

民企接班：创二代还是职业经理人

2022年02月08日

报告要点：

- ①民企已成 A 股重要构成，偏成长、效率优、激励多，2020 年以来优质民企股价亮眼。②民企创始人交班需要重视，未来几年将进入密集换代期。③交班方式包括家族内传承和外聘经理人，创二代接班后业务趋于多元，职业经理人接班后业务倾向集中。④资本市场对创始人退休持谨慎态度，交班当年股价均下跌，之后回归基本面，整体来看职业经理人经营成绩较优，或因一定的监督和激励。⑤外部投资者应聚焦公司治理以降低代际传承风险，虽然接班者能力最关键，但无法及时有效刻画，完善的公司治理将有助于降低风险。⑥构建公司治理水平评价体系，从股权、激励、董事会等方面筛选 8 大指标，量化评价上市民企治理水平。

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然
mahr@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《东吴证券月度策略及金股组合：看好春节后的反弹行情》2022-01-30
- 2、《行业风火轮：信贷开门红是风格切换分水岭》2022-01-28
- 3、《四类基金画像：短跑、长跑、头部、高频绩优——2021 年基金四季报专题研究之二》2022-01-27
- 4、《【东吴策略】公募发行回暖，外资加仓金融——市场温度计》2022-01-25
- 5、《东吴策略：加仓消费电子，医药、锂电遭减持——2021 年基金四季报点评》2022-01-25

正文摘要

- **A 股民企画像：市场重要主体，偏成长、效率优、激励多。** ①民企已成为 A 股重要构成，数量/市值/成交占比居首，且 2020 年以来优质民企股价亮眼。②民企优势：多分布在成长型行业，费用把控效率较优，且激励机制灵活。③民企问题：内部治理仍需优化完善。
- **未来几年 A 股民企将进入创始人密集交班期。** ①2010 年以来民企创始人平均退休年龄 59 岁，目前仍未退休的创始人中 58% 年龄超过 55 岁，60 岁以上占比 26%。②以实控人、董事长作为衡量公司权力的两个维度，将上市公司目前代际传承情况分为 7 类，其中 2010 年以来发生家族内传承或经理人接班的样本，是报告重点研究对象。
- **创二代接班：盈利股价普遍走弱。** ①创二代接班后业务趋于多元化，第一大业务营收占比均值由 t-1 年(t 为换代年份)64.4%降至 t+3 年 60.2%。②创二代接班后盈利普遍走弱，61% 的样本利润增速中枢下滑，63%/74% 的样本净利率/ROE 下滑，原因在于收入增速下滑、费用率提升，可能是业务多元化投入加大或费用把控能力下滑所致。③资本市场普遍对创二代接班持谨慎态度且不太认可后续成绩，股价在 t 年即开始走弱，此后连续下跌，市场需观察公司战略和经营思路以及接班人能力。
- **外聘经理人接班：盈利稳定、股价回升。** ①外聘经理人接班后，业务更加集中，第一大业务收入占比均值由 t-1 年 63.4% 提升至 t+3 年的 68.3%。②经理人接班后盈利能力稳定，增速回升，虽然 49% 样本增速中枢下滑，但整体净利润均值/中位数恢复增长，60% 和 71% 的样本净利率和 ROE 均值下滑，但整体中位数基本稳定。③经理人接班后业绩好转，原因在于抵抗行业下行维持营收稳定，同时加强费用把控。④经理人接班后股价回升，虽然交班当年股价同样下跌，但此后基本面好转推动股价回升。
- **聚焦公司治理降低代际传承风险。** ①聚焦公司治理水平是外部投资者降低代际传承投资风险最有效的方式。无论是家族内传承还是外聘职业经理人，接班者能力最关键，但对于外部投资者而言，无法及时准确获取交接班方式和接班人能力信息，完善的公司治理将有助于降低风险。②构建上市民企治理水平评价体系，从股权、激励、董事会等方面筛选 8 大指标，赋予权重计算综合得分。③尚未交接班的明星民企（市值前 20），治理水平综合得分居全部民企中等，未显示出明显的大公司优势，其中药明康德、长城汽车、爱尔眼科得分较高，智飞生物、东方财富、韦尔股份得分较低。
- **风险提示：** 疫情蔓延；经济不及预期；通胀压力；历史经验不代表未来。

内容目录

1. A股民企画像：市场重要主体，偏成长、效率优、激励多	5
1.1. A股重要构成：民企数量/市值/成交占比居首，股价表现亮眼	5
1.2. 特色优势：行业偏成长，效率优、激励多	6
1.3. 突出问题：内部治理仍需完善	8
2. A股民企创始人交班或将加速	9
3. 创二代接班：盈利股价普遍走弱	10
3.1. 创二代接班：业务多元、盈利趋缓、股价疲弱	10
3.2. 案例 1-春秋航空：延续低成本核心战略，积极开拓业务增量	12
3.3. 案例 2-万向钱潮：创新有限，行业大变局下转型缓慢	14
4. 外聘经理人接班：盈利稳定、股价回升	15
4.1. 外聘经理人接班：业务集中、盈利稳定、股价回升	15
4.2. 案例 3-通威股份：把握行业大发展机遇，积极扩张抢占先机	17
4.3. 案例 4-四方股份：陷入多元化陷阱，高研发转化率低	18
5. 聚焦公司治理降低代际传承风险	19
5.1. 构建公司治理水平评价体系	19
5.2. 明星民企谁的治理得分高？	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: A 股民企公司数量占比达到 62% (2022/01/18)	6
图 2: A 股民企公司市值占比为 41% (2022/01/18)	6
图 3: A 股民企公司日均成交额 (2021) 占比达到 55%	6
图 4: 2020 年以来民企 100 指数大幅跑赢市场整体	6
图 5: 民企上市公司过半集中在成长性行业	7
图 6: A 股专精特新公司中民企占比达到 86%	7
图 7: A 股民企人均创收较低但可实现较高人均创利	7
图 8: 17-21 年实施股权激励的公司中民企占比达 80%	7
图 9: A 股民企大股东持股比例低但股权质押比例高	8
图 10: A 股民企的董事会人数及独董人数较少	8
图 11: 民企 ESG 评级 (治理) 得分均值较低	8
图 12: A 股民企 (实控人兼董事长) 中 58% 的董事长年龄超 55 岁	9
图 13: 市值前 20 大民企 (实控人兼董事长) 董事长平均年龄 59 岁	9
图 14: 民企创始人平均退休年龄为 59 岁	9
图 15: 上市民企目前代际传承情况分类 (统计区间为 2010 年以来)	10
图 16: 民企家族内传承后业务趋于多元化	11
图 17: 民企家族内传承后利润增速普遍放缓	11
图 18: 民企家族内传承后盈利能力普遍下滑	11
图 19: 民企家族内传承后股价走势疲弱	11
图 20: 民企家族内传承后收入增速随行业共同下降	12
图 21: 民企家族内传承后费用率明显上升	12
图 22: 春秋航空交接班后业绩仍维持稳健增长	12
图 23: 春秋航空交接班后股价表现仍然亮眼	12
图 24: 春秋航空交接班后依然延续低成本经营战略	13
图 25: 春秋航空净利率高于行业显示较强成本控制力	13
图 26: 春秋航空飞机和航线数量持续稳步增长	13
图 27: 春秋航空交接班后明显重视 OTA 渠道	13
图 28: 万向钱潮交接班后业绩持续走弱	14
图 29: 万向钱潮交接班后股价下行、基金持仓下降	14
图 30: 万向钱潮仍然依赖传统汽车零部件业务	15
图 31: 万向钱潮研发强度基本处于行业平均水平	15
图 32: 职业经理人接班后公司业务更加集中	16
图 33: 职业经理人接班后公司利润明显增长	16
图 34: 职业经理人接班后公司盈利能力整体稳定	16
图 35: 职业经理人接班后股价走势强劲	16
图 36: 职业经理人接班后公司营收增速有所提升	17
图 37: 职业经理人接班后公司费用率未见明显提升	17
图 38: 通威 2019 年以来营收和利润增速均有提升	17
图 39: 通威股价 2020 年以来大幅上涨	17
图 40: 通威资本开支处于可比公司领先水平	18
图 41: 通威顺应行业大发展积极扩张产能	18

图 42: 四方股份 2013 年以来营收和利润增速双降	18
图 43: 四方股份 2015 年后股价和基金持股大幅下降	18
图 44: 四方股份研发强度持续高于行业且 2013-17 年进一步提升	19
表 1: 民企治理水平评价指标体系	20
表 2: 尚未交接班的民企中市值前 20 大公司治理水平得分 (2022/01/19)	20
表 3: 市值 200 亿以上民企中治理水平得分前 20 家公司 (2022/01/19)	21
表 4: 市值 200 亿以上民企中治理水平得分后 20 家公司 (2022/01/19)	22

国内基本经济制度坚持两个毫不动摇，中央多次要求“优化民营经济发展环境”，民企已成为宏观经济和 A 股市场重要构成。以新能源车、光伏、半导体为代表的新兴成长赛道中，民企龙头已展现出强大实力。但需注意的是，民企创始人交班只是时间问题，如何实现平稳过渡，除接班人能力外，公司治理水平是关键。本篇报告针对民企创始人换代及内部治理进行讨论，主要结论如下：

1、民企已成为 A 股重要构成，其优势在于：多分布在成长性行业、费用把控效率较优、激励机制更加灵活；但突出问题在于内部治理仍需完善。

2、创始人交班是无法绕开的话题，未来几年 A 股民企将进入密集换代期。民企创始人交班方式主要包括家族内传承以及外聘职业经理人，创二代接班后业务趋于多元，职业经理人接班后业务倾向集中。资本市场对创始人退休保持谨慎，交班当年股价均有回落，之后聚焦基本面，整体来看职业经理人较创二代经营成绩更优。

3、外部投资者聚焦公司治理降低代际传承风险。无论是家族内传承还是外聘职业经理人，接班者能力是最核心因素，但对于外部投资者而言，完善的公司治理将有助于降低代际传承的投资风险。

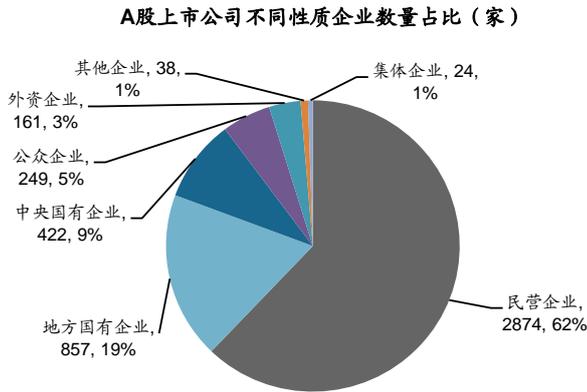
1. A 股民企画像：市场重要主体，偏成长、效率优、激励多

1.1. A 股重要构成：民企数量/市值/成交占比居首，股价表现亮眼

民企已成为 A 股市场重要构成，数量/市值/成交占比居首。截至 2022/01/18，A 股中民企 2874 家，占全部上市公司比重达到 62%，远超地方国企（857 家）、中央国企（422 家）；市值方面，民企 40.4 万亿元，占比 41% 低于数量占比，表明民企公司市值普遍偏小；成交方面，2021 年民企公司日均成交额 6219 亿元，占比 55%。从数量、市值、成交三大指标来看，民企占比均居于首位，已成为 A 股关键主体。

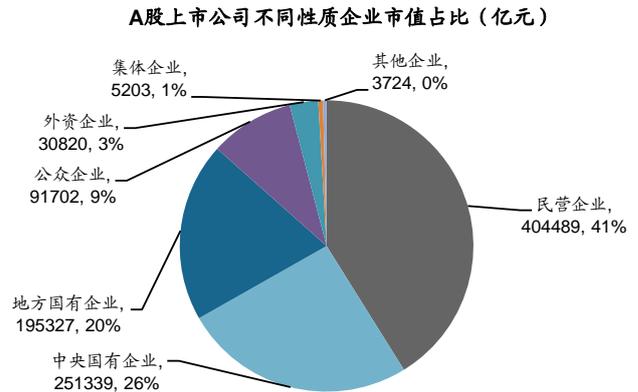
2020 年以来优质民企股价亮眼，大幅跑赢市场。我们选取国证民企领先 100 指数作为优质民企股票代表，该指数综合流动性、股权质押、资产负债率、市值等指标对民企进行筛选。2020 年以来（截至 2022/01/19）民企 100 指数累计上涨 50%，同期中证 100、上证综指涨幅分别为 7%、15%，优质民企大幅跑赢市场。从指数行业分布来看，民企 100 前三大权重行业为电力设备、电子、医药，其中宁德时代、隆基股份、恒瑞医药、立讯精密等均为优质民企龙头，新经济行业快速发展提供股价上涨的基本面支撑。

图 1: A 股民企公司数量占比达到 62% (2022/01/18)



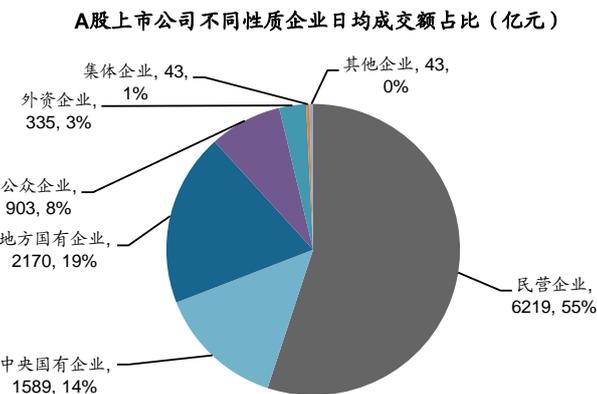
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: A 股民企公司市值占比为 41% (2022/01/18)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: A 股民企公司日均成交额 (2021) 占比达到 55%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2020 年以来民企 100 指数大幅跑赢市场整体



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 特色优势: 行业偏成长, 效率优、激励多

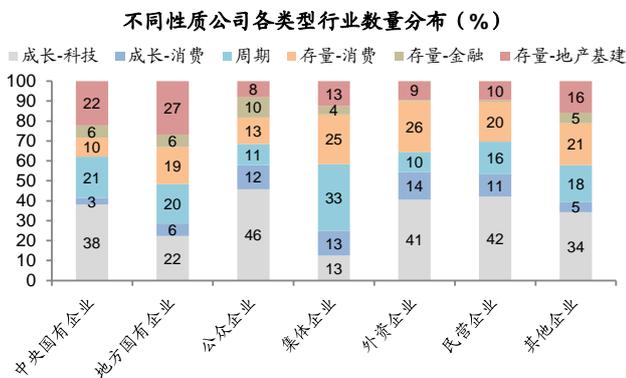
A 股民企多分布在成长型行业, 贡献专精特新超 80% 占比。从行业分布来看 (截至 2022/01/19), A 股民企主要集中在机械 (335 家)、医药 (301 家)、电子 (238 家)、基础化工 (237 家)、电力设备 (211 家) 等成长行业, 成长-科技和成长-消费类行业占比共达到 53%, 远超中央国企 (41%) 和地方国企 (29%), 但低于数量较少的其他属性企业。从代表政策支持方向的专精特新来看, A 股专精特新公司共 351 家, 其中民企 302 家占比 86%, 民企已成为国内创新的主力军。

A 股民企人均创利较高显示效率优势, 积极实施员工持股优化激励机制。2020 年 A 股民企人均创收中位数为 89 万元, 相较其他几类公司偏低, 但人均创利中位数达到 8.7

万元，与央企持平仅低于外资企业，表现出较优的费用把控能力，存在一定效率优势。2017-2021年A股共2237家公司公告实施股权激励，其中民企占比达到80%，不仅远超其他类型公司，也高于自身在全A中的数量占比，激励灵活将有效帮助民企绑定核心员工，进一步提升创新能力和效率。

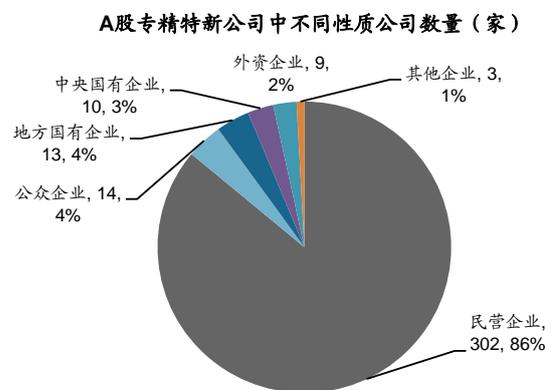
注：根据行业特征，我们将申万一级行业划分为六大类型。①周期：农林牧渔、建材、煤炭、钢铁、基础化工、石化、有色；②成长-科技：机械、电力设备、军工、通信、传媒、电子、计算机；③成长-消费：美容护理、医药；④存量-消费：零售、汽车、社服、食品饮料、家电、轻工、纺服；⑤存量-金融：非银、银行；⑥存量-地产基建：公用事业、建筑、环保、房地产、交运。

图 5：民企上市公司过半集中在成长性行业



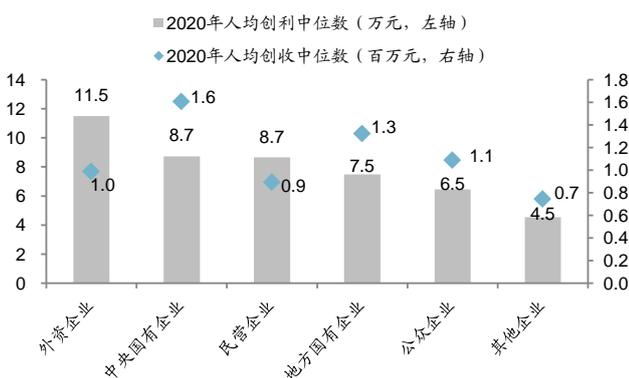
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：A股专精特新公司中民企占比达到86%



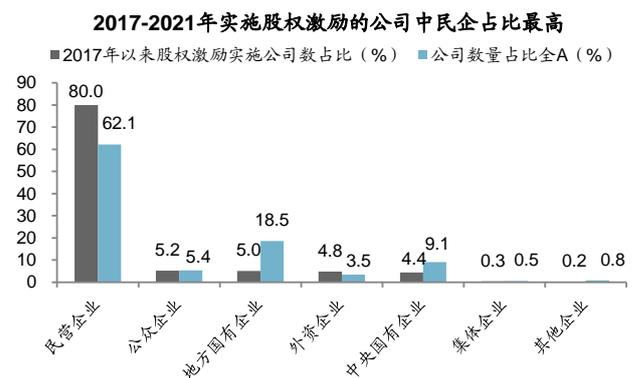
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：A股民企人均创收较低但可实现较高人均创利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：17-21年实施股权激励的公司中民企占比达80%

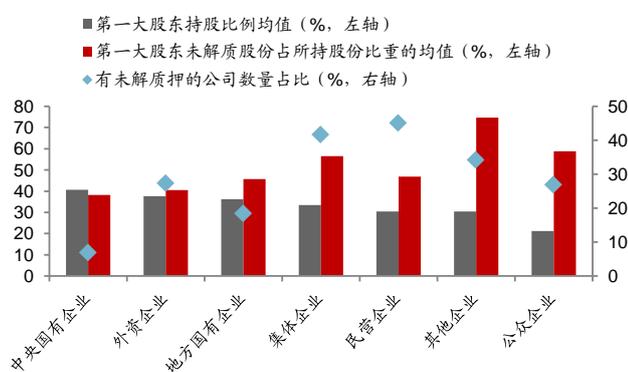


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 突出问题：内部治理仍需完善

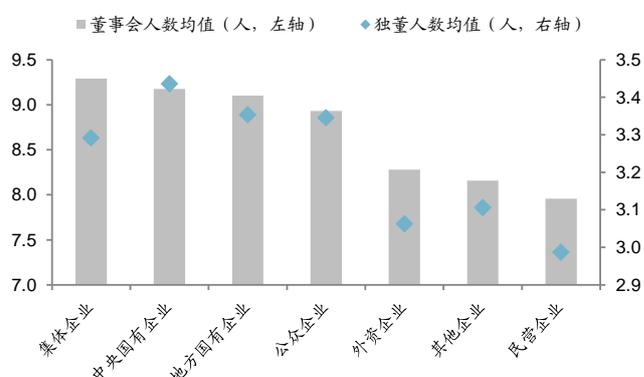
民企内部治理仍需优化。民企大股东及实控人普遍为个人，资金体量有限导致持股比例明显较低，第一大股东持股比例均值 30%，仅高于公众企业和其他企业，同时有 45%的民企大股东存在股权质押，这一比例为各类型最高，股权质押占所持股份比重均值达 47%，处于各类型中等水平。除股权结构外，民企最突出的问题在于内部治理的不完善，创始人一言堂往往容易导致内部治理失效，目前民企董事会人数和独董人数均值分别为 8 人、3 人，均为各类型最低。此外，从华证 ESG 评级得分来看，民企治理评级得分均值 7.2 同样较低，相比之下央企、地方国企得分达到 8.2、7.6。

图 9：A 股民企大股东持股比例低但股权质押比例高



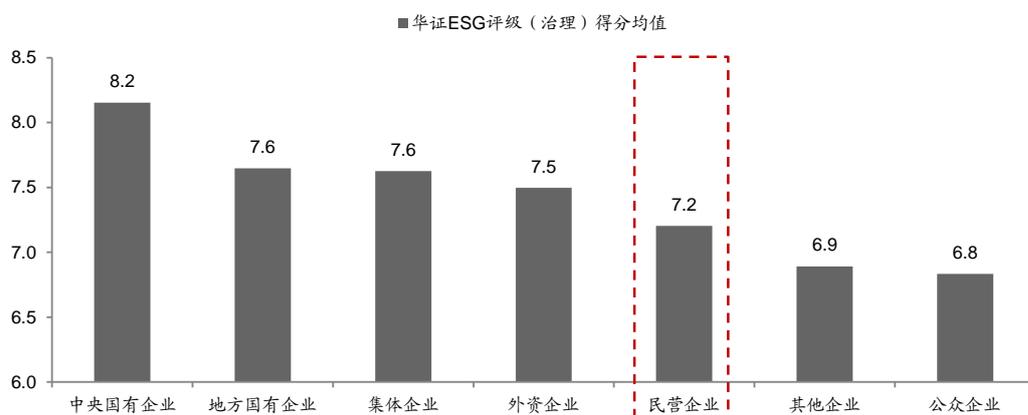
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：A 股民企的董事会人数及独董人数较少



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：民企 ESG 评级（治理）得分均值较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

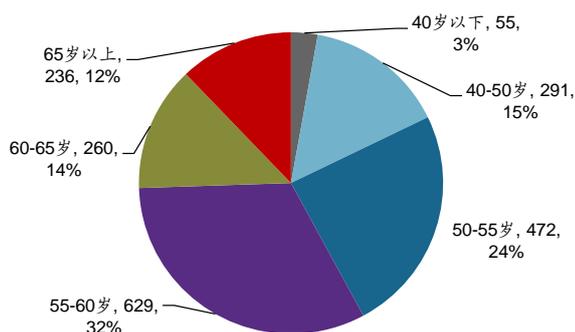
注：华证 ESG 评级为 AAA-C 共 9 级，我们分别赋值 9-1，据此计算评级得分均值

2. A 股民企创始人交班或将加速

创始人交班是民企无法绕开的话题，未来几年 A 股民企可能进入密集换代期。改革开放后的四十余年是国内民营经济快速发展期，众多企业家创始人推动公司上市形成 A 股庞大的民企群体。对于民企而言，创始人到龄交班是无法绕开的话题，是内部传承还是外聘职业经理人对企业发展将产生重大影响。我们将 A 股民企中目前实控人兼任董事长的公司视为未来存在换代需求的样本，统计发现其中 58% 的董事长年龄超过 55 岁，60-65 岁占比 14%、65 岁以上占比 12%。2010 年以来已经退休交班的民企创始人，平均退休年龄为 59 岁，意味着未来几年大量民企面临创始人交班。有换代需求的样本中市值前 20 大的公司，董事长平均年龄达到 59 岁，其中智飞生物、荣盛石化、海天味业董事长年龄最大分别达到 69、67、66 岁。

图 12: A 股民企（实控人兼董事长）中 58% 的董事长年龄超 55 岁

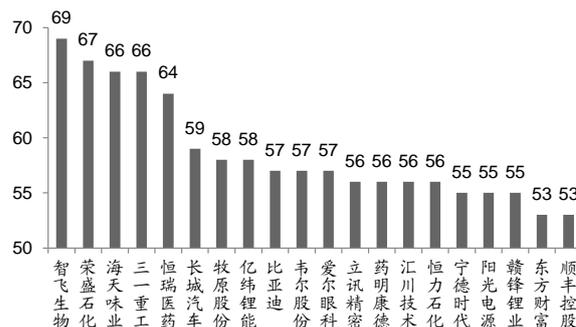
实控人担任董事长的民企中董事长不同年龄段人数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 市值前 20 大民企（实控人兼董事长）董事长平均年龄 59 岁

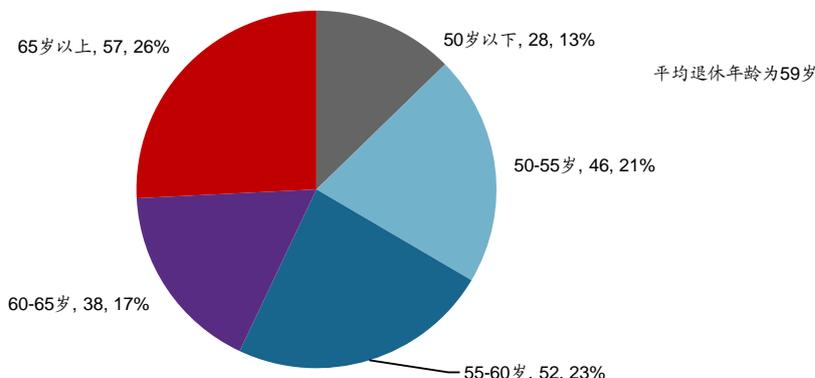
■ 实控人兼董事长的民企中：市值前 20 大公司董事长年龄（岁）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 民企创始人平均退休年龄为 59 岁

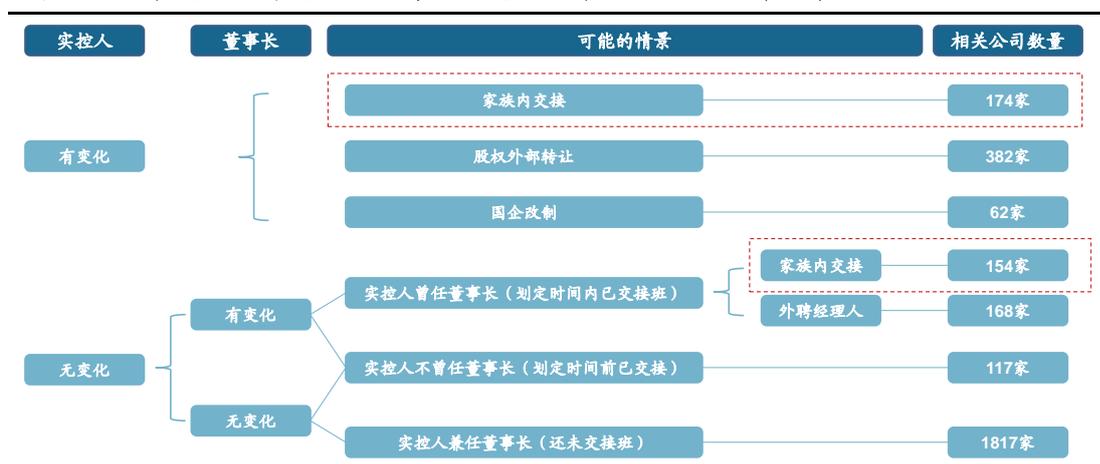
2010 年以来已交班的民企创始人退休年龄分布 (人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以实控人、董事长作为衡量公司权力的两个维度，将上市民企目前代际传承情况分为 7 类。我们将实控人和董事长视为公司权力的两大象征，统计上市民企 2010 年以来两个职位的变动，将代际传承情况进行分类：①实控人发生变化，我们即视为权力已做交接，其中变更前后实控人姓氏相同即视为**家族内交接**，若变更前后实控人姓氏不同即视为**股权外部转让**；②实控人没有变化，但是董事长发生变化且由实控人变为其他人，我们即视为权力已做交接，其中变更前后姓氏相同视为**家族内交接**，否则视为**外聘经理人**；③实控人、董事长均没有变化，并且 2010 年后实控人不曾担任董事长，我们视为在 2010 年前已做权力交接；④实控人、董事长均没有变化，并且目前实控人仍然兼任董事长，我们视为权力尚未交接。下文中，我们将就 2010 年后发生家族内传承的两类公司以及外聘经理人的公司进行统计分析，研究民企换代后基本面及股价表现。

图 15: 上市民企目前代际传承情况分类 (统计区间为 2010 年以来)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图中红色框内为本报告研究的家族内部传承情况

3. 创二代接班: 盈利股价普遍走弱

3.1. 创二代接班: 业务多元、盈利趋缓、股价疲弱

创二代接班: 业务趋于多元, 利润增速放缓、盈利能力下滑。我们以第二章中确定的两类公司为样本, 确定其换代年份为 t 年 (取 $t \leq 2018$), 统计前后几年基本面变化。业务层面, 51%的样本公司在交接班后第一大业务发生变化 (年报披露表述不同即视为变化, 实际变化比例应该小于 51%), 并且第一大业务营收占比均值由 $t-1$ 年的 64.4% 降至 $t+3$ 年的 60.2%, 意味着新任领导上任后普遍会进行业务拓展, 多元化倾向较强, 体现出创二代的变革思想。盈利方面, 61%的样本公司在换代后利润增速中枢出现下滑,

归母净利润均值在 t+1 年后基本没有增长; 63%和 74%的样本换代后净利率和 ROE 出现下滑, 整体净利率均值和 ROE 均值分别由 t-3 年 11.4%、13.4%降至 t+3 年的 7.4%、6.8%, 意味着创二代接手后公司基本面持续走弱, 未能延续业绩增长并逆转盈利能力的下滑。

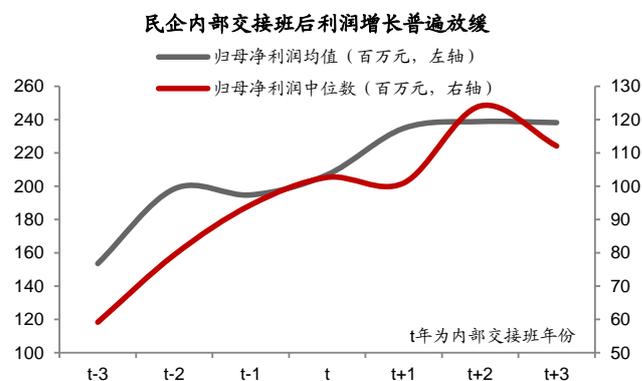
市场普遍对创二代接班持谨慎态度且不太认可后续成绩。我们将每家样本公司的股价走势做净值化处理并求均值, 来反映整体股价表现。在创二代接班的第一年即 t 年股价开始走弱, 之后连续下行, 直到 t+3 年股价才有回升但未超过此前高点。从换代后的股价表现来看, 市场普遍对创二代接班持谨慎态度, 一方面公司战略及经营思路可能发生变化, 另一方面创二代能力需要验证, 部分投资者退出观望, 但后续业绩增速的趋缓和盈利能力的下滑使得市场认可度进一步降低。

图 16: 民企家族内传承后业务趋于多元化



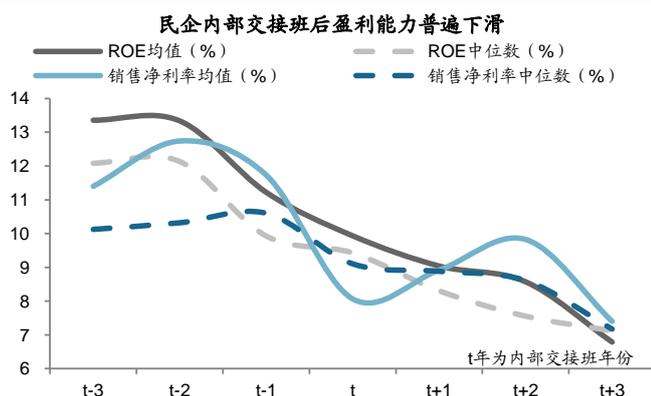
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 民企家族内传承后利润增速普遍放缓



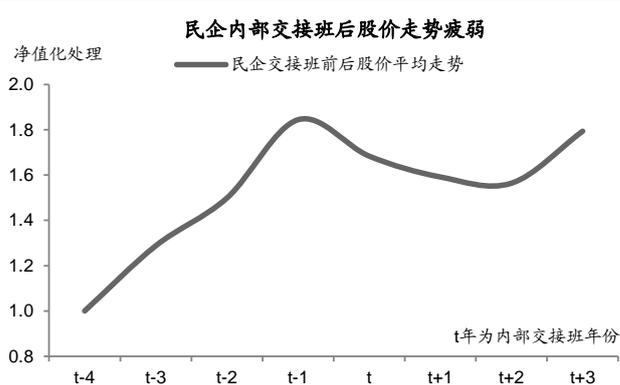
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 民企家族内传承后盈利能力普遍下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

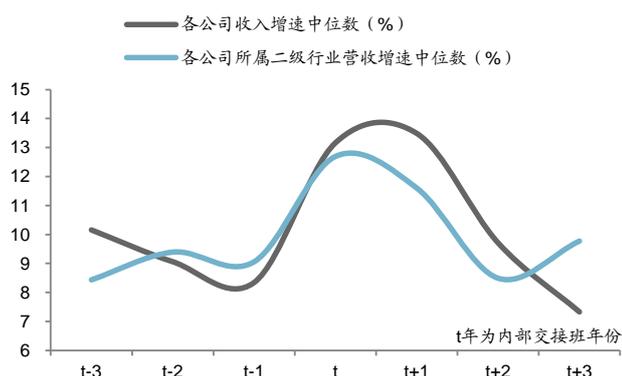
图 19: 民企家族内传承后股价走势疲弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

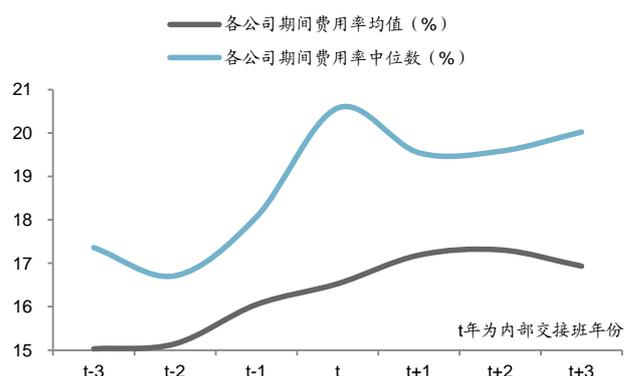
收入增速下滑、费用率提升是利润增长停滞主因。我们将样本公司换代前后各年营收增速中位数与各自所属二级行业营收增速中位数进行对比，创二代接班后公司收入增速普遍随行业出现下滑，无法明确判断创二代在其中所起的作用，但从数据来看其未能逆转行业趋势。从费用端来看，创二代接班后费用率较此前有明显提升，可能的原因包括业务多元化加大投入，或者费用把控能力下滑。收入增长失速以及费用率提升导致利润增长停滞，整体来看创二代接班后公司基本面走弱概率较大。

图 20: 民企家族内传承后收入增速随行业共同下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 民企家族内传承后费用率明显上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 案例 1-春秋航空: 延续低成本核心战略, 积极开拓业务增量

春秋航空内部交接班后业绩股价延续亮眼表现。并非所有的二代接班都体现为基本面走弱和股价下行，春秋航空即为典型的正面案例。2017 年公司创始人王正华之子王煜接任董事长，2018-19 年营收、归母净利润增速保持高位，2020 年受疫情冲击出现亏损，但 2021 年快速扭亏且整体表现优于行业整体；公司股价 2017-18 年震荡走平，2019 年后开启上行趋势，且大幅跑赢行业指数，市场认可度较高。

图 22: 春秋航空交接班后业绩仍维持稳健增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

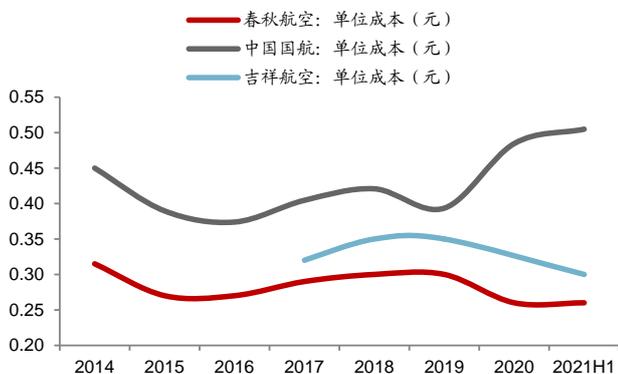
图 23: 春秋航空交接班后股价表现仍然亮眼



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

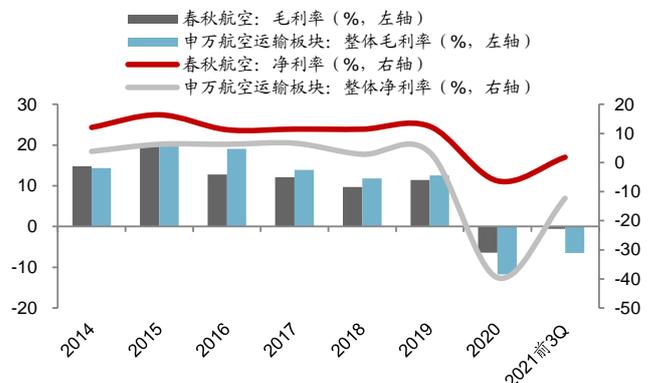
春秋航空顺利接班原因：延续低成本战略、保持业务扩张、完善激励机制。春秋航空实现顺利接班的最重要原因在于公司核心战略的延续，公司是国内首家低成本航空公司，新任董事长接班后仍然坚持这一战略并进一步优化，公司单位成本由2017年0.29元降至2021年上半年0.26元，不仅远低于行业龙头中国国航，且较可比公司吉祥航空（同样定位低成本）优势出现扩大。除战略延续外，新任董事长稳步推进业务扩张，运营飞机数量由2017年76架增加至2021年113架，复合增速10%；航线由2017年159条增加至2020年219条，复合增速11%；高度重视OTA渠道并开展合作，2017年电子商务直销（含OTA）占比由此前70%大幅提升至90%以上，顺应行业发展趋势。此外，公司自2018年后每年均推出员工持股计划，有效绑定核心员工，完善公司治理水平。

图 24：春秋航空接班后依然延续低成本经营战略



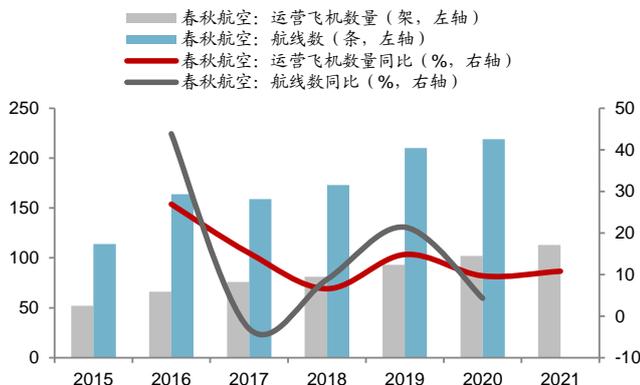
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：春秋航空净利率高于行业显示较强成本控制力



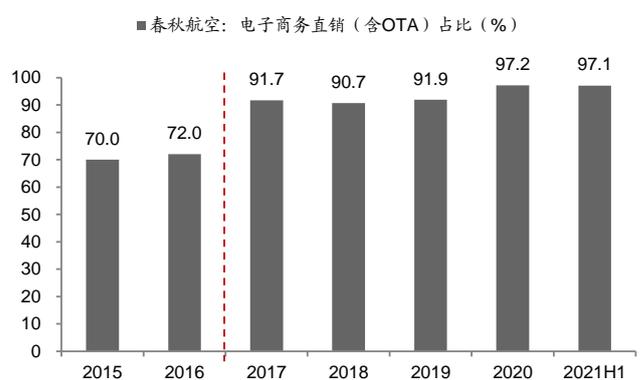
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：春秋航空飞机和航线数量持续稳步增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：春秋航空接班后明显重视 OTA 渠道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 案例 2-万向钱潮：创新有限，行业大变局下转型缓慢

万向钱潮实控人换代后业绩持续走弱，股价大幅下跌。万向钱潮是国内知名的汽车零部件生产商，创始人鲁冠球于 2017 年 10 月去世后，其子鲁伟鼎接任实控人，但董事长则由外部经理人接任。2018-20 年公司收入增长停滞，归母净利润出现连续下滑，ROE 由 14.1% 降至 6.3%，基本面弱化既有行业下行周期影响，也反映公司内部经营出现压力。公司股价则在实控人换代后大幅下跌，2018 年下半年以来基本维持底部震荡，公募基金持股占流通股比重由 2017 年中报 1.6% 下降至 2021 年 0.7%，机构认可和关注度同样减弱。

图 28：万向钱潮交接班后业绩持续走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：万向钱潮交接班后股价下行、基金持仓下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

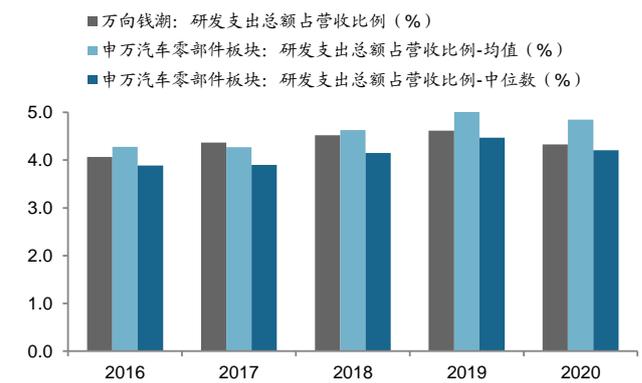
万向钱潮业绩走弱原因：行业大变局下创新有限、转型较慢。公司长期专注于汽车零部件业务，营收占比近几年虽有下滑但仍保持 70% 以上，毛利占比则保持 90% 以上。公司研发强度（研发支出/营收）低于行业均值，但略高于行业中位数，创新整体有限。在行业电动化、智能化大变局之下，公司新业务拓展缓慢，虽然早在 2016 年报中就已提出“围绕智能化、新能源方向开展电子产品研发和产业化”，但据公司调研公告显示目前新能源汽车方面的营收占比仅 5%-10%，业务固守传统不仅使基本面没有摆脱行业周期影响，而且股价估值也受到拖累。此外，公司高管薪酬占比营收和高管（除董事长）持股比例分别处在全部民企 5%、16% 分位，激励机制欠缺；大股东持股高达 64%，中小股东话语权弱，公司治理水平在民企中排名靠后。

图 30: 万向钱潮仍然依赖传统汽车零部件业务



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 31: 万向钱潮研发强度基本处于行业平均水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

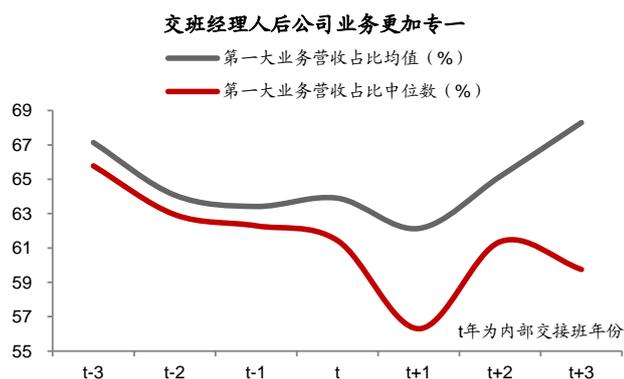
4. 外聘经理人接班: 盈利稳定、股价回升

4.1. 外聘经理人接班: 业务集中、盈利稳定、股价回升

外聘经理人接班: 业务更加集中、盈利稳定并恢复增长、股价明显回升。我们以第二章中外聘经理人类别为样本, 同样将交接班年份定为 t 年 (取 $t \leq 2018$)。业务层面, 有 63% 的公司第一大业务发生变化 (年报披露表述不同即视为变化, 实际变化比例应该小于 63%); 第一大业务营收占比均值由 $t-1$ 的 63.4% 提升至 $t+3$ 的 68.3%, 职业经理人接班后公司业务集中度有所提升。盈利方面, 49% 的公司交接班后利润增速中枢出现下滑, 这一比例明显小于创二代接班的 61%, 并且整体来看职业经理人接班后净利润打破停滞恢复增长; 60% 和 71% 的样本换代后净利率和 ROE 均值出现下滑, 但从整体中位数来看, 经理人接班后盈利能力基本稳定。

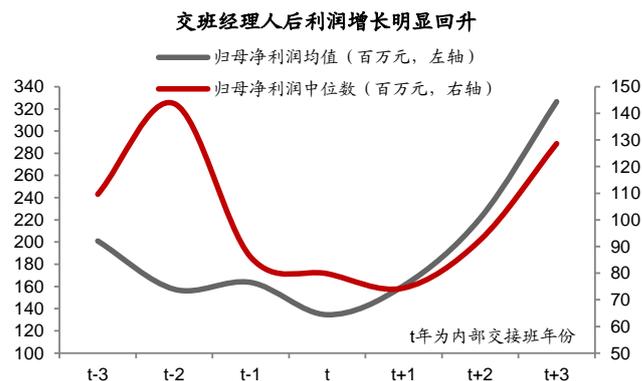
职业经理人接班后股价明显回升。按照创二代接班分析中采用的方法, 将每只股票股价走势做净值化处理求均值, 来反映整体股价表现。职业经理人接班当年, 股价出现大幅下跌, 似乎在反映市场对于创始人退休所带来不确定性的担忧, 但此后 3 年股价表现强劲连续反弹, 可能与经理人接班后基本面好转有关。整体来看, 市场对于创始人退休始终持谨慎态度, 无论接班的是家族成员还是职业经理人, 换代当年的股价均有下跌, 之后市场回归到对基本面的定价, 在经理人带领下公司盈利能力稳定且业绩增速提升, 市场将对此给出正面反馈, 反观创二代接班, 其经营成绩无法取得市场认可。

图 32: 职业经理人接班后公司业务更加集中



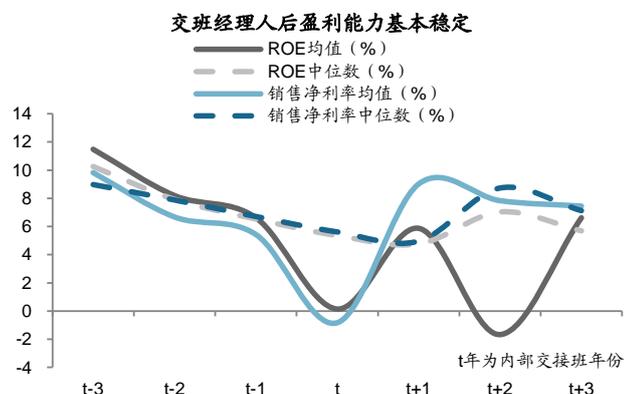
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 33: 职业经理人接班后公司利润明显增长



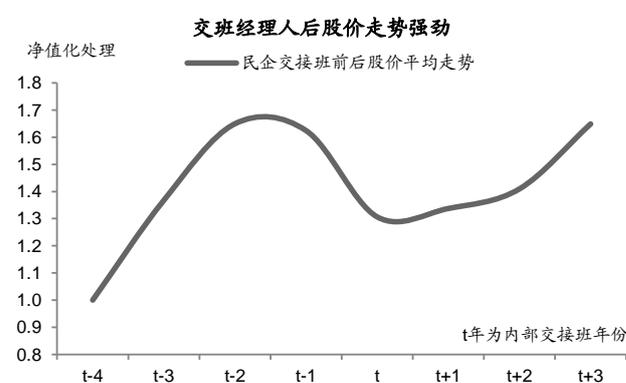
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 34: 职业经理人接班后公司盈利能力整体稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

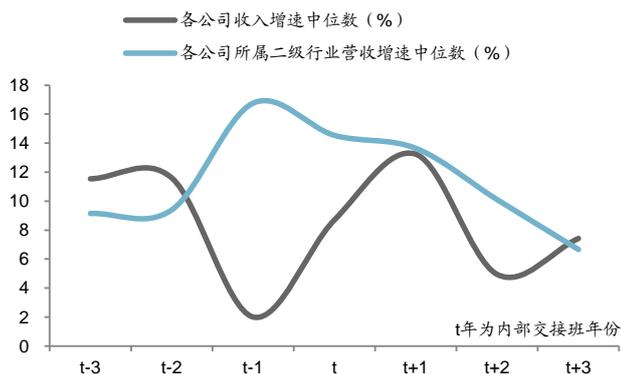
图 35: 职业经理人接班后股价走势强劲



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

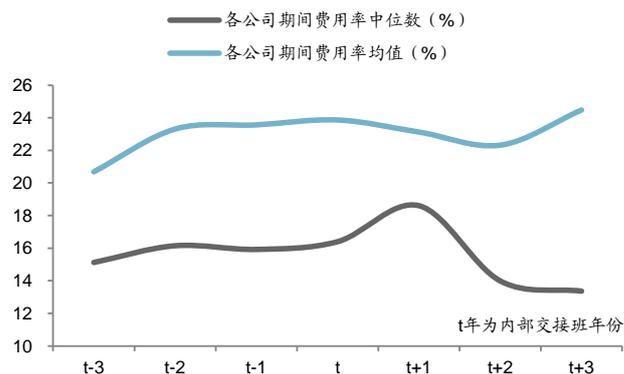
职业经理人接班后营收增速略有回升，费用率稳中有降。从利润表关键指标来看，虽然公司所属二级行业增速连续下滑，但职业经理人接班后公司营收增速中位数仍有所回升；同时期间费用率均值基本稳定，中位数明显下滑，费用把控能力的提升对利润增速回升起到重要作用。职业经理人接班后的成绩好于创二代，除专业能力外，激励和监督机制可能也起到关键作用。在我们的样本中，职业经理人接任董事长，但创始人普遍继续担任实控人，仍然可以通过人事任命起到监督 and 激励效果。

图 36: 职业经理人接班后公司营收增速有所提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 37: 职业经理人接班后公司费用率未见明显提升

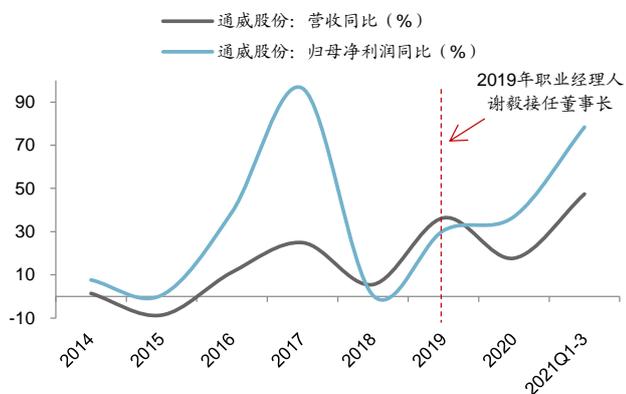


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 案例 3-通威股份: 把握行业大发展机遇, 积极扩张抢占先机

外聘经理人接班, 积极扩张把握行业机遇, 业绩股价双升。通威股份由刘汉元创办, 目前形成“农业(渔业)+光伏”双主业的经营模式, 其中光伏业务涉及硅料及电池片生产。2019年创始人刘汉元卸任董事长, 由职业经理人谢毅接任, 新任董事长上任后公司净利润增速大幅提升, 2020年以来借助市场风格优势股价大幅上涨, 顺利完成交接过渡。谢毅早在2013年即主导公司对合肥赛维的收购, 搭建起光伏电池片业务主体, 属于内部培养起来的优秀管理人才, 同时创始人仍然担任董事, 保证了公司战略思路连贯。通威股份长期保持较高的资本开支, 2020、2021H1资本支出/折旧摊销保持可比公司首位, 积极扩张硅料及电池片产能, 把握双碳目标下行业大发展的机遇。根据公司2021年中报, 至2022年底公司硅料产能将由8万吨(截至2021/06)增加至33万吨, 电池产能由35GW增至55GW, 我们预计将进一步巩固公司行业龙头地位。

图 38: 通威 2019 年以来营收和利润增速均有提升



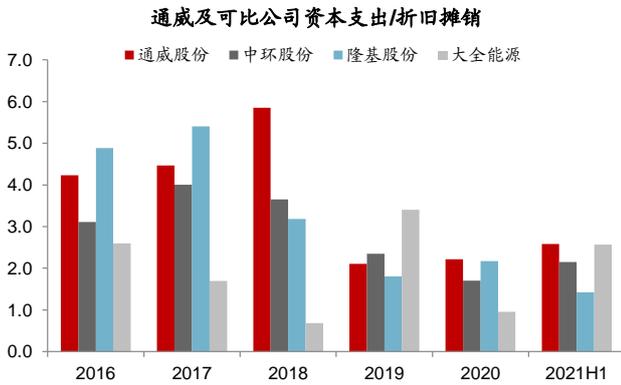
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 39: 通威股价 2020 年以来大幅上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 40: 通威资本开支处于可比公司领先水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 通威顺应行业大发展积极扩张产能

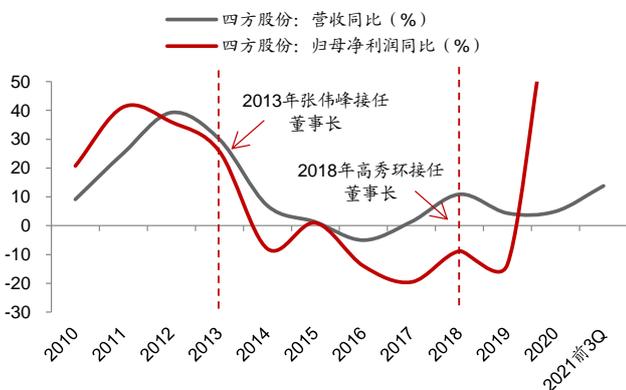


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 案例 4-四方股份: 陷入多元化陷阱, 高研发转化率低

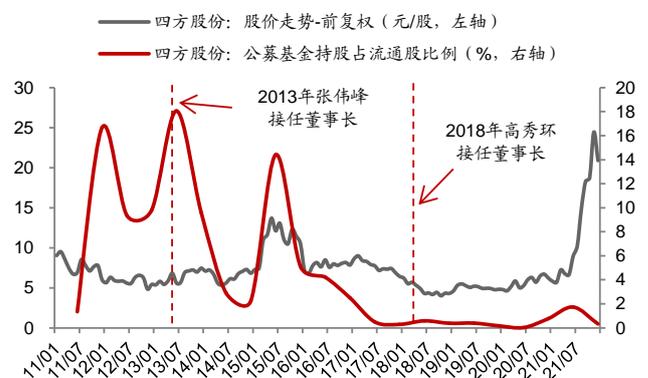
职业经理人接任后, 公司多元化、高研发效果不佳, 拖累基本面及股价。四方股份是国内能源与工业自动化领域的领先企业, 创始人王绪昭、杨奇逊均为电力领域知名专家。2013 年创始人王绪昭卸任董事长, 由张伟峰接任, 并于 2018 年换届为高秀环。2014 年后公司营收和利润增速大幅下滑, 2016-2019 年利润连续负增, 基本面走弱拖累股价自 2015 年后大幅下跌并底部震荡, 基金持仓比例几乎降至 0。创始人交班后, 公司业绩持续恶化的原因在于不恰当的多元化战略, 在传统继电保护和变电站自动化设备外, 积极拓展轨道交通、直流输电、安防、新能源等新业务, 但各业务之间协同性不强, 导致收入增长停滞。此外, 公司始终坚持高研发投入, 研发支出总额占营收比例 2014-2017 年进一步提升, 但高研发转换率较差, 进而拖累利润表现。

图 42: 四方股份 2013 年以来营收和利润增速双降



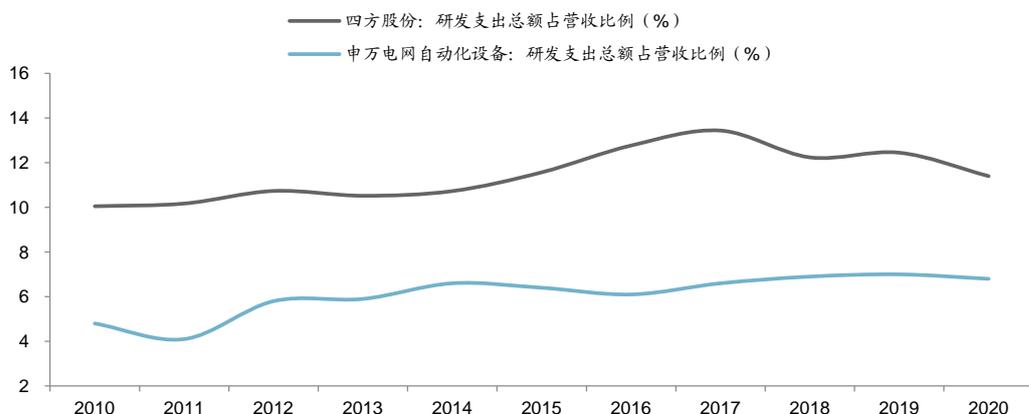
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 43: 四方股份 2015 年后股价和基金持股大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 44：四方股份研发强度持续高于行业且 2013-17 年进一步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 聚焦公司治理降低代际传承风险

聚焦公司治理水平是外部投资者降低代际传承投资风险最有效的方式。无论是家族内传承还是外聘职业经理人，接班者的能力是影响能否顺利过渡的最核心因素，但是能力的刻画有不同的维度并且需要时间来验证。对于外部投资者而言，无法及时准确获取交接班方式和接班人能力信息，完善的公司治理将有助于降低代际传承的投资风险。

5.1. 构建公司治理水平评价体系

构建上市民企治理水平评价体系：8大指标。为了量化评价上市民企治理水平，我们从股权、激励、董事会等方面筛选8大指标：独董占比、高管持股、董事长是否兼任总经理、董事会规模、高管薪酬、机构持股、股权制衡、第三方评级，对每家公司进行打分，并赋予各指标权重，计算综合得分。其中“董事长是否兼任总经理”是反向指标，若不兼任则便于强化董事会监督职能，我们赋值为6，否则赋值为4；其余指标均为正向指标，我们按照在总样本中的排序，由高到低分为10档，分别赋值10-1分。指标权重的确定，我们参考《去杠杆，究竟谁更积极与稳妥？》（周茜、许晓芳、陆正飞）中利用主成分分析计算的上述前7个指标的载荷系数（类似权重），并适当调整，最终确定指标权重。其中独董占比（20%）、高管持股（20%）、董事长是否兼任总经理（15%）、董事会规模（15%）对综合得分影响最大。

表 1: 民企治理水平评价指标体系

指标	解释	权重 (%)
独董占比	独立董事人数/董事会人数	20
高管持股	高管 (除董事长) 持股数量/总股本数量	20
董事长是否兼任总经理		15
董事会规模	董事会人数	15
高管薪酬	管理层薪酬总额/营收	10
机构持股	机构持股数量/流通股数量	10
股权制衡	第二至十位股东合计持股数量/第一大股东持股数量	5
第三方评级	华证 ESG 治理评级	5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 明星民企谁的治理得分高?

尚未交接班的明星民企, 治理水平得分如何? 从目前实控人兼董事长 (视为尚未交接班) 的民企中, 筛选市值最大的前 20 家公司 (见表 2), 治理水平综合得分在全部民企中的平均排名为 1190/2398, 未显示出明显的大公司优势。其中药明康德、长城汽车、爱尔眼科得分较高, 智飞生物、东方财富、韦尔股份得分较低。三一重工于 2022/01/20 公告创始人梁稳根卸任董事长, 由前总裁向文波接任, 根据我们的评价体系, 三一重工治理水平得分居全部民企前 20%, 我们认为优异的治理将有助于公司平稳过渡。

表 2: 尚未交接班的民企中市值前 20 大公司治理水平得分 (2022/01/19)

证券代码	证券简称	行业	市值 (亿元)	实控人兼董事长	董事长年龄	治理水平综合得分	民企总排名
603259.SH	药明康德	医药生物	3310	李革	56	5.9	35/2398
601633.SH	长城汽车	汽车	4098	魏建军	59	5.0	439/2398
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	1917	陈邦	57	5.0	439/2398
600031.SH	三一重工	机械设备	2068	梁稳根	66	5.0	448/2398
300014.SZ	亿纬锂能	电力设备	1879	刘金成	58	4.9	499/2398
002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	1769	李良彬	55	4.7	704/2398
002475.SZ	立讯精密	电子	3356	王来春	56	4.7	728/2398
002594.SZ	比亚迪	汽车	7364	王传福	57	4.7	779/2398
600346.SH	恒力石化	石油石化	1720	范红卫	56	4.6	881/2398
002352.SZ	顺丰控股	交通运输	3223	王卫	53	4.4	1156/2398
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	2925	孙飘扬	64	4.2	1407/2398
300274.SZ	阳光电源	电力设备	1793	曹仁贤	55	4.2	1440/2398
002493.SZ	荣盛石化	石油石化	1938	李水荣	67	4.2	1459/2398
300750.SZ	宁德时代	电力设备	13286	曾毓群	55	4.2	1459/2398
300124.SZ	汇川技术	机械设备	1739	朱兴明	56	4.1	1493/2398
603288.SH	海天味业	食品饮料	4380	庞康	66	4.0	1651/2398

002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	2870	秦英林	58	3.6	2121/2398
603501.SH	韦尔股份	电子	2557	虞仁荣	57	3.5	2171/2398
300059.SZ	东方财富	非银金融	3436	其实	53	3.4	2204/2398
300122.SZ	智飞生物	医药生物	1702	蒋仁生	69	3.3	2287/2398

数据来源：Wind，东吴证券研究所

市值 200 亿以上的民企，谁的得分高？ 在全部民企样本中，我们筛选市值在 200 亿以上的公司。其中得分最高的 20 家公司见表 3，多集中在医药、机械、计算机、通信行业，丽珠集团、奥普特、爱美客居前三；得分最低的 20 家公司见表 4，电子、电力设备数量最多，捷成股份、木林森、健友股份得分最低。

表 3：市值 200 亿以上民企中治理水平得分前 20 家公司（2022/01/19）

证券代码	证券简称	行业	市值 (亿元)	实控人	董事长	治理水平 综合得分	民企 总排名
000513.SZ	丽珠集团	医药生物	360	朱保国	朱保国	6.9	1/2398
688686.SH	奥普特	机械设备	212	卢盛林,卢治临	卢盛林	6.6	4/2398
300896.SZ	爱美客	美容护理	1012	简军	简军	6.4	7/2398
688366.SH	昊海生科	医药生物	206	蒋伟,游捷	侯永泰	6.2	12/2398
600380.SH	健康元	医药生物	241	朱保国	朱保国	6.0	25/2398
002558.SZ	巨人网络	传媒	239	史玉柱	史玉柱	6.0	26/2398
002690.SZ	美亚光电	机械设备	258	田明	田明	5.9	32/2398
603259.SH	药明康德	医药生物	3310	Ge Li(李革)等	李革	5.9	35/2398
600570.SH	恒生电子	计算机	876	马云	彭政纲	5.9	37/2398
300558.SZ	贝达药业	医药生物	310	丁列明	丁列明	5.8	44/2398
601828.SH	美凯龙	商贸零售	405	车建兴	车建兴	5.8	48/2398
300308.SZ	中际旭创	通信	315	王伟修	王伟修	5.8	49/2398
600588.SH	用友网络	计算机	1272	王文京	王文京	5.8	52/2398
300628.SZ	亿联网络	通信	773	陈智松等	陈智松	5.8	53/2398
300777.SZ	中简科技	国防军工	212	温月芳,杨永岗	杨永岗	5.8	58/2398
600196.SH	复星医药	医药生物	1231	郭广昌	吴以芳	5.7	66/2398
002399.SZ	海普瑞	医药生物	255	李锂,李坦	李锂	5.7	71/2398
603127.SH	昭衍新药	医药生物	376	冯宇霞,周志文	冯宇霞	5.7	75/2398
300759.SZ	康龙化成	医药生物	1034	Boliang Lou 等	Boliang Lou	5.7	86/2398
605111.SH	新洁能	电子	231	朱袁正	朱袁正	5.6	99/2398

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4: 市值 200 亿元以上民企中治理水平得分后 20 家公司 (2022/01/19)

证券代码	证券简称	行业	市值 (亿元)	实控人	董事长	治理水平 综合得分	民企 总排名
300058.SZ	蓝色光标	传媒	273	赵文权	赵文权	3.4	2252/2398
603589.SH	口子窖	食品饮料	379	刘安省,徐进	徐进	3.4	2257/2398
002384.SZ	东山精密	电子	412	袁永刚等	袁永刚	3.4	2262/2398
002459.SZ	晶澳科技	电力设备	1412	靳保芳	靳保芳	3.3	2271/2398
300122.SZ	智飞生物	医药生物	1702	蒋仁生	蒋仁生	3.3	2287/2398
603218.SH	日月股份	电力设备	261	傅明康	傅明康	3.3	2287/2398
002456.SZ	欧菲光	电子	300	蔡荣军	蔡荣军	3.2	2316/2398
600873.SH	梅花生物	食品饮料	244	王爱军等	王爱军	3.2	2319/2398
002727.SZ	一心堂	医药生物	213	阮鸿献	阮鸿献	3.2	2323/2398
002532.SZ	天山铝业	有色金属	422	曾超林等	曾超林	3.2	2323/2398
002402.SZ	和而泰	电子	243	刘建伟	刘建伟	3.2	2323/2398
300296.SZ	利亚德	电子	280	李军	李军	3.2	2328/2398
301078.SZ	孩子王	商贸零售	231	汪建国	汪建国	3.2	2330/2398
300054.SZ	鼎龙股份	电子	210	朱双全等	朱双全	3.1	2332/2398
688819.SH	天能股份	电力设备	408	张天任	张天任	3.1	2335/2398
600352.SH	浙江龙盛	基础化工	418	阮伟祥等	阮伟祥	3.1	2353/2398
000408.SZ	藏格矿业	基础化工	459	肖永明	肖宁	3.1	2354/2398
603707.SH	健友股份	医药生物	464	唐咏群等	唐咏群	2.9	2374/2398
002745.SZ	木林森	电子	217	孙清焕	孙清焕	2.7	2386/2398
300182.SZ	捷成股份	传媒	210	周楠	徐子泉	2.7	2387/2398

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性: 海外疫情不断反复,若海外疫情加剧,可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期: 若国内经济复苏进程不及预期,可能影响上市公司基本面表现。

通胀短期大幅飙升,货币政策快速收紧: 今年以来 PPI 陡峭上行,并向 CPI 加速传导,通胀压力上行可能引致货币政策收紧。

历史经验不代表未来: 因市场环境等因素变化,历史数据得出的经验可能在未来失效。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

