

## 市值管理迈入新阶段，深度研究价值进一步凸显

### ——市值管理专题研究 1

#### 投资要点

##### ➤ 市值管理的理论基础：从价值创造到价值实现

**市值管理以实现企业价值最大化为目标**，在专注于提升企业内在价值的基础上合法合规使用资本市场工具和策略，提升公司投资价值和股东回报。市值管理大体可以分为价值创造、价值经营和价值实现三个方面。

**实践中，市值管理工具**可分为价值提升（提升ROE、并购、高管股权激励、员工持股计划等）、供给变动（增持或回购减少流通股供给，同时向投资者传递信心；市场处于牛市时，可通过再融资、股份减持、增发、配股等）、需求引导（投资者交流）和基础服务（行业与资本市场研究）四类，并归结为宏观和微观两个层面。

##### ➤ 市值管理新阶段的政策内涵：加强监管

**近20年来我国市值管理政策不断完善，大致经历五阶段发展**。从2004年“国九条”提出资本市场发展，到2014年“新国九条”提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”，明确市值管理应服务于价值创造，再到2024年市值管理指引的正式落地，A股市值管理政策经历了从无到有、从理论到实践、从初步探索到全面规范的发展历程。

**本轮市值管理政策与前两次“国九条”显著不同**。前两次的“国九条”以资本市场的建设为主，2024年则主要以加强监管为主。2024年11月15日，证监会指定了《上市公司监管指引第10号——市值管理》，明确了市值管理的定义、相关主体的责任义务，以及两类公司的特殊要求。**本轮严监管的政策基调下，研究的重要性进一步凸显**——深度及前瞻的研究能够协助产业链协同、收并购、资产定价、投资者关系管理等业务。

##### ➤ A股市值管理现状：重视度与践行度不断提升

**本轮市值管理周期下，A股整体波动收敛**。2004年与2014年发布“老国九条”及“新国九条”后A股均出现显著牛市行情。2024年以来宏观经济增速较前两次放缓，与2004/2014年的“粗放式制度红利”不同，当前政策更注重“精准施策”。因此，随着资本市场建设的逐渐完善，市值管理政策通过预期引导来短期提振市场情绪的效果逐步减弱，长期来看，市值管理仍需依赖公司的治理改善与资本配置效率提升。近年上市公司对市值管理的重视度与践行度不断提升，通过分红、回购、股权激励、增持、并购重组等多种方式探索市值管理道路。

##### ➤ 风险提示

国内经济增长波动的风险；数据统计误差；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级：看好

分析师：吴起涤

执业登记编号：A0190523020001

wuqidi@yd.com.cn

分析师：姜楠宇

执业登记编号：A0190525020001

jiangnanyu@yd.com.cn

红利指数与沪深300指数走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

## 目录

一、市值管理的理论基础：从价值创造到价值实现 .....	3
二、市值管理新阶段的政策内涵：加强监管 .....	4
三、A股市值管理现状：重视度与践行度不断提升 .....	7
四、风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：市值管理的三大环节 .....	3
图 2：市值管理的实践框架 .....	4
图 3：市值管理方式与动态过程 .....	4
图 4：市值管理的主要方式 .....	6
图 5：2005-2025M2 沪深 300 指数的走势 .....	8
图 6：2010-2025 年股份回购公告数量及总金额 .....	8
图 7：A股现金分红 .....	9
图 8：2014-2025 年 A 股实施股权激励的企业数量 .....	9
图 9：不同评级机构家数对应上市公司数量及占比 .....	10
图 10：A股机构调研家数 .....	10
图 11：2008 年至今 A 股并购重组委审核通过的公司数量 .....	11

表 1：市值管理的政策沿革 .....	4
表 2：资本市场三次“国九条”对比 .....	5

## 一、市值管理的理论基础：从价值创造到价值实现

市值管理以实现企业价值最大化为目标，在专注于提升企业内在价值的基础上合法合规使用资本市场工具和策略，提升公司投资价值和股东回报。Fisher 在 1906 年提出的资本价值理论和 Miller 在 1958 年提出的资本结构理论为市值管理提供了理论基础，世界知名咨询公司如波士顿、麦肯锡开发出了实践应用层面的成熟市值管理模型。

市值管理大体可以分为价值创造、价值经营和价值实现三个方面。其中价值创造重点关注企业的内在价值，分析影响公司内在价值的相关因素并加以管理，驱动公司内在价值的提升。价值经营则侧重合法合规利用各种资本市场工具和策略，在公司市值明显偏离内在价值时让股价回归能够反映公司内在价值的合理水平。价值实现则强调上市公司应建立与资本市场沟通与交流的常态化机制，让资本市场充分发现和认可公司的投资价值，使公司价值得以最终实现。价值创造与价值经营共同构成了价值管理，市值管理关注如何在价值管理的基础上与资本市场进行充分有效的沟通，让股价能够恰当反应公司的内在价值。

图 1：市值管理的三大环节



资料来源：李旎等《市值管理的综合分析框架》，源达信息证券研究所

实践中，市值管理工具可分为价值提升、供给变动、需求引导和基础服务四类，并归结为宏观和微观两个层面。

①价值提升类工具：通过价值创造提升公司竞争力，进而提高公司的投资价值。此类工具包括提升 ROE、并购、高管股权激励、员工持股计划等资本运作工具。

②供给变动类工具：通过改变二级市场股票交易的供给数量，实现股价与内在价值匹配的目标。如市场下行压力较大时，通过大股东增持或回购减少流通股供给，同时向投资者传递信心；市场处于牛市时，可通过再融资、股份减持、增发、配股等资本运作工具降低公司的投融资成本。

③需求引导类工具：通过与投资者交流，传播公司价值，引导投资者的投资交易需求。包括投资者关系管理、信息披露等。

④基础服务类工具：通过对行业与资本市场研究，为其他工具提供决策支持和参考。随着资本市场成熟度提升，深度价值研究的重要性逐步凸显。

图 2：市值管理的实践框架

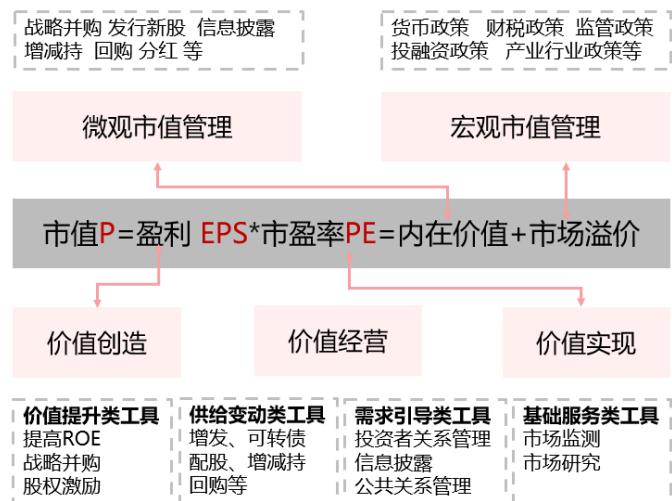
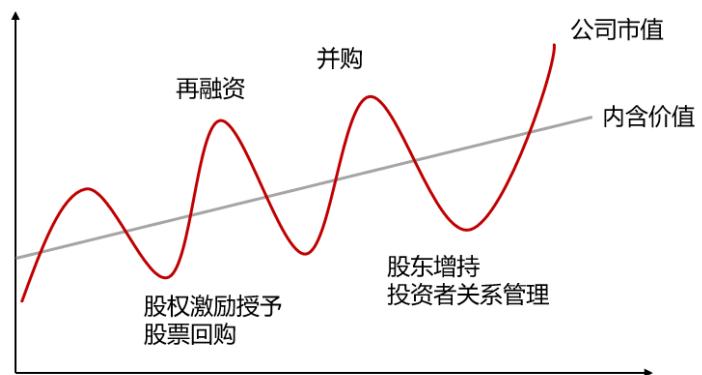


图 3：市值管理方式与动态过程



资料来源：袁江等《中国特色上市银行市值管理框架》，源达信息证券研究所

资料来源：李施《市值管理的综合分析框架》，源达信息证券研究所

## 二、市值管理新阶段的政策内涵：加强监管

近 20 年来我国市值管理政策不断完善，大致经历五阶段发展。从 2004 年“国九条”提出资本市场发展，到 2024 年市值管理指引的正式落地，A 股市值管理政策经历了从无到有、从理论到实践、从初步探索到全面规范的发展历程。

表 1：市值管理的政策沿革

市值管理阶段	政策发布日期	政策名称及主要内容
2004-2006 年	2005 年 4 月 29 日	《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》：启动股权分置改革试点，允许非流通股通过支付对价获得流通权，消除同股不同权的制度性障碍。
股权分置改革启动，奠定市场化基础	2006 年 1 月 1 日	《上市公司股权激励管理办法（试行）》：规范股权激励计划，将管理层利益与公司市值挂钩，推动市值管理意识萌芽。
2007-2013 年	2008 年 4 月 16 日 (2011、2014、 期，规范并购 重组与退市 2016、2019、 2020 年修订)	《上市公司重大资产重组管理办法》：规范并购重组行为，鼓励通过市场化整合提升资产质量。

	2012 年 6 月 28 日	《关于改进和完善上市公司退市制度的意见》：建立市场化退市机制，倒逼企业注重长期价值。
<b>2014-2018 年 新“国九条” 明确市值管理 方向</b>	2014 年 5 月 9 日	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新“国九条”）：首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”，明确市值管理应服务于价值创造。
	2014 年 12 月	《上市公司市值管理指引》（自律性文件）：界定市值管理的合法边界，强调信息披露与合规操作。
	2019 年 6 月 13 日	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》：试点注册制，强调以信息披露为核心，推动市场化定价。
<b>2019-2023 年 注册制改革与 法治化建设</b>	2020 年 3 月 1 日	《中华人民共和国证券法（修订）》：全面推行注册制，加大财务造假处罚力度，强化投资者保护。
	2022 年 4 月 11 日	《上市公司投资者关系管理指引》：规范投资者沟通机制，要求公司主动传递长期价值。
	2023 年 2 月 1 日	《全面实行股票发行注册制总体实施方案》：全面注册制落地，进一步优化市场化约束机制。
	2024 年 4 月 12 日	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》：明确禁止“伪市值管理”，严查利用信息披露、内幕交易等操纵股价行为。
<b>2024 年至今 全面注册制后 监管强化期</b>	2024 年 9 月 24 日	中国证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，要求主要指数成分股公司制定市值管理制度，明确市值管理的定义、目标和具体要求。
	2024 年 12 月 17 日	国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，进一步推动央企控股上市公司重视市值管理。

资料来源：证监会，中国政府网，源达信息证券研究所

**在金融环境整体收紧的政策背景下，本轮市值管理政策与前两次“国九条”显著不同。**2004 年“国九条”重点解决股权分置问题，推动资本市场改革开放，完善基础制度，为后续市场发展奠定基础。2014 年“国九条”在市场规模扩大的背景下，着重完善多层次资本市场体系，推进注册制改革，提高市场效率。而本次 2024 年的“国九条”强调加强监管、防范风险，推动资本市场高质量发展，解决深层次矛盾，强化投资者保护。**前两次的“国九条”以资本市场的发展建设为主，2024 年则主要以加强监管为主。**

表 2：资本市场三次“国九条”对比

方面	2004 年“国九条”	2014 年“国九条”	2024 年“国九条”
	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》

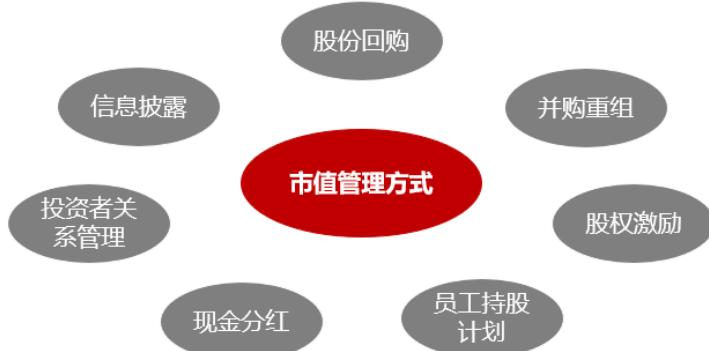
<b>核心任务</b>	推进资本市场改革开放，解决股权分置问题，完善现代市场体系	健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革	加强监管、防范风险，推动资本市场高质量发展
<b>政策重点</b>	1. 解决股权分置问题 2. 推进资本市场改革开放 3. 建设透明高效、结构合理的资本市场	1. 健全多层次资本市场体系 2. 推进股票发行注册制改革 3. 鼓励市场化并购重组	1. 强化上市公司持续监管 2. 加大退市监管力度 3. 推动中长期资金入市
<b>宏观背景</b>	股市低迷，股权分置问题突出，资本市场处于草创阶段	股市规模位居世界前列，但制度建设滞后，市场波动风险较大	市场面临深层次矛盾，需要解决发展不均衡问题，强化投资者保护
<b>政策倾向</b>	1. 推动资本市场发展 2. 完善基础制度	1. 扩大市场开放 2. 提高市场效率	1. 强化监管与风险防范 2. 推动高质量发展
<b>具体措施</b>	1. 推动股权分置改革 2. 提高上市公司质量 3. 健全资本市场体系	1. 推进注册制改革 2. 发展多层次股权市场 3. 加强投资者保护	1. 提高上市标准 2. 完善退市制度 3. 加强交易监管

资料来源：证监会，中国政府网，源达信息证券研究所

**2024年以来市值管理政策不断加码，开启市值管理新篇章。**2024年11月15日，证监会指定了《上市公司监管指引第10号——市值管理》（后称《指引》），明确了市值管理的定义、相关主体的责任义务，以及两类公司的特殊要求。

- 定义和方式。**上市公司应当聚焦主业提升经营效率和盈利能力，同时可以结合自身情况运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升投资价值。

图4：市值管理的主要方式



资料来源：证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理》，源达信息证券研究所

- **董监高、控股股东等相关主体的责任义务。**一是董事会需重视上市公司质量提升，在重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益。二是董事长要做好相关工作督促、推动和协调，董监高人员要积极参与提升上市公司投资价值的各项工作。三是董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露等相关工作；四是控股股东可在符合条件情况下通过股份增持、自愿延长股份锁定期等方式提振市场信心。
- **指数成份股和长期破净公司的特殊要求。**一是主要指数成份股公司需制定并公开披露市值管理制度，明确职责分工、内部考核评价等；二是长期破净公司应披露估值提升计划，包括目标、期限及具体措施。
- **市值管理中禁止事项。**明确上市公司及其控股股东等要提高合规意识，不得在市值管理中出现违法违规、损害中小投资者权益行为。

本轮严监管的政策基调下，政策目标是推动建设长期健康发展的资本市场，**研究的重要性进一步凸显**——深度及前瞻的研究能够协助产业链协同、收并购、资产定价、投资者关系管理等业务。

### 三、A股市值管理现状：重视度与践行度不断提升

**从市场表现来看，本轮市值管理周期下，A股整体波动收敛。**市值管理政策自2005年以来逐步细化，2004年与2014年发布“老国九条”及“新国九条”后A股均出现显著牛市行情（2005-2007年、2014-2015年）。

**2004年**经济高速增长（2004年GDP同比+10.1%），但资本市场存在股权流动性割裂、定价机制扭曲等问题，政策旨在解决历史遗留问题，重塑市场基础制度，市场情绪和宏观经济环境对指数影响较大。

**2014年**经济增速换挡（2014年GDP同比+7.3%），传统产业产能过剩，亟需资本市场支持转型升级，政策侧重提升直接融资比重，引导资金服务实体经济。市场在政策推动下出现阶段性上涨，但波动较大。

**2024年**以来宏观经济增速较前两次放缓，经济面临内需不足与结构性转型阵痛。与2004/2014年的“粗放式制度红利”不同，当前政策更注重“精准施策”。因此，随着资本市场建设的逐渐完善，市值管理政策通过预期引导来短期提振市场情绪的效果逐步减弱，长期来看，市值管理仍需依赖公司的治理改善与资本配置效率提升。

图 5：2005-2025M2 沪深 300 指数的走势



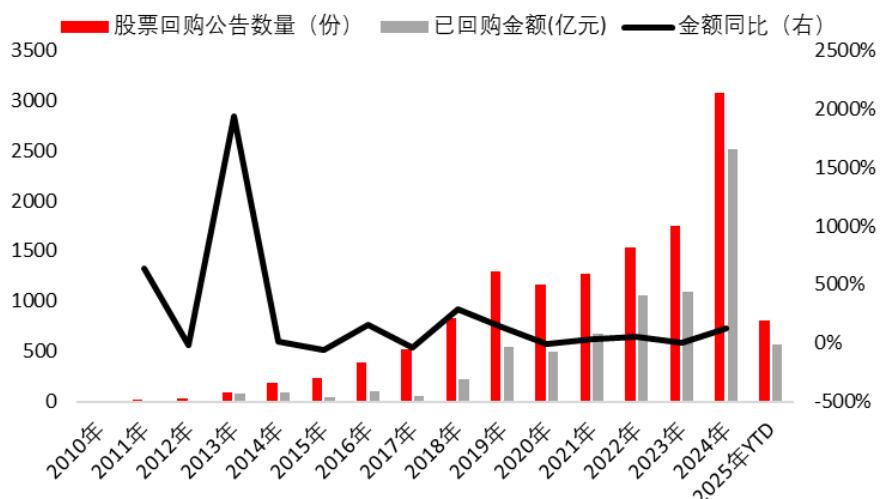
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：数据截止 2025 年 2 月 14 日

近年上市公司对市值管理的重视度与践行度不断提升，通过分红、回购、股权激励、增持、并购重组等多种方式探索市值管理道路。具体来看：

**1.股份回购：2018 年以来 A 股的股份回购政策逐步优化，现金回购逐渐回暖。**2018 年《公司法》明确非减资回购的其他三种情形，A 股年回购规模从 2017 年 58 亿元增至 2018 年的 226 亿元。2023 年 12 月发布《上市公司股份回购规则》，提高股份回购便利度。2024-2025 年上市公司回购热情持续高涨。据 Wind 统计，2024 年 A 股市场共披露了 3076 份回购相关公告，已回购金额总计 2513 亿元；截至 2 月 14 日，2025 年 A 股市场共披露了 805 份回购相关公告，已回购金额总计 567 亿元。

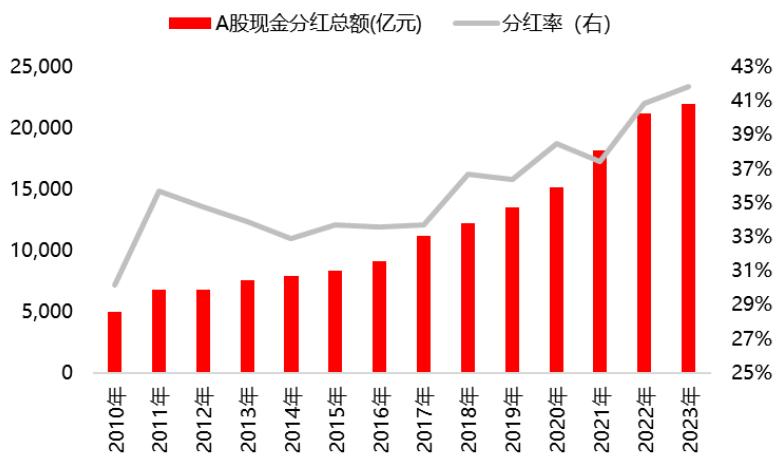
图 6：2010-2025 年股份回购公告数量及总金额



资料来源：Wind，源达信息证券研究所 注：数据截止 2025 年 2 月 14 日

**2.现金分红：2010年至2023年，A股分红额攀升，分红率整体呈上升趋势。**2024年4月12日，国务院发布新“国九条”，明确提出强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持并实施风险警示。在监管引导下，多家上市公司发布未来三年股东回报规划，提升了投资吸引力。2023年全A股分红额达到2.2万亿元，整体分红率达到41.9%。

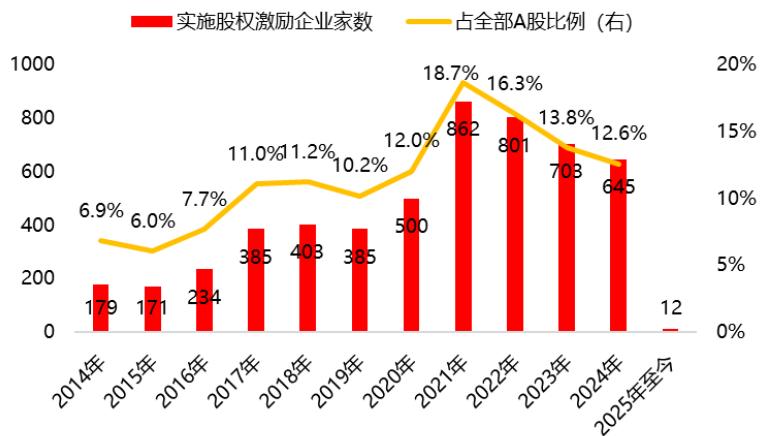
图7：A股现金分红



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

**3.股权激励：2021年以来，A股股权激励工具的运用迈入常态化阶段。**从2005年的《上市公司股权激励管理办法（试行）》发布至今，在政策的持续细化完善下，A股市场的股权激励可概括为“探索-规范-扩大应用”三个阶段。2021年以来，注册制的全面推进更推动了A股的股权激励实施，税收优惠、信息披露等相关配套政策也随之落地或细化。按照预案公告日统计（仅统计成功实施股权激励的企业），2021年实施股权激励的上市公司同比增长72.4%，占A股的比重提升至18.7%；2022-2024年，实施股权激励的上市公司占A股的比重也都在12%以上。

图8：2014-2025年A股实施股权激励的企业数量



资料来源：Wind，源达信息证券研究所 注：数据截至2025年2月14日

**4. 投资者关系管理：上市公司的机构覆盖度仍有较大提升空间。** A 股共有 5,396 家上市公司，其中有 2,526 家上市公司评级机构家数为 0，占上市公司总数的 46.8%，近半数上市公司未有评级机构覆盖。573 家上市公司仅被一家评级机构覆盖，占上市公司总数的比重约达 10.6%。342 家上市公司的评级机构覆盖家数为 2 家，占上市公司总数的比重为 6.3%。242 家上市公司的评级机构覆盖家数为 3 家，占上市公司总数的比重为 4.5%。被超过 3 家评级机构覆盖的上市公司为 1,713 家，占上市公司总数的 31.7%。

近一年来，全部 A 股 5,396 家上市公司中有 1,631 家机构调研家数为 0，占上市公司总数的 30.2%，尚有大量上市公司缺乏与资本市场的交流，阻碍资本市场发现优质上市公司的投资价值。中国证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》提出，董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作，与投资者建立畅通的沟通机制。随着市值管理工作的逐步推进，中国上市公司的机构关注度有望持续提高，利于提升上市公司质量和投资价值，促进资本市场健康发展。

图 9：不同评级机构家数对应上市公司数量及占比

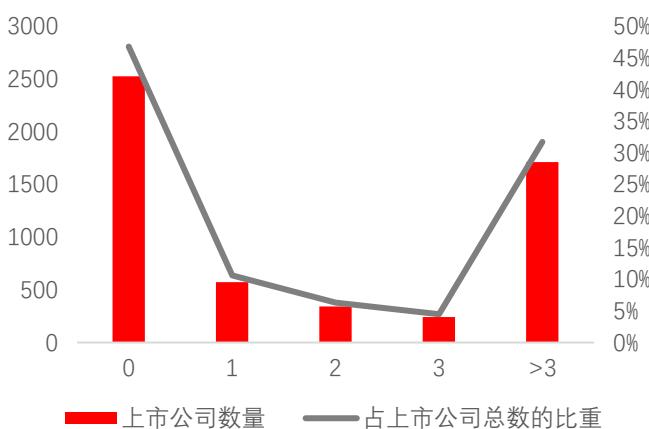


图 10：A 股机构调研家数

机构调研家数	上市公司数量	占上市公司总数的比重
0	1,631	30.2%
1	202	3.7%
2	102	1.9%
3	60	1.1%
4	49	0.9%
5	34	0.6%
>5	3,318	61.5%

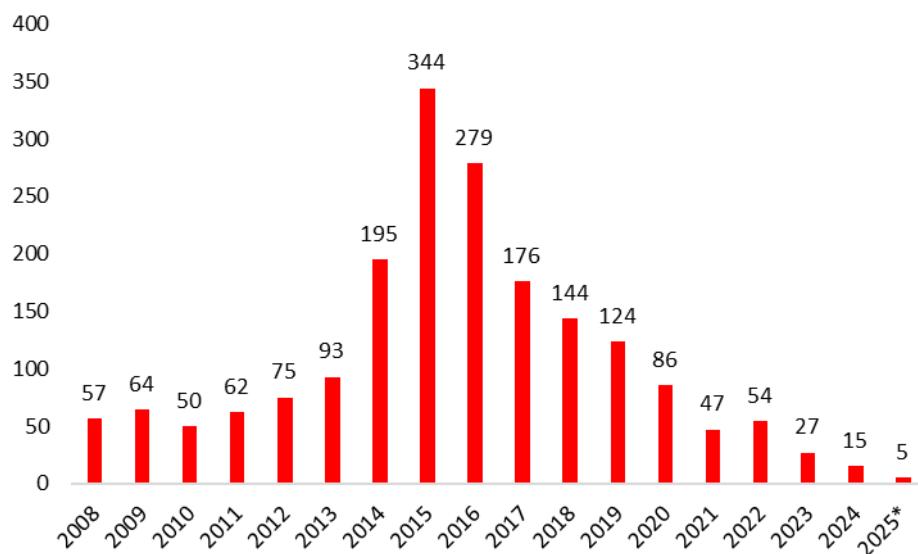
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

**提高上市公司的信息披露质量可以促进上市公司内部管理水平的提高，有助于增加信息透明度，减少信息不对称，使利益相关者能够更好的监督公司运营。** 良好的公司治理又有益于在资本市场树立良好的公司形象，增强投资者对公司的信任，从而吸引投资者购买公司股票，利于公司估值的提升。更加透明有效的公司治理可以提升公司内控有效性，降低公司的经营风险，从而让公司获得较低的融资成本并降低公司的融资难度。总体而言，近年来信息披露评价工作稳步推进且收效明显，沪深交易所均对上市公司信息披露质量做出了评价，评价结果分为 A (优秀)、B (良好)、C (合格)、D (不合格) 四个等级，从 2020-2024 沪市上市公司信息披露评价结果来看，优秀率维持在 18% 左右。

**5.并购重组：过去 20 年我国资本市场的并购重组领域经历了业务“开展—繁荣—整顿—再出发”，当前并购重组步入“脱虚向实”新阶段。**我国资本市场并购重组制度演变大致可以分为制度建立（2000-2013 年）、政策松绑（2014-2015 年）、加强监管（2016-2018 年）、边际放松（2019-2023 年）、政策再提振（2024 年至今）等五个阶段。

图 11：2008 年至今 A 股并购重组委审核通过的公司数量



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

注：2025 年数据截至 2025 年 2 月 13 日

## 四、风险提示

国内经济增长波动的风险；

数据统计误差；

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 投资评级说明

行业评级 以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上

中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上

看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

公司评级 以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对于恒生沪深 300 指数表现 +20%以上

增 持： 相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%

中 性： 相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动

减 持： 相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

## 办公地址

### 石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

### 上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

## 分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。