

上市公司质量提升观察

资本市场专题研究

2024年“新国九条”出台，关于上市公司质量方面要求“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”、“投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高”、“压实地方政府在提高上市公司质量方面的责任”。

如何衡量上市公司质量

有关上市公司质量的研究比较多，目前学术界涉及定量评价的研究大多主要依赖财务指标和非财务指标。我们目前选取上市公司盈利能力、偿债能力、成长性以及运营效率作为财务指标来观察上市公司整体健康程度。针对非财务指标，我们认为可以从公司治理能力、研发强度、主营业务结构分布、环境、社会、治理（ESG）以及出海规模占比等多维度来判断上市公司综合质量水平。

上交所历轮质量提升行动

2020年，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》。意见指出，上市公司是资本市场的基石，提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求，是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。2022年，证监会出台《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》。为细化落实证监会行动方案，上交所启动第二轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》。

财务指标变化

尽管短期看来，部分财务指标有所承压，但上市公司结构优化、科技创新能力提升、投资者回报机制完善等长期成效预计逐步显现。我们相信随着“科创十六条”“并购六条”等政策效果持续发力，资本市场服务高质量发展的功能将进一步释放，为培育具有全球竞争力的上市公司群体奠定坚实基础。

非财务指标变化

公司治理方面，2024年中国上市公司治理指数平均值达64.87，再创历史新高，比2023年提高0.11；研发强度方面，2024年上半年，上市公司研发投入合计7500亿元，同比增15.1%，连续多年保持增长。整体研发强度2.15%，同比提高0.3个百分点。战略性新兴产业科技含量高，需要高水平研发投入保持技术或产品优势；产业结构方面，据吴清主席透露，2024年，科创板、创业板、北交所新上市公司中高新技术企业占比均超过9成，目前全市场战略性新兴产业上市公司市值占比已超过4成；海外收入方面，2024年上半年上市公司实现海外业务收入占比10.98%，提升1.39个百分点。

第三轮质量提升行动开始

2025年，继前两期行动取得显著成效后，上交所制定新一轮《三年行动计划》。力争再经过三年的努力，在沪市进一步扩大主动服务国家改革发展大局、经营业绩长期向好、科技创新能力突出、真金白银回报投资者、积极履行社会责任，体现高质量发展要求的上市公司群体。

风险提示：内部改革阻力超预期；海外流动性收紧；特朗普2.0下外部不确定性扩大

证券研究报告

2025年04月03日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

叶慧超 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525030001
yehuichao@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：4月，特朗普冲击再临-A股动静框架之静态指标》

2025-04-01

2 《投资策略：迎接“对等关税”冲击-政策与大类资产配置月观察》

2025-04-01

3 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-03-31

内容目录

1. 如何衡量上市公司质量	3
1.1. 财务健康程度	3
1.2. 非财务因素	4
1.3. ESG 贡献	5
2. 上交所历轮质量提升行动	6
2.1. 第一轮（2019-2021）	6
2.2. 第二轮（2022-2025）	7
2.3. 财务指标变化	8
2.4. 非财务指标变化	10
3. 2024 年以来支持上市公司举措	13
3.1. “1+N” 政策体系持续推进	13
3.2. 高质量并购重组进展	13
3.3. 第三轮质量提升行动开始（2025 以后）	14
4. 2025 资本市场政策展望	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：财务视角衡量公司质量	4
图 2：国证 ESG 指数（点）	5
图 3：沪市主板与科创板平均流动比率（倍）	8
图 4：沪市主板与科创板已获利息倍数（倍）	8
图 5：沪市主板与科创板平均流动资产周转率（次）	9
图 6：沪市主板与科创板平均存货周转率（次）	9
图 7：沪市主板与科创板平均 ROE（%）	9
图 8：沪市主板与科创板平均 ROIC（%）	9
图 9：沪市主板与科创板平均稀释每股收益（元）	10
图 10：沪市主板与科创板平均净利润同比增速（%）	10
图 11：去年以来公司治理均值提升（点）	10
图 12：EPMI 研发强度指数（点）	11
图 13：新质生产力行业上市分布（家）	12
图 14：海外业务收入占比小幅上升（%）	12
 表 1：上交所 2020 年第一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节	6
表 2：上交所 2022 年第二轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节	7
表 3：三中全会以来并购重组政策汇总	14
表 4：上交所 2025 年第三轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节	15

1. 如何衡量上市公司质量

上市公司作为资本市场的重要主体，其高质量发展是资本市场内在稳定性的重要基础。同时，上市公司也是我国经济的“压舱石”和“基本盘”，对于促进产业转型升级、实现经济高质量发展具有深远意义。2024年“新国九条”出台，关于上市公司质量方面要求“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”、“投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高”、“压实地方政府在提高上市公司质量方面的责任”。

近年来在政策引导下，上市公司数量和质量均稳步迈进。截至2025年一季度末，沪深北上市公司共有5405家，其中沪市2278家、深市2862家、北交所265家，总市值达到87.8万亿元，较“新国九条”出台前的2024年3月上升超过1万亿元。

有关上市公司质量的研究比较多，目前学术界涉及定量评价的研究大多主要依赖财务指标和非财务指标。我们目前选取上市公司盈利能力、偿债能力、成长性以及运营效率作为财务指标来观察上市公司整体健康程度。

1.1. 财务健康程度

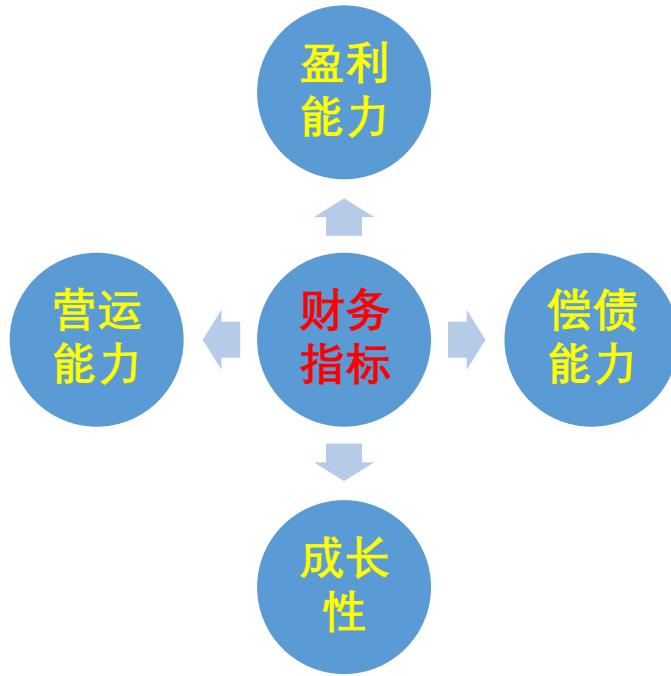
盈利能力反映企业经营绩效。企业盈利能力是衡量企业经营绩效的关键要素，而评估企业盈利能力的指标众多，其中一些关键指标对于深入了解企业的财务状况和发展前景具有重要意义。我们选取了净资产收益率（ROE）以及投资资本回报率（ROIC）作为判断近年来我国上市公司盈利能力。两者都是衡量着企业的盈利能力的重要指标，区别在于ROE衡量的是公司利用自有资本（股东权益）产生利润的能力，而ROIC反映的是公司使用全部投入资本（包括债务和权益）产生利润的能力，能更全面地反映企业的盈利能力和运营效率。

偿债能力反映企业发展持续性。企业偿债能力，即企业资产和经营过程产生的收益偿还债务的能力。所以，偿债能力也是反映企业财务状况和经营能力的重要标志。在财务分析中，常用的衡量企业偿债能力的指标包括：流动比率、速动比率、现金比率、利息保障倍数和资产负债率等。流动比率是指企业流动资产与流动负债的比值，一般来说，流动比率大于1表示企业具有偿债能力，流动性较好，但过高的流动比率可能表明资金使用不足；利息保障倍数是指企业利润与支付利息的比值，可以衡量企业支付利息的能力。利息保障倍数越高，表示企业支付利息的能力越强。

成长性指标衡量企业的发展速度。在现代企业管理与投资决策中，评估企业的财务成长能力显得尤为重要。财务成长能力指标是用来衡量和评估企业财务状况和成长潜力的一系列量化指标。这些指标通常包括收入增长、利润增长、资产增长等多个方面，旨在全面反映企业的成长状况和发展趋势。我们选取了归母净利润以及稀释EPS来观察近年来上市公司成长性的变化。净利润增长率是衡量企业盈利能力增长情况的重要指标。它反映了企业在扣除所有费用后的实际盈利增长情况，是评估企业财务成长能力的关键。净利润增长率越高，说明企业的盈利能力越强，未来发展前景越广阔；稀释每股收益（Diluted Earnings Per Share, Diluted EPS）是衡量公司盈利能力的一个重要指标，它考虑了所有潜在的普通股，如股票期权、可转换债券等，对每股收益的影响，与基本每股收益（Basic EPS）相比，稀释每股收益提供了一个更为全面的视角，帮助投资者更准确地评估公司的盈利能力和未来的增长潜力。

营运能力反映企业整体利润质量。企业营运能力是营运效率的外在体现，用来判断公司运营效率的高低。归根结底，企业希望充分利用有限可控资源创造最大利润。公司的运营能力主要是指公司运营资产的有效性。合理的资本结构和强大的营运能力将在很大程度上决定着组织的负债及所有者权益的可实现水平，以及盈利的质量。我们选取了流动资产周转率以及存货周转率两个指标，前者是指企业一定时期内主营业务收入净额同平均流动资产总额的比率，后者是指衡量和评价企业购入存货、投入生产、销售收回等各环节管理状况的综合性指标，一般来说，我们认为企业存货流动性越强，即存货转变为应收账款或现金的速度越快，存货管理业绩越好。

图 1：财务视角衡量公司质量



资料来源：天风证券研究所

1.2. 非财务因素

目前多数针对上市公司质量方面研究大多主要依赖财务指标。我们认为可能主要是因为财务指标相对容易获得且比较整齐，使用起来很方便。但短期财务指标的表现受宏观经济周期、行业特性、行业景气度等影响较大，对上市公司质量这一变化较慢的长期变量刻画作用有限。针对非财务指标，我们认为可以从公司治理能力、研发强度、主营业务结构分布、环境、社会、治理（ESG）以及出海规模占比等多维度来判断上市公司综合质量水平。

公司治理是指通过一套包括正式或非正式的、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面利益的一种制度安排。更简明地，公司治理就是保证利益相关者权益的一整套制度安排。2020年国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，证监会副主席阎庆民指出“**将把强化公司治理作为提高上市公司质量的一项重要工作**，通过开展上市公司治理专项行动等方式，进一步提高上市公司治理水平”。

研发强度，即研发投入占营收的比重，体现企业的创新力度。2023年以来，我国上市公司持续增加研发投入，加快培育新质生产力，支持未来产业布局。根据中国上市公司协会数据显示，2023年，上市公司全年研发投入合计1.6万亿元，整体研发强度达2.21%。2023年，国有控股上市公司研发投入0.77万亿元，在研发投入前100家公司中占据61席。民营上市公司持续迸发创新活力，整体研发强度达3.75%，高于市场平均水平。

上市公司新兴产业占比稳步提升，集群效应初步形成。我国上市公司行业分布呈现制造业占主导、新兴产业快速发展的格局。截至2024年9月末，上市公司群体中，属于战略性新兴产业、专精特新企业级高新技术企业的公司合计总数超过3000家，合计占比近六成。合计市值33.2万亿元，占比近四成，形成了显著的集群效应。其中，信息传输、软件和信息技术服务业等行业增长较为显著，其上市公司数量占比已从2000年的0.46%上升至8.17%。

近年来上市企业出海步伐加速。面对竞争激烈的国内市场，上市公司主动开拓海外市场。据统计，2024年，A股上市公司出海步伐加速，模式升级。从“新三样”到生物医药、电子等多行业，从单纯产品出口到产业链出海，上市公司加速全球化布局，升级产业竞争模式，在海外市场建立优势。

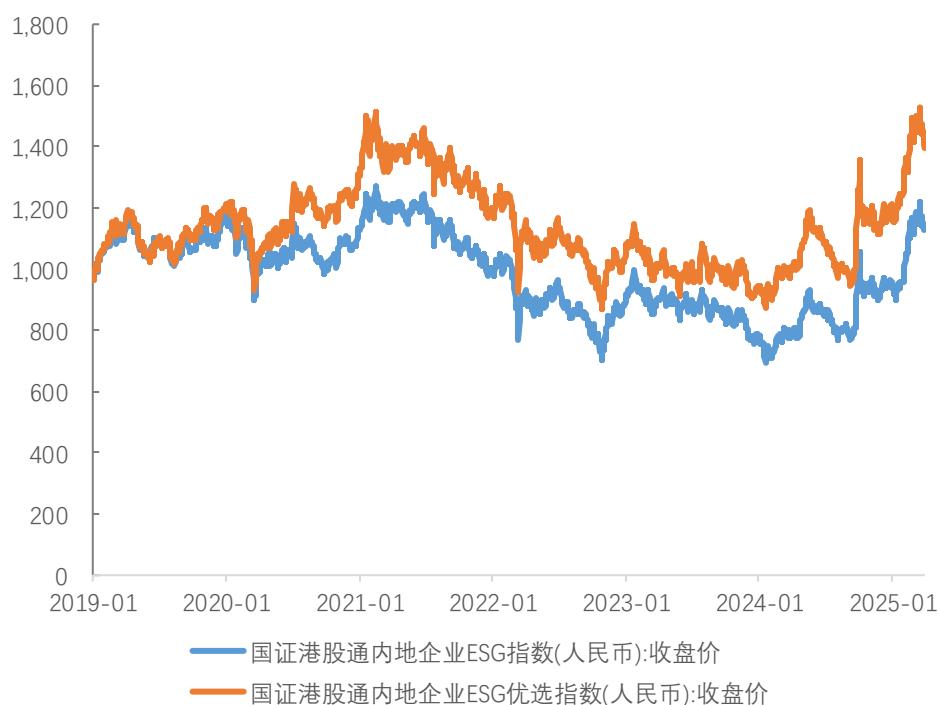
1.3. ESG 贡献

ESG 是“环境（Environmental）”“社会（Social）”和“公司治理（Governance）”三个英文单词的首字母缩写，是一种关注企业环境、社会和公司治理绩效而非传统财务绩效的投资理念和企业评价标准。ESG 评价体系通过评估企业在环境保护、社会责任履行和公司治理结构等方面的表现，来衡量企业的可持续发展能力。2022 年 5 月，国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，提出要推动央企控股上市公司披露 ESG 专项报告，力争到 2023 年相关专项报告披露“全覆盖”。

2024 年以来，沪、深、北三大交易所陆续发布《上市公司自律/持续监管指引——可持续发展报告（试行）》，财政部也发布了《企业可持续披露准则——基本准则（征求意见稿）》，旨在规范上市公司可持续发展相关信息披露，推进中国可持续披露准则体系建设。另外在中国证监会的指导下，沪深北三大交易所 4 月 12 日正式发布《上市公司可持续发展报告指引》（以下简称《指引》），并自 2024 年 5 月 1 日起实施。根据《指引》要求，报告期内持续被纳入上证 180、科创 50、深证 100、创业板指数样本公司，以及境内外同时上市的公司应当最晚在 2026 年首次披露 2025 年度《可持续发展报告》。《指引》自 2024 年 5 月 1 日起施行。《指引》设置了应对气候变化、污染物排放、生态系统和生物多样性保护、乡村振兴、创新驱动、员工等 21 个议题，并通过定性与定量、强制与鼓励相结合的方式对不同议题设置了差异化的披露要求。

近年来上交所积极贯彻落实新发展理念，认真谋划做好五篇金融大文章，加快推动经济社会发展全面绿色转型。从信息披露来看，沪市 2024 年全年共有 1193 家上市公司发布 2023 年度 ESG 报告、可持续发展报告或社会责任报告，披露率超过 52%，同比提高 6 个百分点，披露数量和披露率均创新高。从评级情况来看，截至 2024 年底，沪市共有 342 家上市公司被纳入 MSCI ESG 评级，其中 100 家公司在最新一次评级中获得等级提升，8 家公司评级获得 AAA 级，处于全球领先水平。从投资情况来看，截至 2024 年底，中证指数公司累计发布 ESG 等可持续发展指数 147 条，基于上证 50、上证 180、沪深 300 等宽基 ESG 指数不断丰富，跟踪 ESG 等可持续发展指数的产品、绿色 ETF 分别达到 89 只、45 只，规模超过 1300 亿元。

图 2：国证 ESG 指数（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 上交所历轮质量提升行动

2.1. 第一轮（2019-2021）

2019年以来，提升上市公司质量被确定为全面深化资本市场改革重要方向之一。2019年12月，中央经济工作会议在北京召开，为资本市场全面深化改革指明了方向：完善基础制度、提高上市公司质量、健全退出机制、稳步推进创业板和新三板改革等，成为当年的重点任务。提高上市公司质量是一项系统工程，涉及上市公司、监管部门、中介机构、投资者等多个主体。证监会在针对2019年经济工作会议精神的部署中提出，将“综合施策”来推动上市公司质量的提高。

2020年，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》。意见指出，上市公司是资本市场的基石，提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求，是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。当前，上市公司经营和治理不规范、发展质量不高等问题仍较突出，与建设现代化经济体系、推动经济高质量发展的要求还存在差距。同时，面对新冠疫情的影响，上市公司生产经营和高质量发展面临新的考验。

表1：上交所2020年第一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节

2020年第一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》政策细节	
公司治理	抓住“关键少数”行为，增强公司实际控制人、董监高诚信和责任意识
	切实落实好证监会公司治理专项行动
	规范上市公司“三会”运行，充分发挥股东大会作用，强化公司内控机制
	推动完善股权激励、员工持股制度，培育形成市场化的激励约束机制，激发上市公司专注经营、提高绩效的内在动力
	修订完善以《股票上市规则》为核心的信息披露自律规则体系，按照“层次分明、体例清晰、易懂好用”的目标，推进规则立改废并
信息披露	优化行业信披指引、临时公告格式指引，突出信息披露有效性，降低信披成本
	引导上市公司主动发布投资者决策有用信息，减少冗余信息
	支持上市公司多渠道与投资者尤其中小投资者充分沟通，传递公司内在价值
制度建设	深化“入口端”和“出口端”建设
	深入推进科创板建设和注册制改革，按照国务院金融委和证监会部署，推动全面实行股票发行注册制，从源头把好上市公司质量关
	严格退市监管，持续推进退市制度改革，优化风险警示板
	支持公司用好用足并购重组、再融资、公司债券、可转债、优先股、REITs、ETF等市场工具
	在科创板积极探索制度创新，为科技创新企业提供动力，形成可推广可复制的经验
优化监管	落实“管少管精才能管好”要求，开展分类监管，制定分类监管业务规则
	盯住风险公司、重点事项，严肃处理财务造假、资金占用、违规担保等重大违规
	坚持分类处置，持续推进上市公司质押风险化解，守住不发生系统性风险底线
	抓早抓小、预研预判，严防市场乱象在科创板重演
	深化科技监管，为风险识别和日常监管提供有力支撑
做深服务	会同各方，积极培育、支持符合条件的企业在科创板、主板上市
	继续做好重点地区提高公司质量专项行动，积极助力国企改革和民企纾困
	突出多方合力和生态建设，主动加强与地方党委政府的信息共享，加强与相关主管部门沟通协作
	大力推广业绩说明会，定期召开同行业公司座谈会，引导发挥市场机构作用，优化市场生态，凝聚各方合力

资料来源：上交所官网，天风证券研究所

同年，上交所学习领会《意见》精神，研究制定贯彻落实工作方案，制定了《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》，明确了交易所开展工作的具体时间表、路线图。计划提出，上交所将在证监会领导下，汇聚各方合力，抓落实、强执行，抓住设立科创板并试点注册制这个“牛鼻子”工程，加强资本市场建设和改革，力争通过三年左右时间，在沪市形成一大批体现高质量发展要求的上市公司群体。

2019至2021三年间，各方共同推动提高上市公司质量，沪市上市公司质量持续提升。经营业绩方面，2019年至2021年沪市主板公司的三年营业收入和净利润复合增长率分别达到9.49%和8.23%，而科创板公司营业收入和净利润复合增长率达到24.82%和62.35%，展现出强劲的增长势头。风险控制方面，截止2021年，控股股东及其一致行动人质押比例超过80%的高比例质押公司数量降至51家，较高峰期减少了155家。质押待偿还余额和质押总市值分别较高峰期下降了2800亿元和6600亿元，降幅分别达到27%和34%。投资者回报方面，沪市公司三年累计实施现金分红高达3.75万亿元。科研投入方面，沪市公司三年累计研发投入接近2万亿元，年均增长率超过20%，显示出对科技创新和可持续发展的高度重视与持续投入。

2.2. 第二轮（2022-2025）

2022年，证监会出台《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》。为细化落实证监会行动方案，上交所启动第二轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》。第二轮三年行动计划，紧扣服务实体经济主线，坚持两个“毫不动摇”，加大对科技创新企业和高端制造业的支持和倾斜力度，注重发挥化解上市公司风险在防范资本市场整体风险中的作用，以更大的力度推动改善市场生态，不断凝聚提高上市公司质量的合力和共识。《行动计划》从六个层面推动上市公司质量提高：控股股东、实际控制人层面，突出强化激发治理的内生动力；上市公司层面，突出支持提升科技创新能力；自律监管层面，突出坚守监管主责主业；制度保障层面，突出不断提升规则质量；科创板建设层面，突出保持科创硬科技成色；生态建设层面，突出通过深化开门办监管推动增强合力。

表2：上交所2022年第二轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节

2022年第一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》政策细节	
强化激发治理的内生动力	更加注重引导上市公司的控股股东和实际控制人增强诚信意识和责任意识，聚焦做大做强上市公司主业，弘扬企业家精神
	推动构建有效的治理机制和内控制度，探索建立更为有效的控制权制衡约束机制。配合做好代表人诉讼，强化投资者补偿
支持提升科技创新能力	把好进口、出口两个环节，统筹用好再融资、并购重组、吸收合并、分拆上市等工具，加大对科技型企业和高端制造业的支持力度
	为上市公司加大科技创新投入、实现转型升级，提供股、债、基、衍、REITs 和指数一揽子服务，引导市场资金更多配置科技型企业
坚守监管主责主业	强调发挥信息披露监管在防范财务造假、资金占用等突出问题中的作用，持续巩固股票质押、债券等重点领域风险化解成效
	开展投机炒作整治专项行动，多措并举遏制“炒差”“炒概念”痼疾。倡导简明易懂的信息披露，不断提高业绩说明会的覆盖度和可达性
	大力提升监管的智能化、数字化水平。严格退市监管，巩固深化常态化退市机制，加快形成优胜劣汰的市场生态
不断提升规则质量	积极配合中国证监会开展法规整合第二阶段工作，提升监管制度的针对性、适应性和包容性
	紧扣五大发展理念，研究制定符合上市公司实际的ESG信息披露制度，吸引中长期资金入市
	持续评估退市制度运行效果，不断完善退市指标
保持科创硬	强化科创属性的全链条审核，引导保荐机构提升科创属性把关能力

科技成色	完善科创属性持续信息披露要求，严格规范科创板公司将募集资金投向科技创新领域监管
	研究提升并购重组、股权激励、再融资的制度灵活性，支持公司依托科创板持续提升科技创新能力
通过深化开门办监管推动增强合力	畅通沟通渠道，常态化听取意见和诉求，积极协调解决上市公司急难愁盼问题
	继续加强与地方政府、国资管理部门、行业主管部门以及市场机构的合作交流和信息共享，凝聚各方共识、发挥各方优势、落实各方责任，推动形成契合国情、共建共治的资本市场良好生态

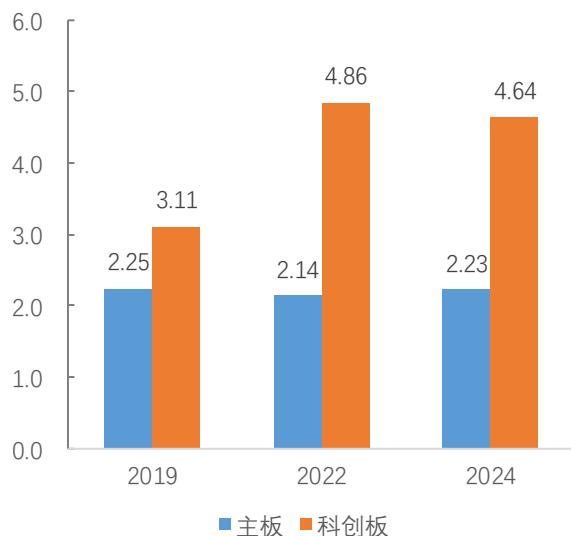
资料来源：上交所官网，天风证券研究所

2022 至 2024 三年间，各项措施落地见效，沪市公司质量整体向好态势更趋明显。经营业绩方面，三年来，沪市公司营业收入、净利润复合增长率分别达到 8.44% 和 8.87%，其中科创板公司达到 24.26% 和 10.19%。**风险控制方面**，截止 2024 年，资金占用、违规担保余额较峰值下降超九成，高比例质押公司数量较峰值下降近八成，风险隐患持续收敛。**投资者回报方面**，沪市企业近三年累计现金分红达 5.2 万亿，占同期 IPO 和再融资募资总额的 171%。科研投入方面，沪市公司积极践行创新驱动发展战略，近三年累计研发投入 2.7 万亿，复合增长率超过 17%。

2.3. 财务指标变化

在过去的两轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》的有力推动下，沪市上市企业的高质量发展取得了显著成效。然而，当前高质量发展的基础仍需进一步巩固，与投资者的期望仍存在一定差距。**偿债能力方面**，据 Wind 数据显示，2019 年、2022 年及 2024 年末，沪市主板上市企业的平均流动比率分别为 2.25 倍、2.14 倍和 2.23 倍；而科创板上市企业的平均流动比率则分别为 3.11 倍、4.86 倍和 4.64 倍。尽管在过去几轮行动计划显著控制了沪市上市企业的整体质押风险，企业整体短期偿债能力仍呈现出一定的波动性。已获利息倍数方面，沪市主板与科创板企业 2022-2024 年间受疫情影响有所回落，但整体依旧处于安全区间。值得注意的是，截至 3 月底仅有部分上市公司已公布 2024 年年报，未公布年报的企业相关指标使用 24Q3 数据计算得出；科创板因允许未盈利企业上市方差较大，数据经去上下 5% 极值后计算得出。

图 3：沪市主板与科创板平均流动比率（倍）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：沪市主板与科创板已获利息倍数（倍）



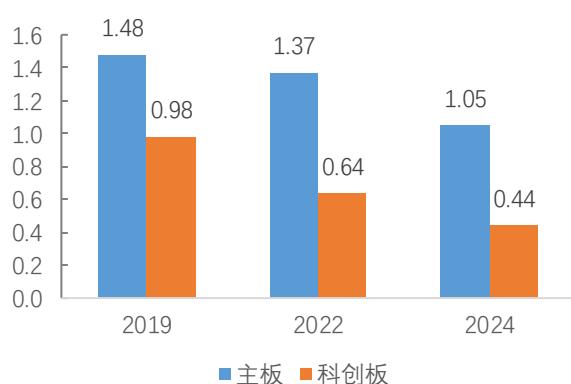
资料来源：Wind，天风证券研究所

在运营能力指标方面，2019 年、2022 年及 2024 年末，沪市主板上市企业的平均流动资产周转率分别为 1.48 次、1.37 次和 1.05 次；科创板上市企业的平均流动资产周转率分别为 0.98 次、0.64 次和 0.44 次。我们认为流动资产周转率的下降可能受疫情影响下需求整体不足导致企业在流动资产管理效率有所退步。存货周转率方面，2019 年、2022 年及 2024 年末，沪市主板上市企业的平均存货周转率分别为 22.84 次、22.34 次和 23.29 次，显示出相

对稳定且略有上升的趋势；而科创板上市企业的平均存货周转率分别为 3.13 次、2.54 次和 1.75 次，整体偏低且呈现持续下滑趋势。科创板企业的存货周转率偏低，可能与其作为“硬科技”创新企业的特性有关，但该指标的持续下行也表明企业整体运营能力有所下降。

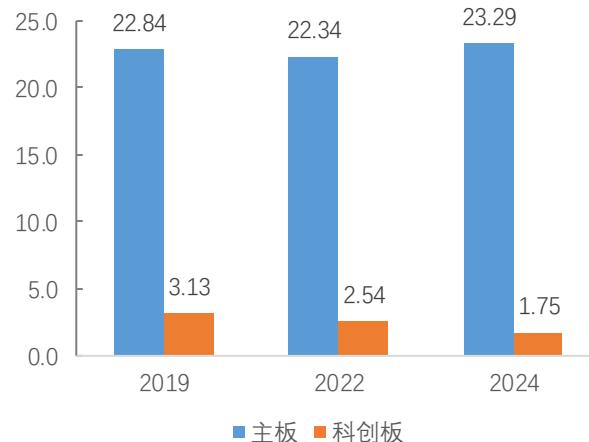
综合来看，在前两轮改革周期中，在证监会的领导下，上交所通过制度创新与精准监管双管齐下，在复杂环境下有效稳定市场预期。多家上市公司和机构作出积极响应，表示将重视并践行提升公司投资价值，切实保障投资者权益，为股东和社会创造更大价值。我们认为尽管短期看来，部分财务指标有所承压，但上市公司结构优化、科技创新能力提升、投资者回报机制完善等长期成效预计逐步显现。我们相信随着“科创十六条”“并购六条”等政策效果持续发力，资本市场服务高质量发展的功能将进一步释放，为培育具有全球竞争力的上市公司群体奠定坚实基础。

图 5：沪市主板与科创板平均流动资产周转率（次）



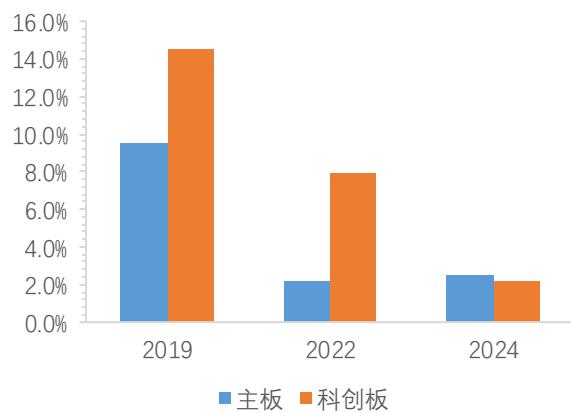
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：沪市主板与科创板平均存货周转率（次）



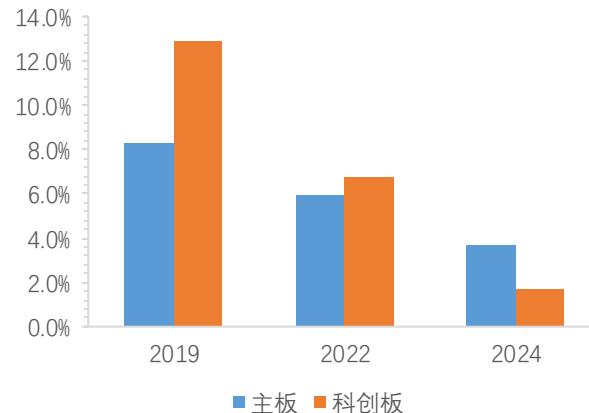
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：沪市主板与科创板平均 ROE (%)



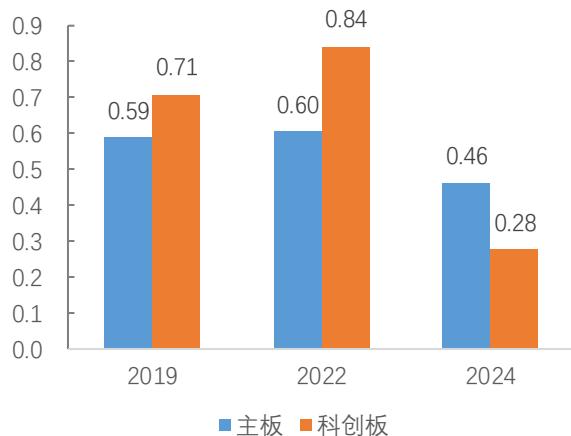
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：沪市主板与科创板平均 ROIC (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：沪市主板与科创板平均稀释每股收益（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2024 未公布年报的企业指标使用 24Q3 数据计算得出；科创板因允许未盈利企业上市方差较大，数据经去上下 5% 极值后计算得出；所有指标由 2019、2022、调整后 2024 数据简单平均得出，仅代表截面数据。由于上市公司变化（退市、新进等），统计口径较上交所官方有所不同。

图 10：沪市主板与科创板平均净利润同比增速（%）



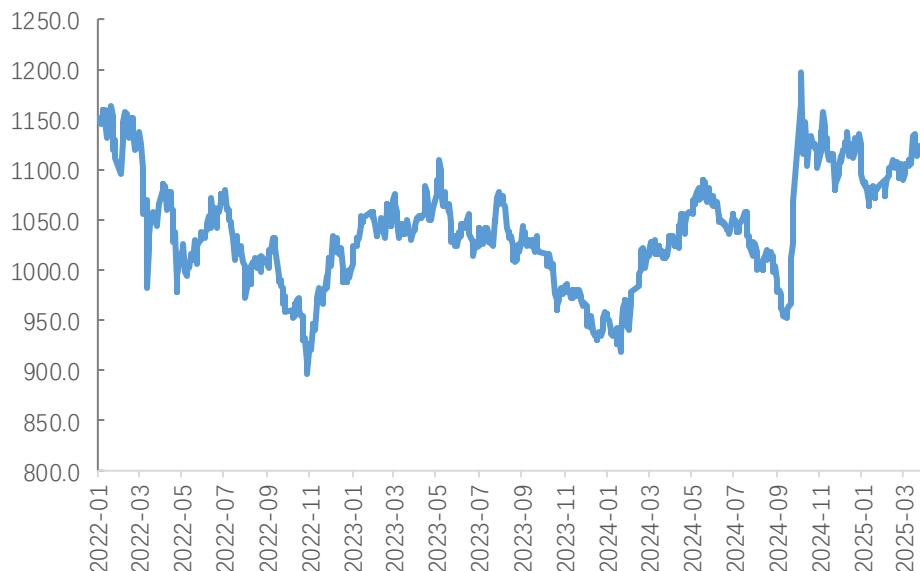
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 非财务指标变化

公司治理明显好转：自 2003 年起，由南开大学中国公司治理研究院研发的中国上市公司治理指数已连续发布 22 年，被誉为“中国上市公司治理状况‘晴雨表’”。2024 年 11 月中国上市公司治理指数发布暨学术研讨会上中国上市公司治理指数再度发布。评价结果显示，2024 年中国上市公司治理指数平均值达 64.87，再创历年新高，比 2023 年提高 0.11。该指数先后累计对 46982 家次样本公司开展了治理评价，22 年内累计提高了 15.25。

在构成中国上市公司治理指数的六大维度中，股东治理、董事会治理、经理层治理、信息披露和利益相关者治理均实现提升，而监事会治理继 2023 年之后再次下降。其中，在提升的五个维度中，董事会治理提升最大，为 0.32，表明上市公司董事会治理情况进步显著。

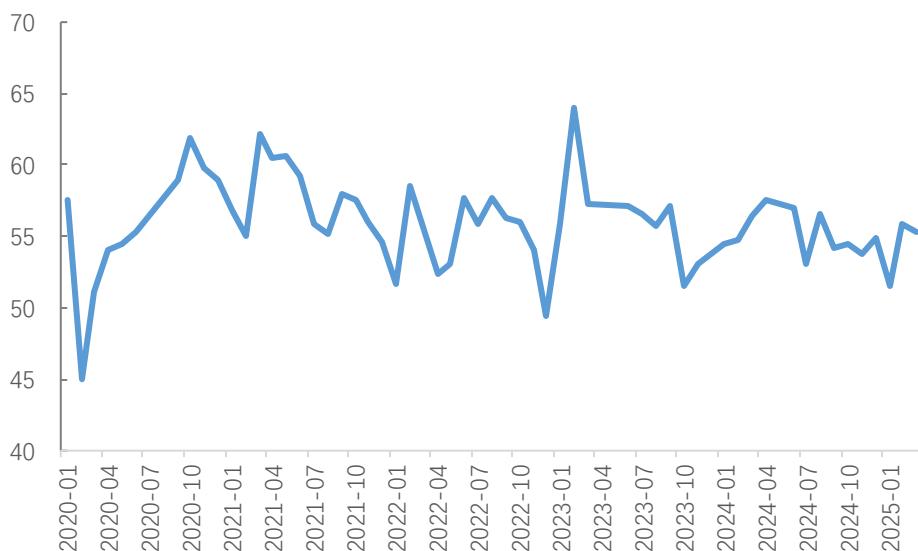
图 11：去年以来公司治理均值提升（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发强度维持高位：去年以来 A 股上市公司创新投入不断提升，研发投入持续创新高，通过创新驱动高质量发展。2024 年上半年，上市公司研发投入合计 7500 亿元，同比增长 15.1%，连续多年保持增长。整体研发强度 2.15%，同比提高 0.3 个百分点。战略性新兴产业科技含量高，需要高水平研发投入以保持技术或产品优势。2024 年中期战略性新兴产业公司研发投入占营收比例为 6.52%，较全部 A 股（2.15%）高出 4 个百分点。沪市方面，截至 2024 年前三季度，沪市有超 200 家上市公司研发投入超 5 亿元，超 300 家上市公司研发增速超 30%。沪市上市公司将重点关注如何进一步加大研发投入、优化创新生态、推动关键核心技术攻关。

图 12：EPMI 研发强度指数（点）

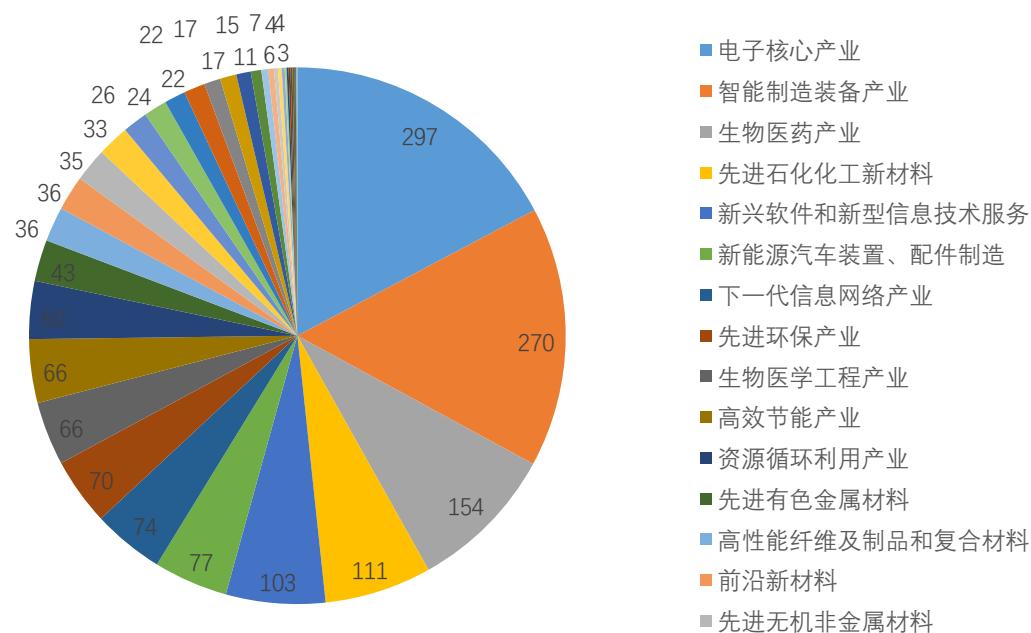


资料来源：Wind，天风证券研究所

产业结构不断优化：战略性新兴产业代表新一轮科技革命和产业变革的方向，是国家培育发展新动能、打造未来新优势的关键领域。2025 年 3 月 6 日，证监会主席吴清在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示，2024 年，科创板、创业板、北交所新上市公司中高新技术企业占比均超过 9 成，目前全市场战略性新兴产业上市公司市值占比已超过 4 成，先进制造、新能源、新一代信息技术、生物医药等重点领域涌现出一批龙头企业，资本市场服务科技创新、产业创新的质效明显提升，其中电子核心产业、智能制造、生物医药、先进石化以及信息技术服务行业数量位居前五，总共 935 家。根据中国上市公司协会数据，2024 年前三季度，计算机、通信和其他电子设备制造业，农副食品加工业，造纸和纸制品业等大类行业净利润迎来两位数增长。新产业焕发活力，汽车零部件、半导体行业景气向上，前三季度净利润同比增长 20.5%、41.9%，电子行业前三季度净利润增幅超 35%。高技术制造业上市公司营收、净利润分别增长 6.1%、3.2%，显著高于平均水平。

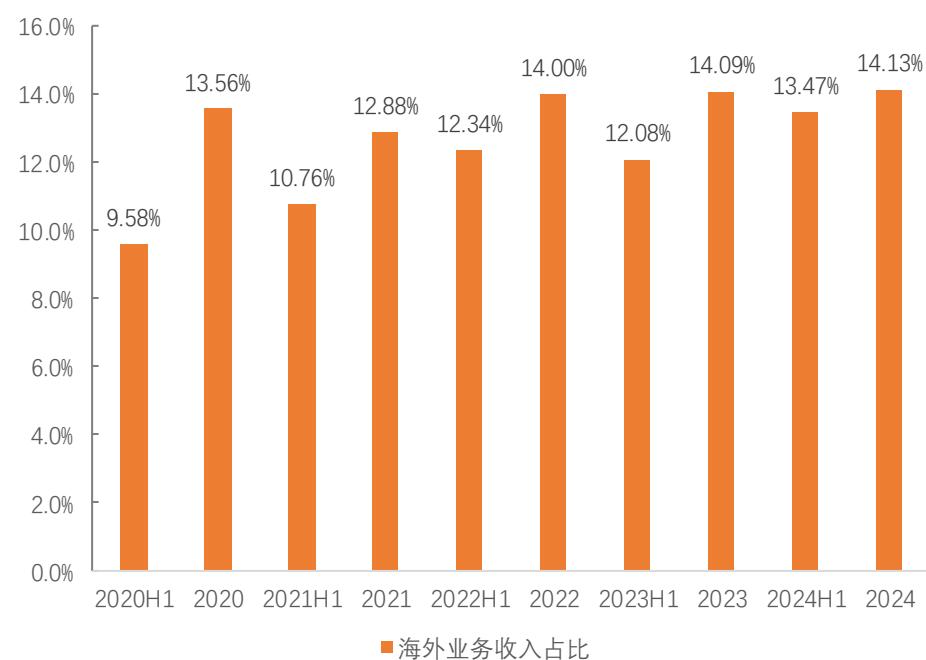
海外收入占比不断提高：自加入世界贸易组织以来，A 股上市公司的海外业务收入从最初的 40 多亿元增长至如今的 8.5 万亿元左右，复合年均增长率高达 38%，远高于国内 GDP 的年均增长率。近年来，即使在体量已非常庞大的情况下，每年的增长率依然能保持在两位数水平，这充分说明了中国企业出海的强劲势头与潜力值得期待。根据上市公司协会数据，2024 年上半年上市公司实现海外业务收入 3.83 万亿元，同比增长 12.84%，增长率提升 9.93 个百分点，海外业务收入占比 10.98%，提升 1.39 个百分点。其中制造业海外业务收入增长 11.61%，增长率提升 7.57 个百分点，占比 18.91%，提升 1.73 个百分点。

图 13：新质生产力行业上市分布（家）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：海外业务收入占比小幅上升（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 2024 年以来支持上市公司举措

3.1. “1+N” 政策体系持续推进

2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展若干意见》（俗称“新国九条”），强调“鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量”。其中第八条重点提及“提升对新产业新业态新技术的包容性”，“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”，再次强化科创板块并购重组政策导向。

具体到证监会层面，证监会首先于 2024 年 4 月 19 日发布了《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，就科技企业 IPO、再融资、并购重组、债券融资、做市交易、私募股权支持方面作了系列政策支持。其中针对并购重组提出“提高轻资产科技型企业估值包容性”、“综合运用股份、定向可转债、现金等各类支付工具”。当年 6 月 19 日，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上宣布推出“科创板八条”，即《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，积极支持新质生产力发展。其中并购融资方面将提高估值包容性范围扩大至整个科创板企业，并且重点提及鼓励收购未盈利“硬科技”企业，支付方式方面新增“开展股份对价支付”的提法，另外将支持并购的侧重点明确为“做强主业开展吸收合并”。去年 9 月 24 日晚证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场化改革的意见》，主要内容为：1.支持上市公司向新质生产力方向转型升级；2.鼓励上市公司加强产业整合；3.进一步提高监管包容度；4.提升重组市场交易效率；5.提升中介机构服务水平；6.依法加强监管。这也是证监会首次就并购重组单独出台意见。在具体并购支付工具方面，本次提出除了现金以外，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资等方式，进一步提高交易灵活性和资金使用效率。自证监会 2024 年 9 月 24 日发布“并购六条”以来，并购重组市场活力显著提振。吴清主席在 10 月 18 日金融街论坛讲话中强调“抓好新发布的“并购六条”落地实施，尽快推出一批典型案例”。11 月 10 日，证监会召开贯彻二十届三中全会精神座谈会上，各家代表也再次强调“统筹用好股债融资、并购重组等资本市场工具，增强多层次资本市场体系综合服务能力”。今年中央经济工作会议也提出“深化资本市场投融资综合改革”、“增强资本市场制度的包容性、适应性”，12 月 14 日证监会党委学习中央经济工作会议精神时再次强调“鼓励以产业整合升级为目的的并购重组，培育壮大耐心资本”。

今年政府工作报告中关于资本市场提到“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市”，2025 年 3 月 6 日记者会上，吴清主席表示将加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。下一步需要：1. 进一步增强多层次市场体系的包容性；2. 要进一步增强投融资发展的协同性；3. 要进一步增强监管执法的有效性；4. 要进一步增强市场基础制度的适配性。

3.2. 高质量并购重组进展

2024 年 12 月，《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027 年）》正式发布，力争到 2027 年，落地一批重点行业代表性并购案例，在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育 10 家左右具有国际竞争力的上市公司，形成 3000 亿元并购交易规模，激活总资产超 2 万亿元。

根据上交所披露数据，自 2024 年 9 月 24 日“并购六条”发布以来，沪市新增各类资产交易逾 460 单，其中 53 单系重大资产重组及发行股份购买资产交易，交易单数较“并购六条”发布前 5 个月增长近五成，超八成资产购买交易围绕新质生产力开展。科创板方面，自 2024 年 6 月 19 日“科创板八条”发布以来，科创板上市公司共推出并购交易近 80 单，数量增长 1 倍以上，且均为产业并购，其中重大现金收购及发股类交易的数量超过 2019 年到 2023 年 5 年的总和，已出现多起“发股+定向可转债+现金”组合支付、差异化对价等创新性案例，以及收购境外上市公司、收购未盈利资产、收购拟上市企业等交易。自去年四季度以来，证监会和上交所以及召开了多次并购重组座谈会，进一步推动“并购六条”、“科创板八条”和《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027 年）》落实落地。

表 3：三中全会以来并购重组政策汇总

日期	部委	政策文件	内容
2024 年 7 月	中共中央	二十届三中全会《决定》	鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。
2024 年 9 月	上交所	《上市公司并购重组规则、政策与案例一本通》发布	发挥资本市场并购重组主渠道作用，激发并购重组市场活力
	证监会	《并购六条》意见发布	鼓励上市公司加强产业整合、进一步提高监管包容度、提升重组市场交易效率
2024 年 10 月	上交所	举办券商座谈会	就进一步活跃并购重组市场、打通政策落地“最后一公里”听取意见建议
		国君 & 海通并购交易预案	国泰君安、海通证券将在强强联合、优势互补、对等合并的原则指导下，通过换股方式实现吸收合并
2024 年 10 月	证监会	金融街论坛讲话	抓好新发布的“并购六条”落地实施，尽快推出一批典型案例。
		专家学者与媒体负责人座谈会	推动更多优质科技企业发行上市、并购重组等案例落地
2024 年 10 月	北交所	券商、上市公司两场专项座谈会	将结合市场特点，积极落实“并购六条”相关举措要求
2024 年 11 月	上交所	并购重组典型案例汇编	整理了近年来沪市比较有代表性的 30 个并购重组案例
2024 年 11 月	上海市	同意国君&海通合并	稳妥有序组织实施合并重组相关工作
2024 年 11 月	证监会	《市值管理》新规	结合实际情况依法合规运用并购重组等方式推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量
2024 年 11 月	上海市	国君 & 海通合并细节敲定	两家公司基于强强联合、优势互补、对等合并的原则，由国泰君安换股吸收合并海通证券
2024 年 11 月	上交所	沪上市公司“提质增效重回报”座谈会	围绕市值管理、提质增效等议题展开深入探讨
2024 年 12 月	中共中央	中央经济工作会议	深化资本市场投融资综合改革，增强资本市场制度的包容性、适应性
2024 年 12 月	证监会	学习贯彻中央经济工作会议精神	鼓励以产业整合升级为目的的并购重组，培育壮大耐心资本
2024 年 12 月	上海市	国君 & 海通合并方案通过股东大会	本次合并重组交易方案等相关议案经股东大会审议，均获高票通过
2024 年 12 月	上海市	《支持上市公司并购重组行动方案(2025-2027年)》	在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育 10 家左右具有国际竞争力的上市公司
2025 年 2 月	上交所等	并购重组座谈会	助力上海打造全球并购中心，推动上市公司质量提升
2025 年 3 月	证监会	两会专题记者会	抓紧完善“并购六条”配套机制，在估值定价、审核流程、支付工具等方面进一步打通堵点

资料来源：证监会，中国政府网等，天风证券研究所

3.3. 第三轮质量提升行动开始（2025 以后）

2025 年，继前两期行动取得显著成效后，上交所制定新一轮《三年行动计划》。新一期《三年行动计划》提出，围绕推动提高上市公司质量总目标，在总结前期经验的基础上，力争再经过三年的努力，在沪市进一步扩大主动服务国家改革发展大局、经营业绩长期向好、科技创新能力突出、真金白银回报投资者、积极履行社会责任，体现高质量发展要求的上市公司群体。与上一轮计划相比，本轮《三年行动计划》更加注重以下五方面工作：一是更加强调严监严管，协同推进财务造假综合惩防工作；二是更加聚焦投资价值，推动上市

公司持续增强投资者回报；三是更加突出主体责任，发挥公司治理在提升质量中的作用；四是更加有效汇聚合力，加快构建适应高质量发展要求的市场生态；五是更加积极主动作为，为高质量发展提供全方位服务。

表4：上交所2025年第三轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》细节

2025年第三轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》政策细节	
更加强调严监严管，协同推进财务造假综合惩防工作	财务造假是资本市场毒瘤，是严重制约提高上市公司质量的顽瘴痼疾。《三年行动计划》坚持问题导向，聚焦制约当前打假防假工作质效的薄弱环节，明确提出要全面落实资本市场财务造假综合惩防工作意见，进一步提升财务造假线索发现能力，打通发行审核、持续监管、现场督导、会计监管等环节信息通道。加强科技赋能，用好人工智能等技术手段。在严惩财务造假的同时，一体打击资金占用、违规担保、违规减持等行为
更加聚焦投资价值，推动上市公司持续增强投资者回报	上市公司质量是投资价值的根基，上市公司质量突出体现在给投资者的回报上。《三年行动计划》紧扣投资价值这一关键，提出推动“提质增效重回报”专项行动走深走实，压实上市公司市值管理主体责任，引导现金分红与回购增持，推动上市公司提升回报投资者的意识和能力。发挥资本市场并购重组主渠道作用，加强ESG生态体系建设，完善退市实施机制，吸引中长期资金入市
更加突出主体责任，发挥公司治理在提升质量中的作用	有效的公司治理是支撑上市公司健康发展的重要基础，也是提高上市公司质量的内在要求。《三年行动计划》以公司治理为抓手，一方面，协同落实独立董事制度改革，引导审计委员会强化财会监督作用，引导各类股东积极参与公司治理，稳步扩大股东会“一键通”投票覆盖面，激发提高公司质量的内生动力。另一方面，加强对控股股东、实际控制人行为的规范约束，严惩重大违规行为，扎牢提高公司质量的机制保障
更加有效汇聚合力，加快构建适应高质量发展要求的市场生态	推动上市公司提高质量是一项复杂的系统性工程，需要上市公司、监管机构、市场参与各方凝聚共识，同向发力。《三年行动计划》坚持系统观念，提出大幅提高走访调研上市公司覆盖面，主动加强与地方政府信息沟通，与有关部门加强联合监管执法，协助新闻媒体和社会公众积极参与社会监督
更加积极主动作为，为高质量发展提供全方位服务	推动提高上市公司质量，是资本市场服务实体经济的应有之义。为确保《三年行动计划》落实落地，上交所将发挥大盘蓝筹集聚、硬科技领先和“股、债、基、衍、公募REITs”多产品支撑优势，提升监管服务能力，创新债券融资品种，丰富指数产品体系，支持上市公司积极运用并购重组、再融资、科技创新债券、绿色债券等方式，加快传统产业转型升级和新兴产业培育壮大，推动上市公司提质增效

资料来源：上交所官网，天风证券研究所

4. 2025 资本市场政策展望

2024年，中国资本市场在提升上市公司质量方面取得了显著进展，政策支持力度不断加大，市场表现也逐步向好。随着上交所发布新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》，旨在进一步全方位提升沪市公司的整体质量。尽管面临特朗普2.0“对等关税”冲击，海外货币政策也存在较大不确定性，综合起来可能对财务指标造成一定影响，但我们预计随着“1+N”政策体系不断完善，从IPO上市、信息披露、并购重组、市值管理等多方面制度或进一步健全，ESG评价或被更多上市公司重视，同时海外收入多元化发展下抗风险能力预计或将明显强化，从而可以缓释关税摩擦升级的负面冲击。整体而言，2025年“强监管、防风险、促高质量发展”的改革主线日益清晰，上市公司高质量发展有望迎来新一轮政策支持，进而推动内在价值与市场价值双提升，为更好回报投资者提供坚实保障，为资本市场行稳致远保驾护航。

5. 风险提示

内部改革阻力超预期；海外流动性收紧；特朗普 2.0 下外部不确定性扩大

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com