

提质防风险，严把“出入”关

——对新“国九条”及政策体系的解读

证券分析师：彭文玉
胡巧云

A0230517080001
A0230520080005

研究支持：朱敏

A0230122050005

联系人：朱敏

2024.04.15



并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **事件：**2024年4月12日，继2004年、2014年两个“国九条”后，时隔十年我国发布第三个资本市场“国九条”，新“国九条”**以强监管、防风险、促高质量发展为主线**，不仅勾勒了未来5年、2035年、本世纪中叶的发展目标，层层递进，也以目标导向、问题导向出发，**从发行上市、持续监管、退市监管、证券基金机构监管、交易监管、推动中长期资金入市等维度做出总体安排，并会同证监会与三大交易所共同形成“1+N”政策体系，于同日发布。**这些制度也是对2024年3月15日证监会集中发布的《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等四项政策文件所提后续事项的落实。
- **从源头提高上市公司质量：压实各方责任，强化现场督导、防治“带病申报”。**压实发行人及“关键少数”责任，尤其是信息披露质量；强化中介机构对资金流水、客户、供应商等方面的核查义务，将存在1年内累计两次不予受理情形的保荐人申报间隔期由3个月延长至6个月；增加针对“一查即撤”“一督即撤”情形，设置6个月的申报间隔期；拓展现场督导适用范围，将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20%，提高问题导向现场检查和交易所现场督导的整体比例至不低于三分之一。**截止今年4月12日，A股正常排队IPO企业合计609家(沪深499家)，为2023年1月以来的最低水平，2023年8月以来，累计有227家待审IPO主动终止（沪深177家），新规后，预期“带病闯关”的企业将进一步减少。**

- **提高主板和创业板上市财务指标，提高科创属性标准，促进不同板块的差异化定位和协同发展。**为健全完善多层次资本市场体系，引导分流企业到合适的板块，沪深上市规则：提高了主板第一、二套上市标准的净利润、现金流、收入等指标；提高了主板第三套上市标准的预计市值、收入等指标；提高了创业板第一套上市标准的净利润指标；提高了创业板第二套上市标准的预计市值、收入等指标。**以本次征求意见稿新上市条件为标准，回溯全面注册制以来已发行的注册制主板、创业板新股：有79%的主板新股、98%的创业板新股符合新版上市条件。统计截至2024年4月12日的排队IPO项目中，暂未过会的注册制主板、创业板排队企业，分别有76%的主板新股、91%的创业板新股符合新版上市条件。**此外，《科创属性评价指引（试行）》修订征求意见稿，对申报科创板企业的研发投入金额（三年累计6000万元提高至8000万元）、发明专利数量（5项提高至7项）以及营业收入增长率（三年CAGR由20%提高至25%）设置更高标准。**梳理全面注册制以来科创板已上市企业、以及最新正常IPO排队企业，皆满足修订意见稿的科创属性“4项常规”指标要求。**
- **完善重组小额快速审核机制，支持上市公司之间吸收合并。**小额快融方面：扩大“双创”板块小额快速机制适用范围，取消“双创”板块配套融资“不得用于支付交易对价”的限制；按照融资需求与公司规模相匹配的思路，将**科创板配套融资额度由“不超过5,000万元”改为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的10%”**。此前，受限于“5000万元”融资限制，小额快融的项目数占比较低，新规后，预期“双创”板块并购重组的小额快融案例将有所增加。此外，明确发行股份购买资产或上市公司换股吸收合并交易中，**交易对方或被吸收合并公司股东不符合相关板块股票投资者适当性要求的，能够持有或者卖出所获得的股份**，以支持上市公司间的吸收合并。

摘要

- **强化分红监管：多年不分红或者分红比例偏低的公司将被ST，严查严防拟上市企业突击“清仓式”分红。**
首先，将分红水平与退市风险警示挂钩：主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5,000万元的公司，实施ST。“双创”板块方面，分红金额绝对值标准调整为3,000万。同时，科创板公司满足相应研发投入标准，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现金分红金额计算。**我们用历史数据回溯，截至2022年底，上市满3个完整会计年度的上市公司共3632家，18%的上市公司触及分红ST的情形。**当然，这一调整拟自2025年1月1日起正式实施，届时“最近三个会计年度”即对应2022年度至2024年度。**其次，关于IPO企业分红的监管，严查严防拟上市企业突击“清仓式”分红，**鼓励企业更多将累积利润留存用于企业发展或上市后与新股东共享，本次答记者问指出，指标方面的初步考虑是，**满足以下两大类任一情形的，将不允许其发行上市：**其一，报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过80%的；其二，同时满足报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过50%且累计分红金额超过3亿元，同时募集资金中补流和还贷合计比例高于20%。
- **全面完善减持规则体系，规范发股东减持、有效防范“绕道”减持。**本次改革将此前分散在业务细则、业务通知、监管问答中的有关规定加以整合，**形成以股东及董监高股份减持指引为中心，以询价转让和配售指引、创投基金减持特别规定为配套的股份减持自律监管规则体系，**严格规范大股东、董监高等主体的股份减持行为，明确各证券账户所持股份与其转融通出借尚未归还或者约定购回式证券交易尚未购回的股份数量合并计算等要求。重申控股股东、实控人及其一致行动人在上市公司破发、破净、分红不达标等情形下不得披露减持计划等要求。
- **将减持计划的时间区间由最多6个月调整为最多3个月，其中，破发与重要股东减持的正式挂钩，有助于引导新股首发定价进一步回归理性；**此外，落实了“有效防范绕道减持”的要求，针对利用“身份”、“交易”和“工具”绕道作了安排。

- **精准推动“应退尽退”，“壳价值”将进一步削减。**随着注册制改革进入深水区，优化退市制度，加大退市力度，是提高上市公司质量的关键环节。本次退市规则调整，**首先，拓宽了重大违法强制退市适用范围**，一方面，严打多年连续造假，**造假行为持续3年及以上的，只要被行政处罚予以认定，坚决予以出清**。另一方面，加大严重造假的出清力度，进一步调低“造假金额+造假比例”的退市标准。**第二、新增三种规范类退市情形**：控股股东大额资金占用且不整改；将内控审计意见纳入规范类退市指标；控制权无序争夺。**第三，完善组合类财务退市指标**，提高亏损公司营业收入适用标准（主板组合类财务退市指标中的营业收入标准由“低于1亿元”调整到“低于3亿元”），同时增加财务类退市风险警示公司撤销退市风险警示的条件，要求其内部控制审计报告为无保留意见，否则将予以退市。随着退市制度的再升级，预期A股市场“壳价值”将进一步削减。
- **新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”。**“1+N”政策体系下，严把新股上市入口关，以及“以投资为本主”基调下，预期今年IPO数量将同比大幅缩减，假设沪深平均每周发行1-3家，中性预期全年发行100家，预期募资1025亿元，分别较2023年减少56%、71%；随着“严防高定价超募”以及重要股东减持与首发价挂钩，预期首发定价更趋理性，叠加新股稀缺性溢价，对新股首日涨幅保持乐观预期。基于一系列合理假设，我们中性预期，2亿元产品全年申购收益率：优配对象2.32%、非优配对象1.99%。
- **风险提示：**需警惕新股发行、审核节奏变化；发行制度进一步完善的调整；投资者参与积极性波动；申报企业质量、数量变化；产业结构导向调整；市场系统性风险等。

强监管、防风险、促发展为主线

- 新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以完善资本市场基础制度为重点，勾勒了未来5年、2035年、本世纪中叶的发展目标，层层递进。

强监管、防风险、促高质量发展为主线

- **基本形成资本市场高质量发展的总体框架。**
- 投资者保护的制度机制更加完善。
- 上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。
- 资本市场监管能力和有效性大幅提高。
- 资本市场良好生态加快形成。

未来5年

- **基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场**，投资者合法权益得到更加有效的保护。
- 投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。
- 资本市场监管体制机制更加完备。

2035年

- 资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

本世纪中叶

完善资本市场基础制度为重点

- 针对2023年8月以来股市波动暴露出的制度机制、监管执法等方面的突出问题，新“国九条”回应投资者关切，将重点落在强监管层面，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。

原则“应退尽退”：

- 拓宽重大违法强制退市适用范围，并实行梯度化设计退市标准；
- 完善市值标准等交易类退市指标；
- 收紧财务类退市指标；
- 新增三种规范类退市情形；
- 财务造假直接ST。

强化现金分红监管，鼓励分红：

- 上市前突击“清仓式”分红情形纳入发行上市负面清单；
- 控股股东、实控人在分红不达标情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持；
- 分红不达标将被ST。
- 加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。

严把发行上市准入关：

- 完善各板块定位把握逻辑；
- 提高主板、创业板上市财务标准；
- 提升科创属性要求。

多措并举活跃并购重组市场，强化并购重组监管：

- 提高主板和创业板上市公司实施重组上市条件，
- 加大重组上市监管力度，削减“壳资源”价值；
- 完善小额快速审核机制，提升并购重组质效；
- 支持上市公司之间吸收合并。

强化减持监管：

- 提升减持规定的法律位阶；
- 从严限制大股东减持；
- 有效防范利用“身份”“交易”“工具”等绕道减持的行为；
- 细化违规责任条款；
- 优化违法违规不得减持的规定。



同日证监会、三大交易所发布的文件汇总

表：证监会、上交所、深交所、北交所本次有关制度明细

颁布机构	文件名称
证监会	1-关于修改《科创属性评价指引（试行）》的决定（征求意见稿）
	2-关于修改《中国证监会随机抽查事项清单》的决定（征求意见稿）
	3-《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》
	4-《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则（修订征求意见稿）》
	5-关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定（征求意见稿）
	6-《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》
上交所	1-《上海证券交易所股票发行上市审核规则（征求意见稿）》
	2-《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》
	3-《上海证券交易所上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法（征求意见稿）》
	4-《上海证券交易所股票上市规则（征求意见稿）》
	5-《上海证券交易所科创板股票上市规则（征求意见稿）》
	6-《上海证券交易所上市公司自律监管指引第15号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份（征求意见稿）》
	7-《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第4号——询价转让和配售（征求意见稿）》
	8-《上海证券交易所上市公司自律监管指引第14号——可持续发展报告（试行）》
深交所	1-《深圳证券交易所股票发行上市审核规则（2024年修订征求意见稿）》
	2-《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（2024年修订征求意见稿）》
	3-《深圳证券交易所上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法（2024年修订征求意见稿）》
	4-《深圳证券交易所股票上市规则（2024年修订征求意见稿）》
	5-《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2024年修订征求意见稿）》
	6-《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第18号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份（征求意见稿）》
	7-《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第17号——可持续发展报告（试行）》
北交所	1-《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（征求意见稿）》
	2-《北京证券交易所股票上市规则（试行）（征求意见稿）》
	3-《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》
	4-《北京证券交易所上市委员会和并购重组委员会管理细则（征求意见稿）》
	5-《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理（征求意见稿）》
	6-《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派（征求意见稿）》
	7-《北京证券交易所上市公司持续监管指引第11号——可持续发展报告（试行）》

主要内容

1. 多维严把“入口”关，适当提高上市标准
2. 严格规范大股东减持，有效防范绕道减持
3. 退市制度再升级，精准推动“应退尽退”
4. 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”
5. 风险提示

1.1 完善各板块定位把握逻辑和标准

- **主板：从行业地位、业绩规模、核心技术工艺、行业发展趋势、经营稳定性等维度，进一步具体化主板“大盘蓝筹”定位，突出行业代表性、增加科技元素；**
- **创业板：进一步从促进新质生产力发展要求出发，明晰“三创”“四新”的把握逻辑和标准；**
- **科创板：明确主要服务方向，支持和鼓励“硬科技”企业在科创板发行上市，与上位规则保持一致。**

表：板块定位细则对比

上市板	定位	说明	新增具体判断要求
主板	大盘蓝筹	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	(1) 主营业务所属行业内发行人是否具有较高地位 (2) 经营规模在同行业排名是否靠前 (3) 主营业务密切相关的核心技术和工艺是否相对成熟、符合行业趋势、能够促进稳定经营和转型升级等
创业板	创新创业	主要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	(1) 是否符合相关行业范围 (2) 是否依靠创新、创造、创意开展生产经营 (3) 是否具有成长性等
科创板	硬科技	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业	(1) 证监会发布关于修改《科创属性评价指引（试行）》的决定（征求意见稿） (2) 上交所将同步修订《科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，进一步完善科创板定位把握标准

1.2.1 压实发行人及“关键少数”、保荐机构责任

表：压紧发行人及“关键少数”责任

调整要素	规则文件及条例	细则
(1) 进一步明确信息披露质量要求，发行人要准确真实反映企业经营能力	《深交所首发审核规则》第二十五条	【发行人】应当诚实守信，依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息， 准确真实反映企业经营能力 ，充分揭示当前及未来可预见对发行人构成重大不利影响的直接和间接风险，保证发行上市申请文件和信息披露的真实、准确、完整，简明清晰、通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。
(2) 针对性强化规范运作要求，督促上市公司完善内控体系，充分配合相关工作	《深交所首发审核规则》第二十六条 《深交所首发审核规则》第三十八条	【“关键少数”】 应当增强诚信自律法治意识，完善公司治理和健全内部控制制度，按规定接受内部控制审计，充分配合 相关机构开展尽职调查和其他相关工作，不得要求或者协助发行人进行虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等违法违规行为 【发行人及其保荐人、证券服务机构】应当按照交易所审核问询要求， 通过现场核验等方式 进行必要的补充调查和核查，及时、逐项回复本所发行上市审核机构提出的审核问询，相应补充或者修改发行上市申请文件
(3) 明确处分依据，严格申报间隔期要求：延长部分情形下的申报间隔期，新增“一查即撤”“一督即撤”，可能存在“带病闯关”企业的申报间隔期规定	《深交所首发审核规则》第七十四条之（二） 《深交所首发审核规则》第七十七条之（二）（三） 《深交所首发审核规则》第七十九条部分内容	【发行人及其保荐人、证券服务机构】出现下列情形之一的，本所视情节轻重采取口头警示、书面警示、约见谈话、要求限期改正等自律监管措施，或者给予通报批评、公开谴责、 三个月至一年内 不接受保荐人、证券服务机构及相关责任人员提交或者签字的发行上市申请文件及信息披露文件、 六个月至二年内 不接受发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分： （二）发行上市申请文件、信息披露文件内容存在 明显瑕疵 ，文件披露的内容表述不清，逻辑混乱，严重影响投资者理解 或者 审核工作开展； 【“关键少数”】存在下列情形之一的，本所视情节轻重对相关主体给予公开认定 三年以上 不适合担任发行人董事、监事、高级管理人员或者 一年至五年内 不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分： （二）组织、指使、 配合发行人 进行财务造假、利润操纵或者在发行上市申请文件、信息披露文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的； （三）组织、指使、 配合发行人 或者直接从事第七十六条第二项至五项规定的违规行为的。 【发行人或者保荐人】 收到现场检查、现场督导通知后，撤回发行上市申请或者撤销保荐，任意交易所 作出终止发行上市审核的决定或者中国证监会作出 终止注册 决定的，自决定作出之日起 六个月 后，发行人方可再次向本所提交发行上市申请。 发行人不符合发行条件、上市条件或者信息披露要求，本所或者其他证券交易所作出终止发行上市审核的决定或者中国证监会作出不予注册决定的，自决定作出之日起六个月后，发行人方可再次向本所提交发行上市申请

1.2.2 严查严防拟上市企业突击“清仓式”分红

- 上交所、深交所有关负责人就加强IPO企业分红监管有关考虑答记者问，表示将进一步研究加强对拟上市企业上市前突击“清仓式”分红行为的监管，**引导拟上市企业承诺申报后的在审期间不进行现金分红**，鼓励企业更多将累积利润留存用于企业发展或上市后与新股东共享。预期相关规则将在后续发布。

表：初步考虑，若拟上市企业分红触及以下任一情形，将不允许其发行上市：

情形	标准	指标	
(一)	报告期分红：比例	报告期三年累计分红金额占同期净利润比例	>80%
		(1) 报告期三年累计分红金额占同期净利润比例	>50%
(二)	报告期分红：比例+金额+募资投向	(2) 累计分红金额	>3亿元
		(3) 募集资金中补流和还贷合计比例	>20%

1.3强化中介机构“看门人”责任

表：强化中介机构“看门人”责任

调整要素	规则文件及条例	细则
(1) 明确保荐人应当从投资者利益出发，健全内部决策和责任机制	《深交所首发审核规则》第二十七条	【保荐人】应当从投资者利益出发，健全内部决策和责任机制，严格遵守依法制定的业务规则和行业自律规范的要求，充分了解发行人经营情况、风险和发展前景，以提高上市公司质量为导向，严格执行内部控制制度，充分运用资金流水核查、客户供应商穿透核查、现场核验等方式，对发行上市申请文件进行审慎核查，确保财务数据符合真实的经营情况，切实防范财务造假。
(2) 把防范财务造假、欺诈发行摆在发行审核更加突出的位置，强化中介机构对资金流水、客户、供应商等方面的核查义务	《深交所首发审核规则》第三十八条	【发行人及其保荐人、证券服务机构】应当按照交易所审核问询要求，通过现场核验等方式进行必要的补充调查和核查，及时、逐项回复本所发行上市审核机构提出的审核问询，相应补充或者修改发行上市申请文件
(3) 强化中介机构监管，增加中介机构从事违规行为的处分依据：将1年内2次不予受理后的申报间隔期从3个月延长至6个月	《深交所首发审核规则》第七十四条之（二） 《深交所首发审核规则》第七十八条之（一）（六） 《深交所首发审核规则》第七十九条部分内容	【发行人及其保荐人、证券服务机构】出现下列情形之一的，本所视情节轻重采取口头警示、书面警示、约见谈话、要求限期改正等自律监管措施，或者给予通报批评、公开谴责、三个月至一年内不接受保荐人、证券服务机构及相关责任人员提交或者签字的发行上市申请文件及信息披露文件、六个月至二年内不接受发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分： （二）发行上市申请文件、信息披露文件内容存在明显瑕疵，文件披露的内容表述不清，逻辑混乱，严重影响投资者理解或者审核工作开展； 【保荐人、证券服务机构及其相关责任人员】存在下列情形之一的，交易所视情节轻重给予三个月至三年内不接受其提交或者签字的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分： 新增：（一）组织、指使、配合发行人从事第七十六条规定的违规行为 调整：（六）内部控制、尽职调查等制度存在重大缺陷或者未有效执行 【保荐人】报送的发行上市申请在一年内累计两次被本所不予受理的，自第二次收到本所相关文件之日起六个月后，方可向本所报送新的发行上市申请。 【发行人或者保荐人】收到现场检查、现场督导通知后，撤回发行上市申请或者撤销保荐，任意交易所作出终止发行上市审核的决定或者中国证监会作出终止注册决定的，自决定作出之日起六个月后，发行人方可再次向本所提交发行上市申请。

1.4 加大首发现场检查力度，覆盖率不低于1/3

- 《中国证监会随机抽查事项清单》修订征求意见稿，将首发企业随机抽取检查的比例由**5%大幅提升至20%**，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，**现场检查和督导整体比例将不低于三分之一**。

首发企业现场检查比例



1.5 丰富交易所审核从严把关具体措施

表：丰富交易所审核从严把关具体措施

调整要素	规则文件及条例	细则
(1) 明确“一督到底”，加大现场督导力度，拓展现场督导适用范围	《深交所首发审核规则》第二十九条	对发行上市申请文件进行审核，通过提出问题、回答问题、 现场督导 等多种方式，督促发行人及其保荐人、证券服务机构完善信息披露，真实、准确、完整地披露信息，提高信息披露的针对性、有效性和可读性，提升信息披露质量。
	《深交所首发审核规则》第四十二条	依照相关规定，从发行上市申请文件已被本所受理的发行人中抽取一定比例，对其信息披露质量进行现场检查， 或者对其保荐人以及相关证券服务机构的执业质量进行现场督导
	《深交所首发审核规则》第五十四条	上市委员会审议会议后至股票上市交易前，发生重大事项，对发行人是否符合发行条件、上市条件或者信息披露要求产生重大影响的， 交易所可以根据需要进行现场督导 。发行上市审核机构经重新审核后决定是否重新提交上市委员会审议。
(2) 明确终止审核相关规定，如信息披露质量存在明显瑕疵，严重影响投资者理解或者交易所审核，发行人不符合国家产业政策或者板块定位等情形	《深交所首发审核规则》第六十二条之（一）（九）	出现下列情形之一的，交易所将终止发行上市审核： （一）发行上市申请文件、信息披露文件内容存在 明显瑕疵，严重影响投资者理解或者交易所审核 （九）交易所审核认为发行人不符合发行条件、上市条件或者信息披露要求。 发行人不符合国家产业政策或者板块定位的，本所可以不经上市委员会审议，直接作出终止发行上市审核的决定。
	《深交所首发审核规则》第七十三条之（四）	交易所在发行上市审核中，可以根据本规则及本所相关规则实施下列纪律处分： 新增：（四）一年至五年内不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件
	《深交所首发审核规则》第七十四条之（二）	【 发行人及其保荐人、证券服务机构 】出现下列情形之一的，本所视情节轻重采取口头警示、书面警示、约见谈话、要求限期改正等自律监管措施，或者给予通报批评、公开谴责、 三个月至一年内 不接受保荐人、证券服务机构及相关责任人员提交或者签字的发行上市申请文件及信息披露文件、 六个月至二年内 不接受发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分： （二）发行上市申请文件、信息披露文件内容存在 明显瑕疵 ，文件披露的内容表述不清，逻辑混乱，严重影响投资者理解 或者 审核工作开展；
(3) 落实监管“长牙带刺”要求，加大纪律处分等自律监管惩戒力度	《深交所首发审核规则》第七十七条之（二）（三）	【 “关键少数” 】存在下列情形之一的，本所视情节轻重对相关主体给予公开认定 三年以上 不适合担任发行人董事、监事、高级管理人员或者 一年至五年内 不接受控股股东、实际控制人及其控制的其他发行人提交的发行上市申请文件等纪律处分： （二）组织、指使、 配合发行人 进行财务造假、利润操纵或者在发行上市申请文件、信息披露文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的； （三）组织、指使、 配合发行人 或者直接从事第七十六条第二项至五项规定的违规行为的。
	《深交所首发审核规则》第七十八条之（一）（六）	【 保荐人、证券服务机构及其相关责任人员 】存在下列情形之一的，交易所视情节轻重，给予 三个月至三年内 不接受其提交或者签字的发行上市申请文件、信息披露文件的纪律处分： 新增：（一）组织、指使、配合发行人从事第七十六条规定的违规行为
		调整：（六）内部控制、尽职调查等制度存在重大缺陷或者未有效执行

1.6.1适当提高主板、创业板上市财务标准，增强适应性

表：各板块一般境内企业上市标准对比

上市板	一般境内企业上市标准（单位：亿元）		2023年8月修订版	2024年4月征求意见稿	对比
主板	(一) 净利润+现金流/营收	近3年净利润均为正，且累计	≥1.5	≥2	提升
		近1年净利润	≥0.6	≥1	
		情形1：近3年现金流量净额累计	≥1	≥2	
		情形2：近3年营收	≥10	≥15	
	(二) 市值+净利润+营收+现金流	预计市值	≥50		不变
		近1年净利润	≥0		
		近1年营收	≥6		
		近3年现金流净额累计	≥1.5	≥2.5	
	(三) 市值+净利润+营收	预计市值	≥80	≥100	提升
		近1年净利润	≥0		不变
近1年营收		≥8	≥10	提升	
创业板	(一) 净利润	近2年净利润均为正，且累计	≥0.5	≥1	提升
		近1年净利润	/	≥0.6	新增
	(二) 市值+净利润+营收	预计市值	≥10	≥15	提升
		近1年净利润	≥0		不变
		近1年营收	≥1	≥4	提升
	(三) 市值+营收	预计市值	≥50		不变
近1年营收		≥3			
科创板	(一) 市值+净利润(+营收)	预计市值	≥10		不变
		情形1：近2年净利润均为正，且累计净利	≥0.5		
		情形2：近1年净利润为正，且营收	≥1		
	(二) 市值+营收+研发投入	预计市值	≥15		
		近1年营收	≥2		
		近3年累计研发投入占比	≥15%		
	(三) 市值+营收+现金流	预计市值	≥20		
		近1年营收	≥3		
		近3年现金流净额累计	≥1		
	(四) 市值+营收	预计市值	≥30		
近1年营收		≥3			
(五) 市值+其他	预计市值	≥30			
	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，其他企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。				

1.6.2 科创属评价标准提高，凸显“硬科技”特色

- 本次《科创属性评价指引（试行）》修订征求意见稿，对申报科创板企业的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长率设置更高标准，强化衡量科研投入、科研成果和成长性等指标要求，进一步引导中介机构提高申报企业质量，凸显科创板“硬科技”特色。
- 梳理全面注册制以来科创板已上市企业、以及最新正常IPO排队企业，皆满足修订意见稿的科创属性“4项常规”指标要求。

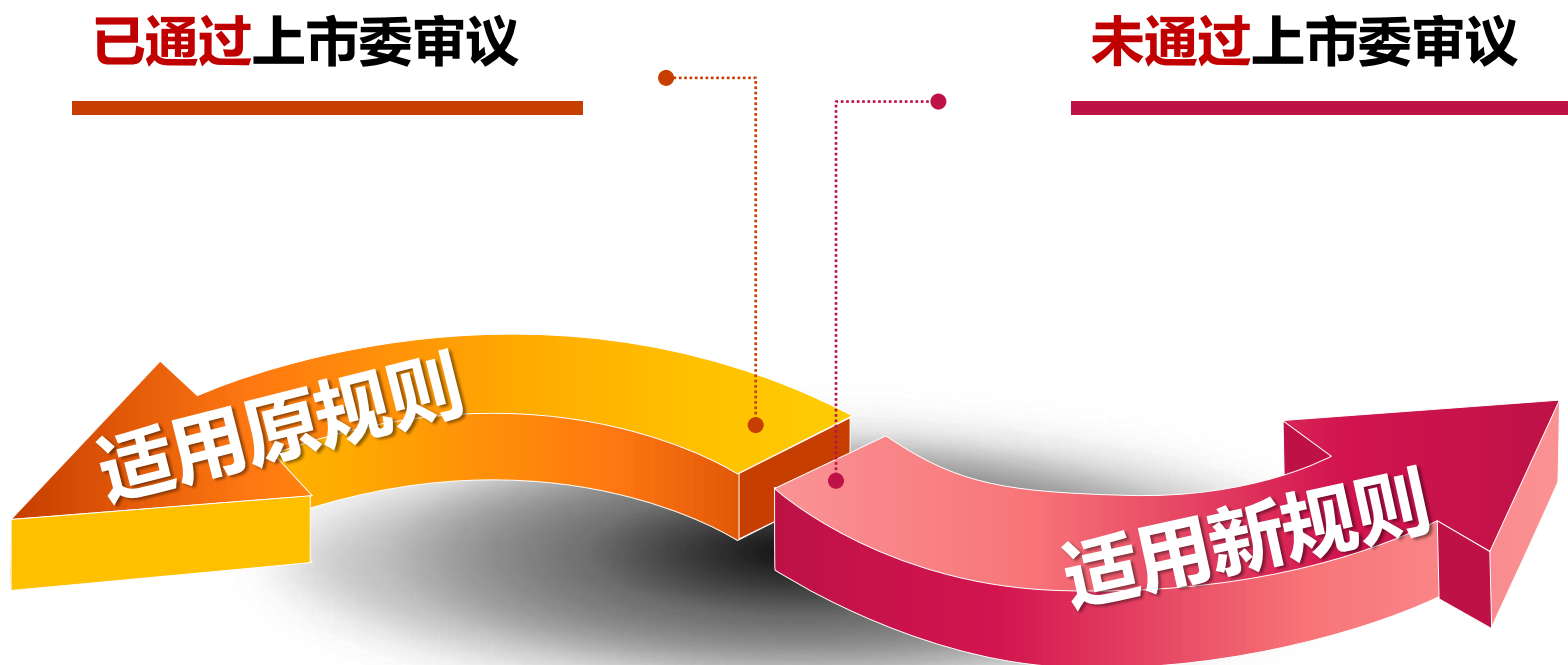
表：科创板属性“4项常规”指标对比

关于修改《科创属性评价指引（试行）》的决定20221230	关于修改《科创属性评价指引（试行）》的决定（征求意见稿）20240412
支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，同时符合下列4项指标的企业申报科创板上市：	
(1) 最近三年研发投入占营业收入比例5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 6000万元 以上；	(1) 最近三年研发投入占营业收入比例5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 8000万元 以上；
(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于10%；	(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于10%；
(3) 应用于公司主营业务的发明专利 5项 以上；	(3) 应用于公司主营业务的发明专利 7项 以上；
(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 20% ，或最近一年营业收入金额达到3亿元。	(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 25% ，或最近一年营业收入金额达到3亿元。
采用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第一款第（五）项规定的上市标准申报科创板的企业，或按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报科创板的已境外上市红筹企业，可不适用上述第（4）项指标的规定；软件行业不适用上述第（3）项指标的要求，研发投入占比应在10%以上。	

资料来源：证监会、申万宏源研究

1.6.3 上市标准过渡期安排

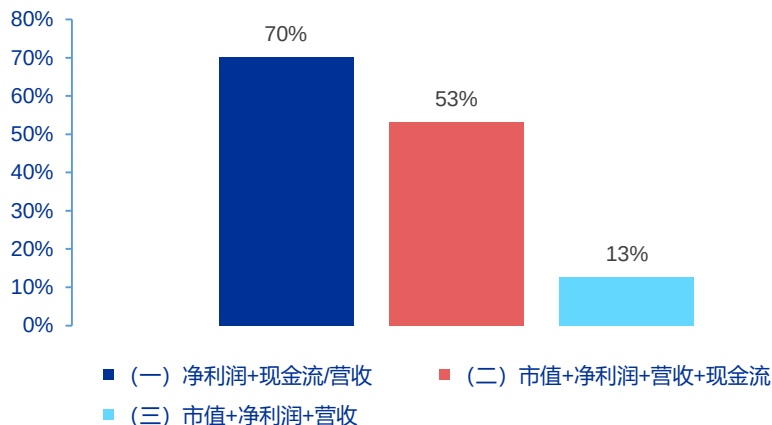
- 新旧上市规则的实施以排队IPO项目是否过会为界：



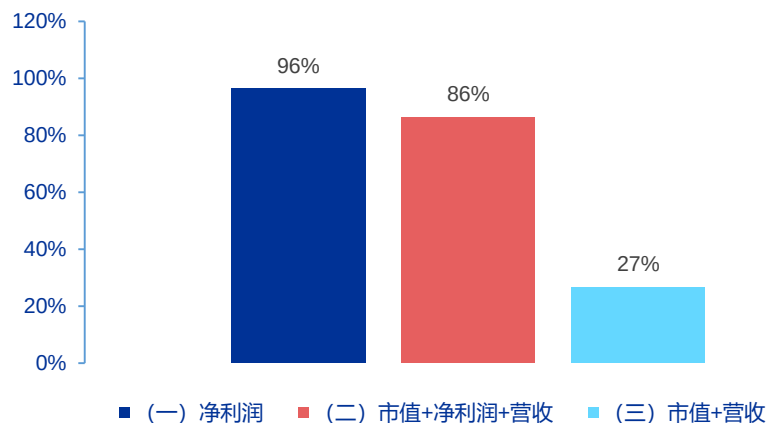
1.6.4近8成已发主板符合新标准，创业板达标率98%

- 回溯全面注册制以来已发行的注册制**主板**、**创业板**新股，以本次征求意见稿新上市条件为标准，则仍有**79%的主板新股、98%的创业板新股符合新版上市条件**。
 - 主板：达到新上市标准一、二、三的家数占比分别为70%、53%、13%。
 - 创业板：达到新上市标准一、二、三的家数占比分别为96%、86%、27%。

全面注册制以来已发行**主板**满足各项上市标准新规的家数占比（单位：%）



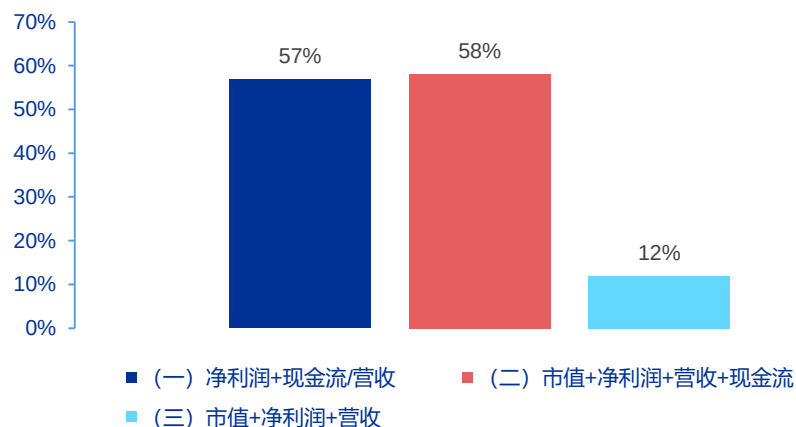
全面注册制以来已发行**创业板**满足各项上市标准新规的家数占比（单位：%）



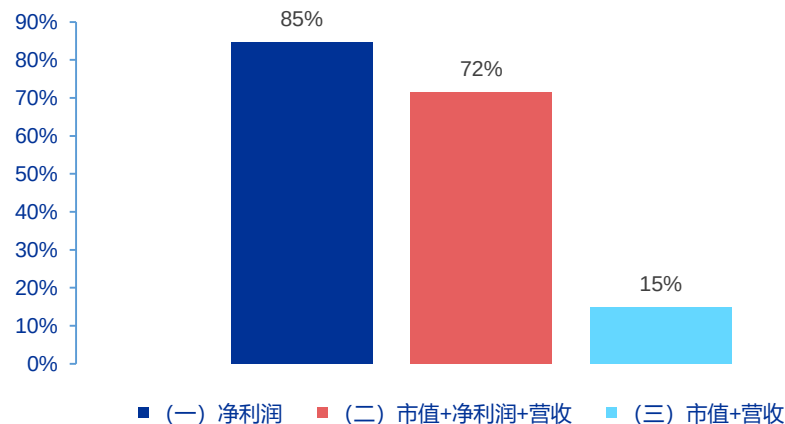
1.6.5未过会排队IPO中，主板76%、创业板91%达标

- 统计排队IPO项目中，暂未过会的注册制**主板、创业板**排队企业，以本次征求意见稿新上市条件为标准，分别有**76%的主板新股、91%的创业板新股符合新版上市条件**。
 - 主板：达到新上市标准一、二、三的家数占比分别为57%、58%、12%。
 - 创业板：达到新上市标准一、二、三的家数占比分别为85%、72%、15%。

未过会拟**主板IPO**企业满足各项上市标准新规的家数占比（单位：%）



未过会拟**创业板IPO**企业满足各项上市标准新规的家数占比（单位：%）



1.7.1提高主板、创业板重组上市条件，削减“壳价值”

表：各板块重组上市标准

上市板	各板块上市标准（单位：亿元）	2023年2月修订版	2024年4月征求意见稿	对比
主板	(一) 【一般境内企业】 净利润+现金流/营收	近3年净利润均为正，且累计	≥1.5	提升
		近1年净利润	≥0.6	
		情形1：近3年现金流量净额累计	≥1	
		情形2：近3年营收	≥10	
	(二) 【表决权差异企业】 营收+净利润	近1年营收	≥10	提升
		近3年净利润均为正，且累计	≥1.5	
创业板	(一) 【一般境内企业】 净利润	近2年净利润均为正，且累计	≥0.5	提升
		近1年净利润	/	新增
	(二) 【一般境内企业】 净利润+营收	近1年净利润	≥0	不变
		近1年营收	≥1	提升
	(三) 【一般境内企业】 营收+现金流	近1年营收	≥3	不变
		近3年现金流量净额累计	≥1	
	(四) 【表决权差异企业】 营收+净利润	近1年营收	≥5	不变
		近2年净利润均为正，且累计	≥0.5	提升
		近1年净利润	/	新增
	(五) 【表决权差异企业】 营收+现金流	近1年营收	≥5	不变
		近3年现金流量净额累计	≥1	
科创板	(一) 【一般境内企业】 净利润	近2年净利润均为正，且累计	≥0.5	不变
	(二) 【一般境内企业】 营收+现金流	近1年营收	≥3	
		近3年现金流量净额累计	≥1	
	(三) 【表决权差异企业】 营收+净利润	近1年营收	≥5	
		近2年净利润均为正，且累计	≥0.5	
	(四) 【表决权差异企业】 营收+现金流	近1年营收	≥5	
		近3年现金流量净额累计	≥1	

1.7.2完善重组小额快速审核机制，支持上市公司之间吸收合并

表：沪深市场重组小额快速审核机制修订对比

沪深重大资产重组审核2023年2月	沪深重大资产重组审核2024年4月	修订解读
科创板/创业板上市公司发行股份购买资产，符合前款规定情形之一，且不属于《重组办法》第十二条和第十三条规定的资产交易行为的，适用前款规定的审核程序。	科创板/创业板上市公司发行股份购买资产，符合前款规定情形之一，且不存在下列情形的，适用前款规定的审核程序： (一) 属于《重组办法》第十二条或者第十三条规定的资产交易行为； (二) 募集配套资金金额超过上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的10%。	按照融资需求与公司规模相匹配的思路，将科创板/创业板配套融资由“不超过5,000万元”改为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的10%”。
第四十五条（部分内容）上市公司发行股份购买资产，存在下列情形之一的，不适用本规则第四十四条规定： 科创板/创业板上市公司发行股份购买资产，同时募集配套资金用于支付本次交易现金对价，或者募集配套资金金额超过5000万元的，不适用本规则第四十四条规定。	第四十五条（部分内容）上市公司发行股份购买资产，存在下列情形之一的，不适用本规则第四十四条规定： (三) 交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形。	扩大科创板/创业板小额快速适用范围，取消科创板配套融资“不得用于支付交易对价”的限制；明确“交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形”的，不适用小额快速审核程序。
	上市公司申请发行股份购买资产适用本条规定的，本所自受理申请文件之日起二十个工作日内出具本次交易符合重组条件和信息披露要求的审核意见，或者作出终止审核的决定。	小额快速交易所审核时限缩减至20个工作日，明确市场预期。
	上市公司发行股份购买资产，交易对方不符合上市公司所在板块投资者适当性管理要求的，可以持有或者依规卖出所获得的上市公司股份。上市公司换股吸收合并，被吸收合并公司股东不符合吸收合并公司所在板块投资者适当性管理要求的，可以持有或者依规卖出所获得的吸收合并公司的股份。	明确重组交易中获得股份相关主体的投资者适当性管理要求。 明确发行股份购买资产或上市公司换股吸收合并交易中，交易对方或被吸收合并公司股东 不符合 相关板块股票投资者适当性要求的，能够持有或者卖出所获得的股份。

主要内容

1. 多维严把“入口”关，适当提高上市标准
2. 严格规范大股东减持，有效防范绕道减持
3. 退市制度再升级，精准推动“应退尽退”
4. 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”
5. 风险提示

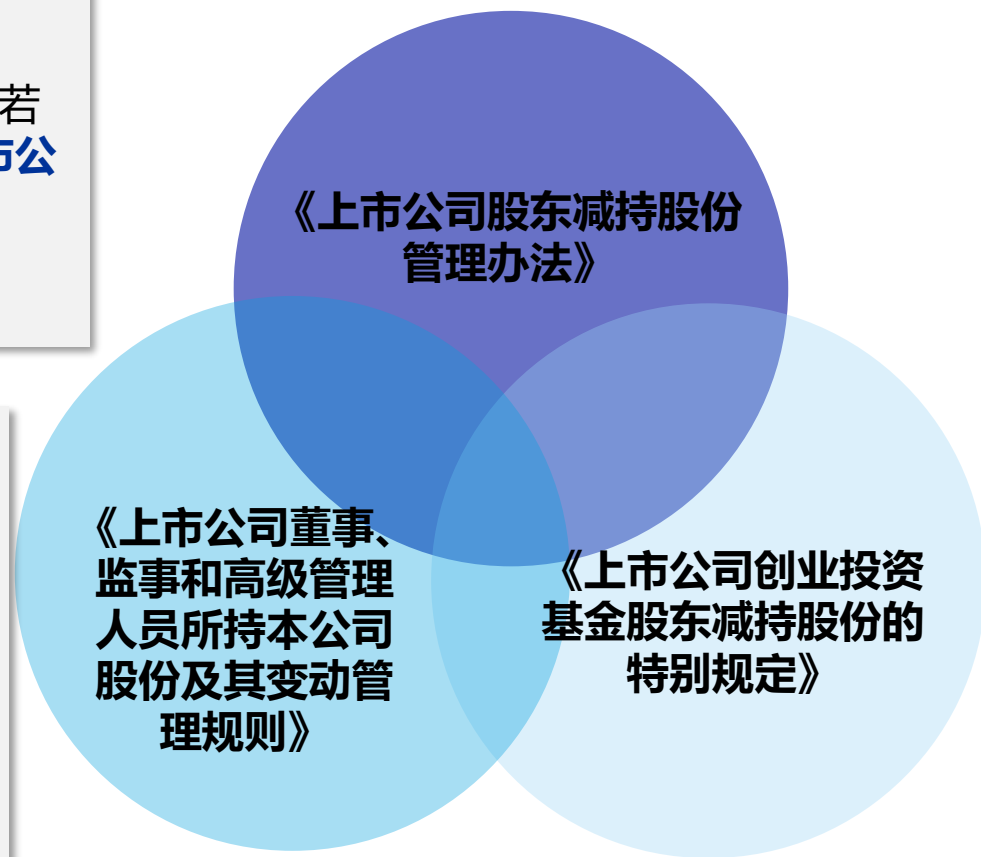
2.1 全面完善减持规则体系，形成“1+2”规则体系

以《减持办法》为核心

“1”：《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（简称《减持规定》）升级为《**上市公司股东减持股份管理办法**》（简称《减持办法》）。

董监高、创投基金减持特别规定为补充

“2”：《**上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则**》，形成对董监高增减持行为的统一规范；《**上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定**》对于创投私募基金等特殊主体保留现行的特别规定，实施差异化政策。



2.2有效防范绕道减持，细化违规责任条款

有效防范绕道减持

有效防范绕道减持

- 需遵守相关减持限制情形：1) 离婚、法人或非法人组织终止、分立等；2) 各方解除一致行动关系后在6个月内；协议转让后受让方锁定6个月，丧失大股东身份的出让方在6个月内；3) 司法强制执行、质押融券违约处置、赠与；
- 禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，**禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出。**

细化违规责任条款

- 对违规减持可以采取“**责令购回并向上市公司上缴价差**”，增加监管谈话、出具警示函等监管措施，细化应予处罚的具体情形。

差异化安排不同类型股东的限制减持行为

- 对控股股东、实际控制人减持，从**自身和上市公司违规**两个层面予以限制；对一般大股东减持仅从**自身违规**角度予以限制。

- **严格规范大股东减持行为，明确大股东减持预披露义务、一致行动人要求、以及控股股东、实际控制人不得通过集中竞价或者大宗交易减持情形。**

减持披露

增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务。
明确大股东、董监高通过集中竞价、大宗交易减持股份需提前15个交易日预披露的要求，将减持时间区间上限由6个月缩短为3个月；

一致行动人要求

要求大股东的一致行动人以及合计持股5%以上的一致行动人遵守大股东的义务；

破发破净、分红不达标

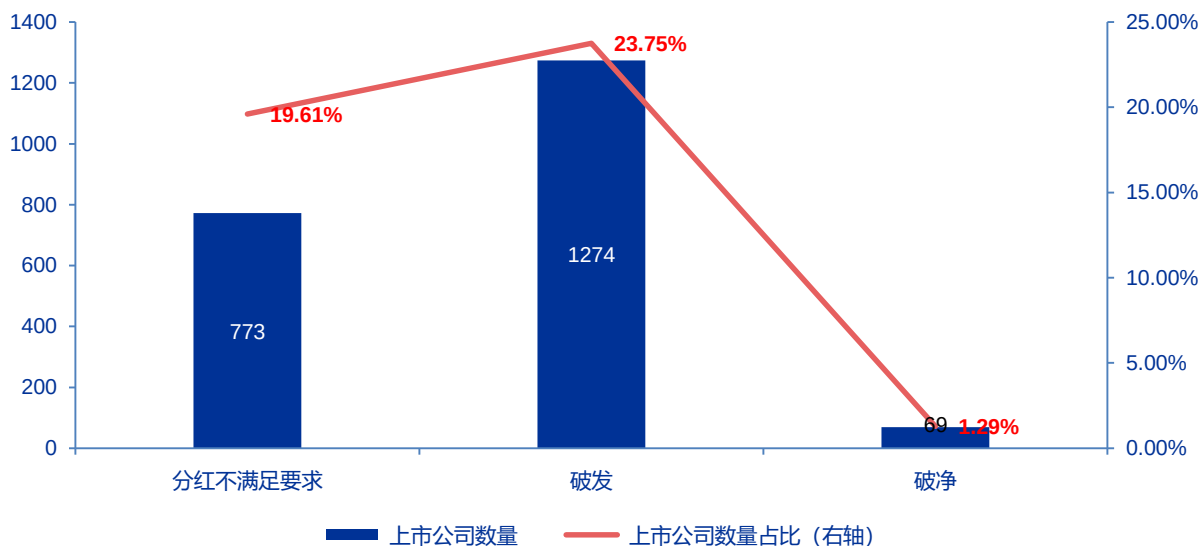
明确控股股东、实际控制人在破发破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持：

- ① **分红不达标：**最近3年年报的会计年度**未实施现金分红**或累计现金分红金额低于同期年均归母净利润的**30%**（净利润为负年度不计算在内）
- ② **破净：**拟披露减持计划前20个交易日中任一日股票收盘价（后复权）**低于最近一个会计年度/最近一期财务报告期末每股归母净资产；**
- ③ **破发：**拟披露减持计划前20个交易日中任一日股票收盘价（后复权）**低于IPO发行价格。**

2.3.2至少约两成分红不达标，破发家数逾千家

- 从因破发、破净及分红不达标可能导致减持受限的企业数量看：
 - 以2024年4月12日收盘价计，其中至少有773家上市公司分红不达标，占样本量比例为19.61%（仅统计全部A股中连续三年盈利的上市公司）；
 - 有1274家公司破发、69家破净，占比分别为23.75%、1.29%。

全部A股破发破净、分红不达标情形统计



注：分红指标仅计算连续三年归母净利润为正的全A样本。

2.4科创板询价转让及配售：优化窗口期，完善交易流程

表：《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第4号——询价转让和配售（征求意见稿）》文件对比

	《上海证券交易所科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份实施细则》	《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第4号——询价转让和配售（征求意见稿）》	备注
	科创公司董事、监事、高级管理人员不得在下列期间内启动、实施或者参与询价转让	科创公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员及核心技术人员不得在下列期间内启动、实施或者参与询价转让	明确适用范围
限制转让情形	（一）年度报告、半年度报告公告前 30日 内； （二）季度报告、业绩预告、业绩快报公告前 10日 内； （三）自可能对科创公司股票的交易价格产生较大影响的重大事件发生之日或者在决策过程中，至依法披露之日内； （四）其他。	（一）年度报告、半年度报告公告前 15日 内； （二）季度报告、业绩预告、业绩快报公告前 5日 内； （三）自可能对科创公司股票的交易价格产生较大影响的重大事件发生之日或者在决策过程中，至依法披露之日内； （四）其他。	缩短窗口期，对标《减持办法》
	科创公司处于年度报告披露期内但尚未披露年度报告的，控股股东、实际控制人不得参与询价转让。		
数量上限	股东询价转让首发前股份的，单独或者合计拟转让的股份数量不得低于科创公司股份总数的1%。		
转让对象	至少包括：（一）不少于10家公募基金管理公司； （二）不少于5家证券公司。		
转让过程	询价转让实施完毕前，参与转让的股东发生本细则第五条、第六条规定情形的		
	或者因 司法冻结 等原因导致可转让股份数量不足		完善询价转让实施完毕前出现导致可转让股份数量不足的情形
	相关股东应当立即通知证券公司，证券公司应当将相关股份从拟转让股份中剔除并告知询价对象		
信息披露	已初步确定转让结果的应当重新确定转让结果		明确重新计算转让结果
	发生上述情况后，参与转让的股东应当 及时对外披露 相关情况和重新确定的转让结果		新增信息披露要求
限售期	受让后6个月内不得转让，若所受让股份不属于《减持指引》规定的特定股份，不适用特定股份减持的规定； 限制转让期限届满后，持股5%以上的受让方卖出所受让股份的，适用《减持指引》关于大股东减持的规定；		
	限售期内，受让方 不得通过转融通出借 该部分股份， 不得融券卖出 该上市公司的股份。 受让方通过询价转让受让股份前， 存在尚未了结的该上市公司股份融券合约的 ，应当在获得相关股份前了结融券合约。		严格防范绕道坚持

主要内容

1. 多维严把“入口”关，适当提高上市标准
2. 严格规范大股东减持，有效防范绕道减持
3. 退市制度再升级，精准推动“应退尽退”
4. 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”
5. 风险提示

3.1.1 退市制度优化，精准推动“应退尽退”

- 证监会发布《退市意见》，着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳价值”；同时，拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护。沪深交易所同步完善优化退市标准，推动更精准实现“应退尽退”。

表：退市指标新增

退市标准	主板	创业板	科创板	说明
一般规定	已披露的财务数据或者审计意见显示上市公司已触及退市风险警示或者终止上市情形的，公司更正财务数据或者聘请会计师事务所重新出具审计意见，不影响实施退市风险警示或者作出终止上市决定。			严格财务类退市标准
财务类强制退市	（一）对财务类*ST公司引入财务报告内部控制审计意见退市情形 要求其内部控制审计报告为无保留意见，否则将予以退市			提高摘星规范性要求
规范类强制退市	（一）新增控股股东大额资金占用且不整改退市 公司被控股股东（无控股股东，则为第一大股东，下同）或者控股股东关联人非经营性占用资金的余额达到2亿元以上或者占公司最近一期经审计净资产绝对值的30%以上，被中国证监会责令改正但未在要求期限内完成整改			切实增强对大股东侵占监管震慑，督促公司加强内部控制，维护资产财务独立性
	（二）新增多年内控非标意见退市 连续两年内控非标或未按照规定披露内控审计报告实施*ST，第三年内控非标或未按照规定披露内控审计报告即退市			压实审计机构责任，督促公司完善内部治理、规范运作
	（三）新增控制权无序争夺退市 公司出现控制权无序争夺，导致投资者无法获取公司有效信息情形			督促股东在制度框架内解决控制权争议，切实保障中小投资者知情权
重大违法强制退市	（一）新增一项ST情形 对于未触及退市标准的造假行为，行政处罚事先告知书显示公司财务会计报告存在虚假记载，即实施ST。公司完成处罚事项的追溯调整且行政处罚决定作出满十二个月的，方可申请摘帽。			加大对财务造假公司的监管和约束力度，加强财务造假公司风险揭示，督促其积极整改

3.1.2退市制度优化，精准推动“应退尽退”

表：退市指标调整-交易类、财务类

退市标准	主板		创业板&科创板		说明
	2023年8月修订	征求意见稿	2023年8月修订	征求意见稿	
交易类 强制退市	(一) 上调主板市值指标，双创维持不变 ：连续20个交易日收盘总市值	A股（含A+B股）<3亿元 B股<3亿元	A股（含A+B股）<5亿元	<3亿元	进一步发挥市场化退出功能，推动上市公司提高质量和投资价值
	(二) 统一沪深主板ST情形对成交量指标的要求，双创维持不变 ：连续90个交易日累计成交量	A股<500万股（深）；375万股（沪） B股<100万股（深）；75万股（沪）	A股<375万股 B股<75万股	<150万股	
财务类 强制退市	(一) 调整退市指标的设定，提高主板对营收的要求	净利润<0	利润总额、净利润、扣非后净利润三者孰低<0	净利润<0	突出上市公司投资价值导向，加大力度淘汰缺乏持续经营能力公司，将“利润总额”纳入“亏损”考量
		营收<1亿元	营收<3亿元	营收<1亿元	

表：退市指标调整-重大违法

退市标准	2023年8月修订	征求意见稿	说明
重大违法 强制退市	对于“造假金额+造假比例”的标准修改为一年、两年、三年及以上三个层次	(一) 1年虚假记载 / 金额>2亿元，占比>30%	调低财务造假退市的年限、金额和比例，增加多年连续造假退市情形，打击恶性和长期系统性财务造假
	记载科目包括营业收入、净利润、利润总额和资产负债表资产或者负债科目	(二) 连续2年虚假记载 金额>5亿元，占比>50% 金额>3亿元，占比>20%	
		(三) 连续3年及以上存在虚假记载 / 金额不限	

3.2 科创板建立其他风险警示制度

■ 科创板建立其他风险警示制度，整体上与主板、创业板统一，细节上略有不同。

- 明确在上市公司出现关联方资金占用或违规担保未及时整改、公司治理机制失灵、内部控制薄弱、持续经营能力存在不确定性等9项情形时，对公司股票实施其他风险警示，并相应规定具体信息披露与停复牌要求、其他风险警示撤销条件与流程等。

表：科创板其他风险警示制度

情形	内容	备注
(一)	(1) 公司被控股股东及其关联人非经营性占用资金：余额达到最近一期经审计净资产绝对值5%以上，或者金额超过1000万元，未能在1个月内完成清偿或整改 (2) 公司违反规定决策程序对外提供担保，余额达到最近一期经审计净资产绝对值5%以上，或者金额超过1000万元，未能在1个月内完成清偿或整改	无控股股东的，则为第一大股东 担保对象为上市公司合并报表范围内子公司的除外
(二)	董事会、股东大会无法正常召开会议并形成有效决议	
(三)	最近一个会计年度财务报告内部控制被出具无法表示意见或否定意见的审计报告，或未按照规定披露财务报告内部控制审计报告	
(四)	公司生产经营活动受到严重影响且预计在3个月内不能恢复正常	
(五)	主要银行账户被冻结	
(六)	最近连续3个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值，且最近一个会计年度财务会计报告的审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性	
(七)	根据中国证监会行政处罚事先告知书载明的事实，公司披露的年度报告财务指标存在虚假记载，前述财务指标包括营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中的资产或者负债科目	
(八)	最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年度末未分配利润为正值： 最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000万元	(1) 公司上市不满三个完整会计年度的，前款第八项所称最近三个会计年度以公司上市后的首个完整会计年度作为首个起算年度 (2) 上市公司以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份并注销的，纳入现金分红总额
(九)	但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或最近三个会计年度累计研发投入金额在3亿元以上的除外 公司存在严重失信，或持续经营能力明显存在重大不确定性等投资者难以判断公司前景，导致投资者权益可能受到损害的其他情形	(3) 公司将最近一个会计年度母公司报表未分配利润全部分配后，仍出现本项规定情形的，不对其公司股票实施其他风险警示

3.3.1 加强现金分红监管，新增现金分红ST情形

- 落实《关于加强上市公司监管的意见（试行）》要求，通过实施ST等方式加强对多年不分红或分红比例偏低公司的监管约束；进一步明确鼓励公司在具备分红能力的条件下，增加分红频次，稳定投资者预期，增强投资者获得感。
- 科创板、创业板上市公司因其成长性特征，留存收益用于公司再生产产生的效益可能较直接现金分红更有利于提升投资者回报，具备分红条件但未达到上述分红标准时考虑公司研发投入情况。

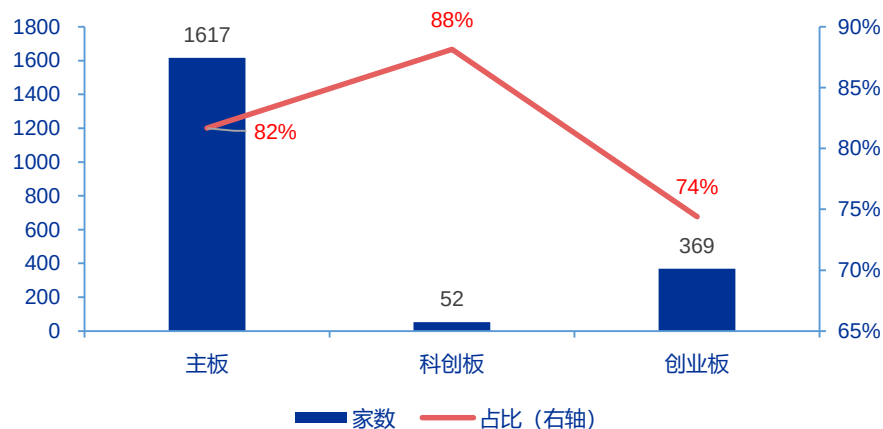
表：将现金分红指标纳入其他风险警示情形

现金分红	主板	创业板	科创板
前提	最近一个会计年度净利润>0，母公司报表年度末未分配利润>0：		
最近三个会计年度累计现金分红总额	<最近三个会计年度年均净利润的30%		
最近三个会计年度累计分红金额	<5000万元	<3000万元	
例外情形	/	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例>15%，或金额>3亿元	
注1：	公司上市不满三个完整会计年度的，前款第八项所称最近三个会计年度以公司上市后的首个完整会计年度作为首个起算年度		
注2：	上市公司以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份并注销的，纳入现金分红总额		
注3：	公司将最近一个会计年度母公司报表未分配利润全部分配后，仍出现本项规定情形的，不对其公司股票实施其他风险警示		

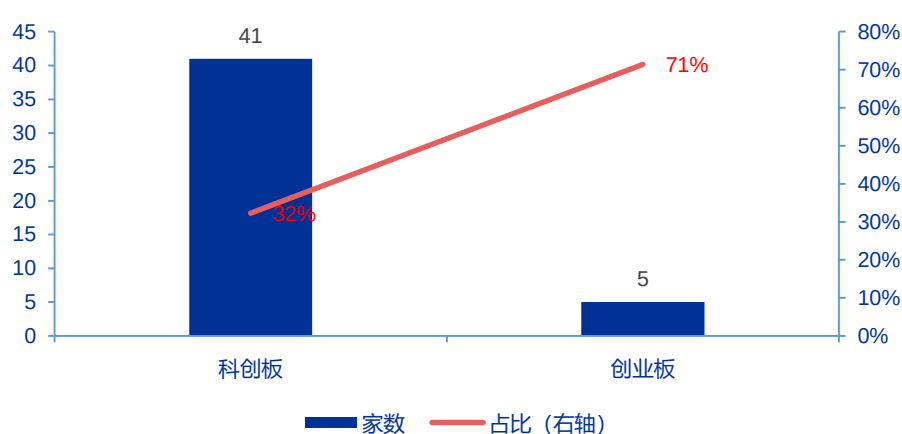
3.3.2历史数据回溯，八成上市公司未触及分红ST情形

- 截至2022年底，上市满3个完整会计年度的上市公司共3632家，有2535家上市公司2022年度净利润、未分配利润为正，其中**八成（2038家）未触及分红ST情形**。
 - 主板、科创板、创业板未触及分红ST情形的家数占比分别达到**82%、88%、74%**。
- 触及分红ST情形的134家**创业板、科创板**上市公司中，有46家达到研发投入要求，即**34%的标的满足例外情形**而不会被实施风险警示。
- 综上，历史数据回溯，合计**18%**的上市公司触及分红ST的情形，其中**主板、科创板、创业板**分别有**18%、3%、17%**触及分红ST的情形。

未触及分红ST情形的上市公司家数及占比
(单位：家、%)



触及分红ST情形，但符合例外情形的**科创板、创业板**上市公司家数及占比 (单位：%)



3.4退市及ST情形过渡期安排

表：涉及风险警示和退市规则的过渡期安排

退市及ST情形	判断标准	原规定	新规定
财务造假强制退市情形	(一) 新规前收到相关中国证监会行政处罚事先告知书	√	
	(二) 新规后收到相关中国证监会行政处罚事先告知书		√
三项规范类退市情形	(一) 内控非标意见 以2024年度为第一个会计年度		√
	(1) 现存在占用资金情形，在新规则施行后被责令改正但未在规定期限内完成整改的		√
	(二) 资金占用 (2.1) 新规则施行前实控人已经发生变化，且现任实控人与资金占用方无关联关系	√	
	(2.2) 新规则施行后实际控制人发生变化		√
	(三) 控制权无序争夺		√
财务类退市情形	“亏损+营业收入”组合指标 以2024年度为第一个会计年度		√
交易类退市情形	主板A股（含A+B股）股票和存托凭证市值退市指标 新规则发布之日起六个月后起算		√
财务造假ST情形	(一) 新增的财务造假ST情形		√
	(二) 对新规则施行前收到行政处罚事先告知书，但在新规则施行后收到行政处罚决定书		√
现金分红ST情形	以2024年度为第一个会计年度		√
	2022年度至2024年度为最近三个会计年度		√

主要内容

1. 多维严把“入口”关，适当提高上市标准
2. 严格规范大股东减持，有效防范绕道减持
3. 退市制度再升级，精准推动“应退尽退”
4. 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”
5. 风险提示

4.1 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”

- **证监会主席吴清：投融资是一体两面的、不能分割的，只有投融资平衡发展，资本市场也才能够形成良性循环。**

新股质地 整体提升

各板块定位把握逻辑进一步完善，主板、创业板上市财务标准提高，科创板科创属性要求提升，压实发行方、中介机构责任，“申报即担责”，上市公司质量进一步提升；

审核更严 过审难度大

丰富审核从严把关具体措施，加大现场检查、现场督导力度，加大自律监管惩戒力度，审核更严、过审难度更大；

逆周期调节 预期缩量

以“投资为本”的大背景下，预期2024年询价新股数同比将大幅减少。假设每周发行1-3家，**中性预期全年发行100家，预期募资1025亿元，分别较2023年减少56%、71%**；

严防高定价超募

预期**后续发行配售规则的调整**将突出引导机构理性报价，报价难度或有提升，预期首发估值折价将是常态、超募更少见；

破发罕见 涨幅可观

新股估值持续低位+发行节奏放缓带来稀缺性溢价+新股质地提升，**首日破发更罕见，涨幅更可观**，中性假设：科创板、创业板、主板的首日涨幅分别为90%、100%、95%。

获配比例 大体稳定

发行缩量背景下，新增打新产品有限；二级市场震荡趋稳，被动退出减少，获配比例大体稳定。

4.2 优配对象2亿元产品规模，中性预期全年增厚2.32%

- 基于国九条及相关配套政策，我们进一步调整调整全年新股发行数量、上市涨幅等预期。在发行定价制度不发生重大调整的前提下，预计2024年网下打新100%入围的收益率：
 - **2亿元产品：优配对象2.32%、非优配对象1.99%；**
 - **5亿元产品：优配对象1.50%、非优配对象1.31%。**

年度	情形	板块/市场	询价新股数量	单只平均募资额(亿元)	涨幅-非锁定	全市场平均入围率	全市场平均饱和度下产品顶格申购收益		2亿元规模产品实际申购饱和度下收益率		5亿元规模产品实际申购饱和度下收益率	
							优配对象	非优配对象	优配对象	非优配对象	优配对象	非优配对象
2024年	谨慎	科创板	20	13	100%	95%	219	207	0.49%	0.47%	0.37%	0.35%
	中性		30	12	90%	90%	346	334	0.78%	0.75%	0.59%	0.57%
	乐观		40	11	80%	85%	483	470	1.09%	1.06%	0.82%	0.80%
	谨慎	创业板	25	10	110%	95%	256	201	0.79%	0.62%	0.49%	0.38%
	中性		35	9	100%	90%	356	303	1.10%	0.94%	0.68%	0.58%
	乐观		45	8	90%	85%	444	411	1.38%	1.27%	0.84%	0.78%
	谨慎	主板	25	11	105%	95%	98	58	0.33%	0.20%	0.18%	0.11%
	中性		35	10	95%	90%	130	88	0.43%	0.30%	0.24%	0.16%
	乐观		45	9	85%	85%	155	120	0.52%	0.40%	0.28%	0.22%
沪市	谨慎	沪市	33	12			268	236	0.66%	0.56%	0.46%	0.41%
	中性		48	11			411	378	1.00%	0.90%	0.71%	0.65%
	乐观		63	10			560	529	1.35%	1.26%	0.96%	0.91%
深市	谨慎	深市	38	10			305	231	0.96%	0.72%	0.58%	0.44%
	中性		53	9			421	348	1.32%	1.09%	0.80%	0.66%
	乐观		68	8			521	471	1.64%	1.47%	0.99%	0.89%
合计	谨慎	沪深A股	70	11			572	467	1.61%	1.29%	1.04%	0.84%
	中性		100	10			832	726	2.32%	1.99%	1.50%	1.31%
	乐观		130	9			1081	1000	2.98%	2.73%	1.95%	1.80%

主要内容

1. 多维严把“入口”关，适当提高上市标准
2. 严格规范大股东减持，有效防范绕道减持
3. 退市制度再升级，精准推动“应退尽退”
4. 新股发行“提质稳量”，申购收益“以价补量”
5. 风险提示

5.风险提示

- 新股发行、审核节奏变化
- 发行制度进一步完善的调整
- 投资者参与积极性波动
- 申报企业质量、数量变化
- 产业结构导向调整
- 市场系统性风险

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性(Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持(Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡(Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。

简单金融·成就梦想

AVirtueofSimpleFinance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

彭文玉A0230517080001
pengwy@swsresearch.com
胡巧云A0230520080005
huqy@swsresearch.com