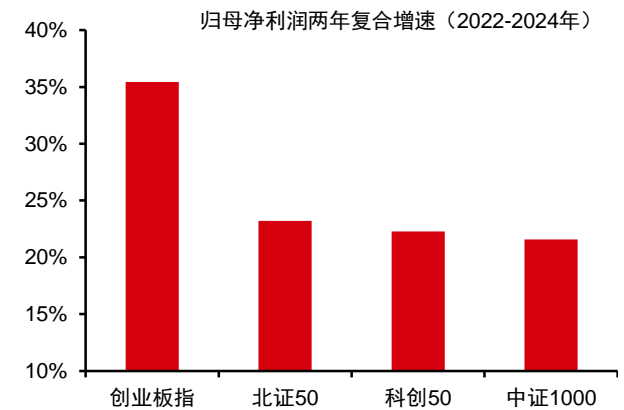
第一，就估值而言，北证 50、创业板指、中证 1000、科创 50 当前 PE (TTM) 分位数分别为 0%、2.6%、35.3%、37.9%，北证 50 绝对估值和相对估值水平均已处于低位。第二，就 2022-2024 年归母净利润复合增速预测而言，创业板指、北证 50、科创 50、中证 1000 分别为 35.4%、23.2%、22.3%、21.6%，北证 50 业绩有望保持较快增速。第三，就专精特新含量而言，北证 50、科创 50、中证 1000、创业板指的专精特新“小巨人”占比分别为 38%、18%、11%、10%。

图 35：当前北证 50 的 PE (TTM) 分位数为 0%



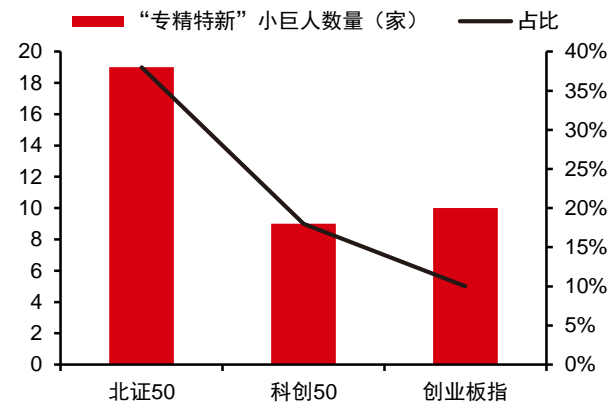
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：北证 50 归母净利润 2022-2024 年复合增速预测为 23%



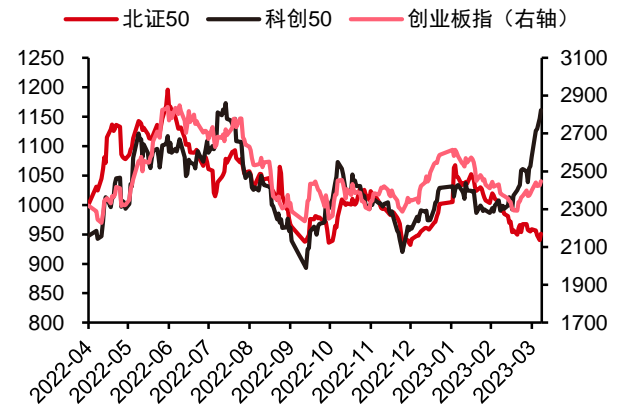
资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

图 37：北证 50 的专精特新“小巨人”占比为 38%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：北证 50、科创 50、创业板指走势相关性较强



资料来源：Wind，中信证券研究部

建议关注工银北证 50 成份指数基金等被动指数型基金

产品介绍

工银瑞信北证 50 成份指数证券投资基金（A 类份额：018112，C 类份额：018113）将于 2023 年 4 月 10 日至 2023 年 4 月 25 日发售；基金管理费为 0.5%/年，托管费为 0.1%/

年，拟任赵栩先生为基金经理。本基金将紧密跟踪北证 50 成份指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，力争实现与标的指数表现相一致的长期投资收益。工银北证 50 成份指数基金，将会进一步便利公众参与享受我国创新型中小企业的发展红利。

表 6：工银北证 50 成份指数基金

基金简称	工银北证 50 成份指数	基金全称	工银瑞信北证 50 成份指数证券投资基金
A 类代码	018112	C 类代码	018113
基金经理	赵栩	发售日期	2023 年 4 月 10 日起至 2023 年 4 月 25 日
管理费率	0.50%/年	托管费率	0.10%/年
基金管理人	工银瑞信基金管理有限公司	基金托管人	北京银行股份有限公司
比较基准	北证 50 成份指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率（税后）*5%		
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，力争实现与标的指数表现一致的长期投资收益。		
投资比例	基金投资于标的指数成份股及其备选成份股的资产不低于基金资产净值的 90%，且不低于非现金基金资产的 80%。		
认购费率	金额<100 万元	0.8%	
	100 万元<=金额<300 万元	0.6%	
	300 万元<=金额<500 万元	0.4%	
申购费率(前收费)	500 万元<=金额	1000 元/笔	
	金额<100 万元	1.0%	
	100 万元<=金额<300 万元	0.8%	
赎回费率	300 万元<=金额<500 万元	0.6%	
	500 万元<=金额	1000 元/笔	
赎回费率	持有期<7 天	1.5%	
	持有期>=7 天	0%	

资料来源：Wind，中信证券研究部

基金经理简介

赵栩先生，15 年证券从业经验。2008 年加入工银瑞信，曾任风险管理部金融工程分析师，现任指数投资中心副总经理、投资总监、基金经理，并担任工银上证 50、工银深证 100、工银中证 500 等十余只基金的基金经理，总管理规模达 134 亿元（截至 2023 年 3 月 31 日），具有丰富的管理经验。

基金管理人简介

工银瑞信基金管理有限公司是由中国工商银行绝对控股、独立运营的基金公司，工商银行拥有 80% 股权，瑞士信贷拥有 20% 股权。自 2005 年 6 月成立以来，工银瑞信坚持“以稳健的投资管理，为客户提供卓越的理财服务”为使命，依托强大的股东背景稳健的经营理念、科学的投研体系、严密的风控机制和资深的管理团队，坚持“稳健投资、价值投资、长期投资、绿色投资、责任投资”，致力于为广大投资者提供一流的投资管理服务。工银瑞信投研团队由资深基金经理和研究员组成，投研人员 198 人，投资人员平均拥有 12.7 年的从业经验。截至 2022 年 12 月 31 日，工银瑞信(含子公司)旗下管理 227 只公募基金和多个年金、私募资产管理计划，资产管理总规模 1.72 万亿元，养老金管理规模居行业领先。

■ 风险因素

北交所制度规则落地节奏不确定的风险：目前北交所仍在持续推进制度建设，但是部分规则的落地仍然存在不确定性，这对于北交所流动性改善存在着重要影响。

流动性不足的风险：北交所投资门槛相对较高，开通账户的合格投资者数量仍然偏少，并且大部分北交所上市公司规模较小，股权较为集中，因此可能存在流动性不足的风险。

募投项目实施风险：北交所多数上市公司正在开展募投项目，由于项目建设周期较长，存在诸多不确定性。如果后续新增产能无法快速实现有效产出和批量销售，也可能对公司未来几年的业绩产生不利影响。

“专精特新”相关政策不及预期：北交所聚焦“专精特新”，如果我国“专精特新”相关支持政策的力度、持续性不及预期，可能会导致相关公司的成长不及预期。

中小企业经营风险：北交所上市公司多为创新型中小企业，可能存在规模偏小、产品单一、议价能力不足、过度依赖大客户等特点，抗风险能力较弱，且部分创新型中小企业可能尚处于初期发展阶段，盈利能力、现金流均具有一定的不确定性。

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述任何观点的背书。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。

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。