

# 市值管理—— 国资国企长期 战略管理行为



# 目录

## 市值管理是国资国企的一项长期战略管理行为

02

- ❖ “十五五”期间国资国企做好市值管理工作具有重要意义 02
- ❖ 国资国企市值管理对于促进资本市场健康稳定发展具有重要意义 03
- ❖ 政策合力驱动国资国企加强市值管理 05
- ❖ 国资国企应树立对于市值管理工作的正确认识 06

## 国资国企控股上市公司市值管理工作面临挑战

08

- ❖ 国资国企上市公司传统行业占比较高，市值管理面临多重挑战 08
- ❖ 国有控股上市公司市值管理工具有效运用不足 09
- ❖ 与民企相比，国有控股上市公司总资产增长对市值提升的促进效果不显著 11

## “十五五”期间国资国企市值管理工作建议

12

- ❖ 底层估值逻辑重构 12
- ❖ 推动国资国企内部战略重组与专业化整合 17
- ❖ 破净股的业绩改善与市值提升 21

## “十五五”期间国资国企市值管理保障措施建议

25

- ❖ 建立市值管理中控股股东和上市公司的意识协同机制 25
- ❖ 利用“关键第三方”推动市值管理工作 27
- ❖ 构建市值管理长效考核体系 28

## 结束语

30



# 市值管理是国资国企的一项长期战略管理行为



## “十五五”期间国资国企做好市值管理工作具有重要意义

2025年是“十四五”规划收官之年，也是“十五五”规划编制的谋划之年。3月，《求是》杂志刊发了国务院国资委党委署名文章，提出要以高质量编制和实施企业“十五五”规划为契机，努力培育新的增长点，形成内生增长的良性循环。

“十五五”将延续“十四五”高质量发展主线，但与“十四五”不同，国资国企在“十五五”期间将面临更为复杂的发展形势。从国际环境看，大国竞争进一步加剧，国际秩序可能面临重塑，地缘政治冲突加剧，国际市场风险增大；从国内环境看，经济结构调整加速，有效需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业和增收面临压力。

在这样的形势下，国资国企作为国民经济发展的“稳定器”和“压舱石”，做好市值管理工作具有重要意义。

**国资国企做好市值管理工作，能够为“十五五”规划落地提供资本支撑。**一方面，通过并购重组、股票回购增持等市场化市值管理行为，国资国企可以提升资本配置效率，为战略性新兴产业布局提供低成本的融资渠道；另一方面，国资国企通过市值提升，能够吸引更多资金进入技术研发领域，增强自主创新能力。

**国资国企做好市值管理工作，能够提升“十五五”规划执行效果，在国企改革发展中取得优异成绩。**市值管理作为高质量完成国有企业改革深化提升行动的重点任务之一，成为检验国企改革成效和服务国家战略能力的重要标尺。2024年1月，国务院国资委首次提出将把市值管理纳入央企负责人业绩考核；同月，国务院国资委明确将全面推开上市公司市值管理考核。可以预见，“十五五”期间，国有控股上市公司资本市场表现将成为衡量“十五五”规划执行效果的指标之一。

**国资国企做好市值管理工作，能够促进资本市场健康稳定发展。**资本市场是经济运行的关键节点，其稳定性直接影响社会预期与资源配置效率。2025年《政府工作报告》将稳住股市纳入总体要求，国资国企做好市值管理工作，能够有效引导资本市场投资者形成稳定预期，释放作为资本市场“稳定器”的战略效能。

**国资国企做好市值管理工作，能够增加居民财产性收入，促进内循环。**近期，随着国际市场贸易战、关税战持续升级，内循环的稳定对经济发展的重要性显得越发突出。国资国企做好市值管理工作，能够提振投资者信心，带动消费意愿回升，形成“财富增值——消费扩容——产业升级”的正向循环。

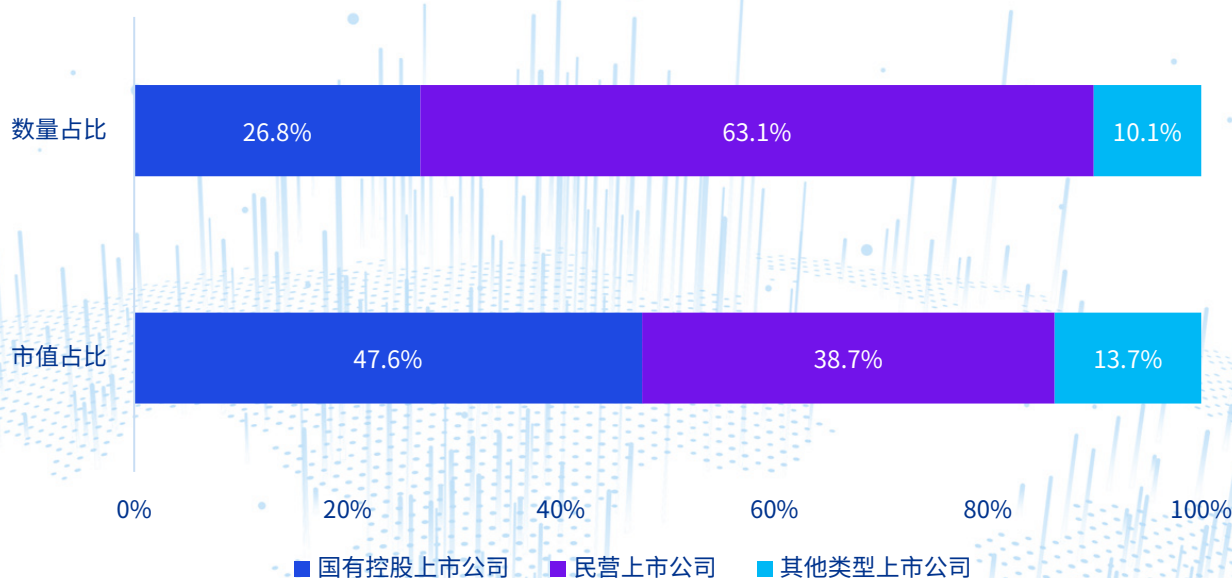


## 国资国企市值管理对于促进资本市场健康稳定发展具有重要意义

从市值、资产规模和股东回报看，国有控股上市公司、尤其是央企控股上市公司是A股市场的重要组成部分。

万得数据显示，截至2025年9月底，A股市场中共有1,458家国有控股上市公司（包括央企和地方国企控股上市公司），约占上市公司总数的26.8%；其总市值约占A股总市值的47.6%，平均市值突破390亿元，显著高于非国有控股上市公司\*的平均值（157亿元）。

图：A股各类上市公司数量、总市值占比对比（截至2025年9月底）

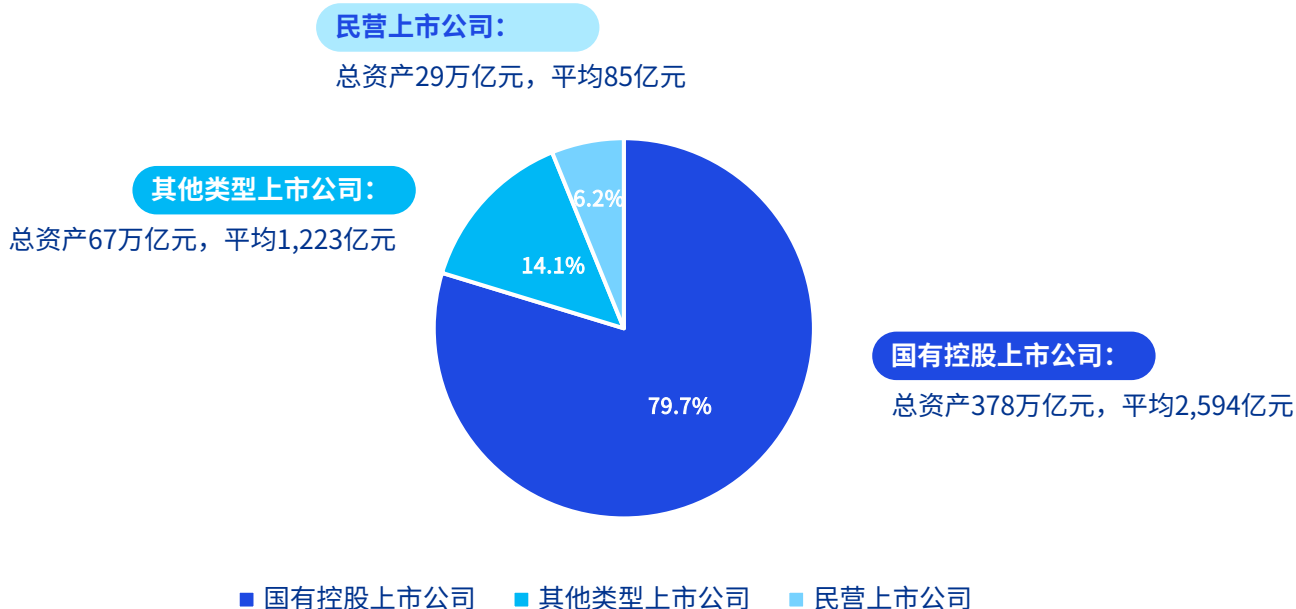


数据来源：万得资讯，毕马威分析

\* 非国有控股上市公司包括民营企业、外资企业、公众企业、集体企业和其他企业

资产规模方面，截至2025年6月底，国有控股上市公司总资产约占A股上市公司总资产的80%，平均资产规模高达2,594亿元，约为非国有控股上市公司平均资产规模（242亿元）的10.7倍。

图：A股各类上市公司资产占比对比（截至2025年6月底）



数据来源：万得资讯，毕马威分析

在股东回报方面，万得数据显示，截至2025年10月11日，A股市场中已有259家国有控股上市公司实施派现，占同类上市公司比重达17.8%，高于A股15.2%的均值；年度累计分红总额为5,132.7亿元，占A股市场分红总额的78.4%。

由此可见，国资国企控股上市公司是资本市场的重要力量，应利用好市值管理“工具箱”，多维度开展市值管理工作，肩负起**切实维护投资者权益、促进资本市场高质量发展的社会责任与使命担当**。





## 政策合力驱动国资国企加强市值管理

2024年以来，监管部门多次强调上市公司市值管理的重要性，密集出台多项政策举措。2024年4月，国务院发布《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》（简称“新‘国九条’”）提出制定上市公司市值管理指引，研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系，并强调了回购股份、并购重组、股权激励等市值管理手段；9月，证监会在国新办新闻发布会上表示，鼓励具备条件的上市公司回购增持，进一步提升其投资价值；10月，央行等3部门引导上市公司通过回购增持再贷款开展市值管理，并鼓励中央企业发挥带头作用\*；11月，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称“《市值管理指引》”），明确界定了“市值管理”的内涵和具体要求，进一步引导上市公司加强市值管理工作，切实提升自身投资价值和投资者回报。

12月，国务院国资委发布了《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》（以下简称“《市值管理意见》”），为央企控股上市公司市值管理提供了完整的政策体系。《市值管理意见》就推动落实市值管理工作，明确提出了三方面要求。

### 明确方向 和目标



央企控股上市公司是央企开展生产经营、参与市场竞争的主要载体，也是稳定资本市场的重要力量。



中央企业要指导控股上市公司贯彻落实深化国企改革重大部署，切实发挥其在建设现代化产业体系、构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用。



要以高质量发展为前提，稳步提升经营效率和盈利能力，着力打造一流上市公司。

### 市值管理 “工具箱”



在细化上市公司监管指引的基础上，进一步阐明了市值管理“工具箱”：

- ❖ 并购重组
- ❖ 信息披露
- ❖ 投资者回报
- ❖ 市场化改革
- ❖ 投资者关系管理
- ❖ 股票回购增持



目标：通过优化资源配置、提高信息披露质量、强化与投资者的沟通、合理分配投资收益等方式，提升企业的核心竞争力和市场表现。

### 制度与 合规



央企需加强市值管理工作制度机制建设，包括明确组织领导机制和责任落实机制、制定全面务实的市值管理制度、“一企一策”细化年度实施方案及具体举措等。同时，国务院国资委将市值管理纳入到中央企业负责人的经营业绩考核体系中，以强化正面激励。



为确保合规性和规范性，《市值管理意见》还明确规定必须严格遵守国资监管、证券监管等相关政策规定，严格杜绝任何形式的信息披露操控、股价操纵和内幕交易等违法行为。

\* 《中国人民银行 金融监管总局 中国证监会关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会，2024年10月17日

进入2025年，政策导向进一步明确。2025年2月，国务院国资委党委发文强调，要围绕高质量发展主线，持续提升央企控股上市公司质量，加强市值管理，引导价值投资、理性投资和长期投资\*；3月，中共中央办公厅、国务院印发《提振消费专项行动方案》，提出多措并举稳定股市，并明确将强化央企国企控股上市公司市值管理作为拓宽城乡居民财产性收入渠道、促进城乡居民增收的具体举措之一。

在多项政策合力作用下，国资国企市值管理的相关工作正稳步推进。据媒体统计，截至2025年1月17日，《市值管理意见》出台的一个月以来，A股市场已有40余家央企控股上市公司表态将加强市值管理\*\*，例如某能源央企控股上市公司表示，目前正着手制定市值管理办法，针对长期破净公司制定估值提升方案，并用好市值管理“工具箱”，确保相关工作要求有效落实。



## 国资国企应树立对于市值管理工作的正确认识

国资国企做好市值管理工作首先要树立正确的市值管理理念，摒弃短期股价导向，转向以价值创造为核心、合规为底线、长效发展为目标的综合战略。这是适应深化国企改革、资本市场改革的需要，也是维护资本市场稳定、实现高质量发展的关键所在。

**国资国企市值管理以长期价值创造为核心，与资本市场投机的短期行为存在本质区别。**市值管理以长期价值创造为核心，通过优化公司基本面提升核心竞争力，最终实现企业内在价值、市场价值的双重提升。而资本市场投机行为则以短期套利为目的，通过高频交易、杠杆操作或信息不对称手段人为推高股价，追求短期收益，忽视公司实际价值。

**市值管理是国资国企一项长期的战略管理行为，对创新投入、投资并购等战略选择产生重大影响。**市值管理强调长期价值创造，这对国资国企的战略制定与实施提出了新的要求，推动国资国企优化业务组合、加大研发投入、提高战略性新兴产业占比，而重组整合和投资并购是实现这一目标的重要路径。国务院国资委发布的《市值管理若干意见》明确提出，“中央企业要将市值管理作为一项长期战略管理行为”，市值管理成为落实新一轮国企改革任务的重要着力点。

\* 《加快推进国资央企高质量发展 为完成经济社会发展目标任务提供有力支撑》，国务院国资委党委，2025年2月17日

\*\* 《新规满月 40余家央企控股上市公司市值管理有序推进》，证券日报，2025年1月17日

**国资国企市值水平是运用资本市场逻辑对国资国企深化改革、建设世界一流企业进程与成效的评估。**国企控股上市公司市值管理工作目标与国企改革目标、建设世界一流企业价值创造目标高度契合。例如，国资国企的价值创造覆盖增加值、功能价值、经济增加值（EVA）、战略性新兴产业收入和增加值占比以及品牌价值五个方面，而这五大价值也是支撑上市公司市值水平提升的根本驱动力。因此，市值水平本质上反映出投资者运用资本市场逻辑，对国资国企深化改革、建设世界一流企业进程与成效的评估结果。

**市值管理是国资国企以上市公司为平台开展重组整合的重要决策依据。**国务院国资委发布的《市值管理若干意见》提到要“积极开展有利于提高投资价值的并购重组”，“聚焦产业链供应链关键环节加快整合行业优质资产”。从长期看，重组整合能够优化资源配置，促进国资国企完成“价值创造+价值实现”的目标；另一方面，重组整合在短期内也会影响股价波动。因此，国资国企在以上市公司为平台开展重组整合时，需充分考量整合逻辑、交易架构等对于市值带来的影响。

**国资国企做好市值管理工作是提高激励水平、扩大激励空间的有效举措。**国务院国资委发布的《市值管理若干意见》提出“将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励”。2023年，两家央企成为国务院国资委开展央企市值考核的试点企业，此后，多家央企控股上市公司宣布将市值管理指标纳入管理层业绩考核，意味着考核新要求的落实工作正逐步铺开。比如，某央企能源公司将市值奖励指标纳入企业领导人员年度业绩合同，并修订了市值奖励指标考核体系和细则。

在地方层面，2025年4月，华东某市国资委印发《关于加强我市国有控股上市公司市值管理工作的若干意见》，其中提出“将市值管理纳入监管企业法定代表人经营业绩考核，鼓励上市公司高级管理人员一定比例的中长期激励通过股权形式实施。”

由此可见，国资国企做好市值管理工作能够以市场化的举措将企业价值提升与激励机制深度融合，为国企上市公司高管中长期激励释放更多的激励资源、提供更灵活的激励工具和更大的实际收益空间，也能为激励举措落到实处创造有利条件，真正形成“价值创造——市场认同——激励资源扩容”的正向循环。



# 国资国企控股上市公司 市值管理工作面临挑战



## 国资国企上市公司传统行业占比较高，市值管理面临多重挑战

国资国企在包括钢铁、有色、石化化工、机械、纺织服装等在内的传统产业布局较广，占比较高。2024年6月媒体披露数据显示，中央企业超过70%的资产集中在石油化工、冶金矿业、能源资源、建筑建材等传统产业\*，这使得国有控股上市公司在传统行业集中度较高，产业布局“现代感”不强。

从行业分布看，万得数据显示，截至2025年三季度，国有控股上市公司数量排名前五的行业依次为：计算机、通信和其他电子设备制造业（118家），化学原料和化学制品制造业（91家），电力、热力生产和供应业（67家），专用设备制造业（61家），房地产业（56家）。从典型传统产业上市公司占比看，国有控股上市公司占比最高的五个行业依次为：煤炭开采和洗选业（96%）、铁路运输业（86%）、水上运输业（82%）、住宿业（80%）、房屋建筑业（80%）。

传统行业国资国企上市公司的市值管理工作受自身属性与市场环境等多重因素制约，面临多重挑战。首先是上市公司基本面与投资者预期的先天制约，形成了市值管理的“基础壁垒”。传统行业国资国企上市公司的固有属性，从根源上限制了市值管理的操作空间，形成较难突破的障碍，主要体现在以下两个方面。

**一是股本与市值基数大导致市值管理基础难度增加。**传统行业国资国企上市公司普遍存在流通股本大、总市值规模高的特点，导致市值撬动需要更多资金推动与更强劲的业绩支撑，操作灵活性远低于中小市值企业，直接增加了市值管理的基础难度。

\* 《发展新兴产业 国企大有可为》，人民日报，2024年6月19日

\*\* 根据万得数据，截至5月6日，仍有10家国有控股上市公司（占国有控股上市公司总量0.7%）、7家民营上市公司、7家其他类型上市公司未披露2025年1季度报告

**二是业绩与成长的内生短板导致市场预期与估值不足。**受传统行业成熟度高、业务模式固化等属性影响，传统行业国资国企上市公司市场化程度和成长性普遍偏弱。一方面，传统业务增长触达行业天花板，业绩增速难以维持高增长；另一方面，新兴业务布局不足，未来成长空间受限于行业属性，难以形成“增量突破”。这种“低增长、窄空间”的基本面，导致投资者对其盈利能力和发展前景形成“稳健但缺乏爆发性”的固有认知，难以激发资本市场投资热情。因此，市场对其信心不足、基本面预期弹性较小，往往给予其“低成长、低溢价”的估值定位，使市值与公司实际资产价值、行业地位脱节，形成“价值低估”的长期困境。

**其次是业务转型滞后与创新动能不足，造成了市值管理的“增长瓶颈”。**在资本市场偏好创新驱动与成长叙事的背景下，传统行业国资国企上市公司普遍面临业务结构转型难、步伐慢、创新突破乏力的困境。受制于路径依赖、机制灵活性不足及创新文化薄弱等问题，企业难以培育出具有市场竞争力的新增长点，既不能满足投资者对技术、模式创新的需求，也无法提供业绩超预期的故事支撑，难以向资本市场传递清晰的“第二成长曲线”信号，导致资本市场认可度低，进一步加剧了市值低迷的情况。

相比之下，民营上市公司主要集中在电子电气设备制造业、专用设备制造业、软件和信息技术服务业、汽车制造业、医药制造业等技术密集型行业和高成长领域，不仅市值规模相对较小，而且在市场活力和创新性方面往往更具优势，基本面预期变化弹性较大，更容易受到资本市场青睐。



## 国有控股上市公司市值管理工具有效运用不足

从市值管理工具运用来看，国有控股上市公司通常呈现出“重实体、轻资本；重规范、轻效率”的特点，具体来看，主要问题集中在以下几个方面。

**并购重组运作频率较低。**根据万得数据显示，2025年前三季度，A股市场共计发生134起重大重组事件，其中涉及国有控股上市公司的重大重组事件共计36起（占比约27%），远低于民企上市公司交易频率（84起）。此外，国有控股上市公司的并购交易多集中于传统产业内部整合，以战略驱动为主，而非追求股东价值最大化，导致短期市值提升效果不明显。

**市场化改革力度不足。**当前部分国有上市公司市场化改革力度不足，尚未完全建立起市场化的人才激励与约束机制。股权激励作为市场化改革中激发核心团队活力、绑定企业与员工长期利益的关键工具，其运用不足正是以上问题的核心表现之一。根据万得数据显示，2025年前三季度A股上市公司共公告股权激励计划543份，其中民营上市公司公告456个（占比84.0%），国有控股上市公司公告26个（占比4.8%，其中地方国企22个，央企4个），其他所有制企业（包括公众企业、集体企业和外资企业）公告共61个（占比11.2%）。相比之下，国有控股上市公司在股权激励的实施数量和占比上远低于民营企业，导致上市公司核心团队缺乏创新与市场化变革动力，市值提升意愿不强。

**信息披露质量待提升。**部分国有控股上市公司信息披露仍停留在“合规底线”层面，对业务进展、战略布局、风险因素等关键信息的披露不够及时、充分，未能回应投资者对企业成长性的核心关切，从而削弱了信息披露向市场的正向传导作用。

**投资者关系管理待加强。**部分国有控股上市公司缺乏常态化、精准化的投资者沟通机制，对机构投资者、中小投资者的需求了解不足，更多体现为解答投资者问询的事务性工作，沟通内容侧重于公司经营的稳健性和社会责任，未能通过主动召开投资者会议等方式，充分传递公司价值逻辑与未来发展规划，导致投资者对公司基本面的认知存在偏差，对未来价值期待不足。相比较而言，民营上市公司在机构调研频次、投资者沟通主动性和时效性、沟通内容精准性等方面总体表现优于国有上市公司。

**市值管理工作制度机制不够健全。**当前部分国有上市公司市值管理工作存在制度机制不健全的问题，集中体现为顶层设计缺乏系统性、责任主体模糊、流程规范与配套支持上存在短板等，这一系统性问题在考核环节表现较为突出，成为制约整体市值管理工作落地的关键堵点。尽管市值管理已纳入央企负责人经营业绩考核范畴，但在实际操作中，如何构建科学、可执行的考核指标体系仍是难点，目前多数国有控股上市公司尚未建立明确的市值考核标准，在设计考核机制时，如何兼顾考核公平性（不同行业、不同规模公司之间可比）与行业差异性（避免“一刀切”）、激励性（推动相关负责人主动作为）与约束性（防止短期投机炒作）、短期市值改善与长期价值导向，仍是待解之题。





## 与民企相比，国有控股上市公司总资产增长对市值提升的促进效果不显著

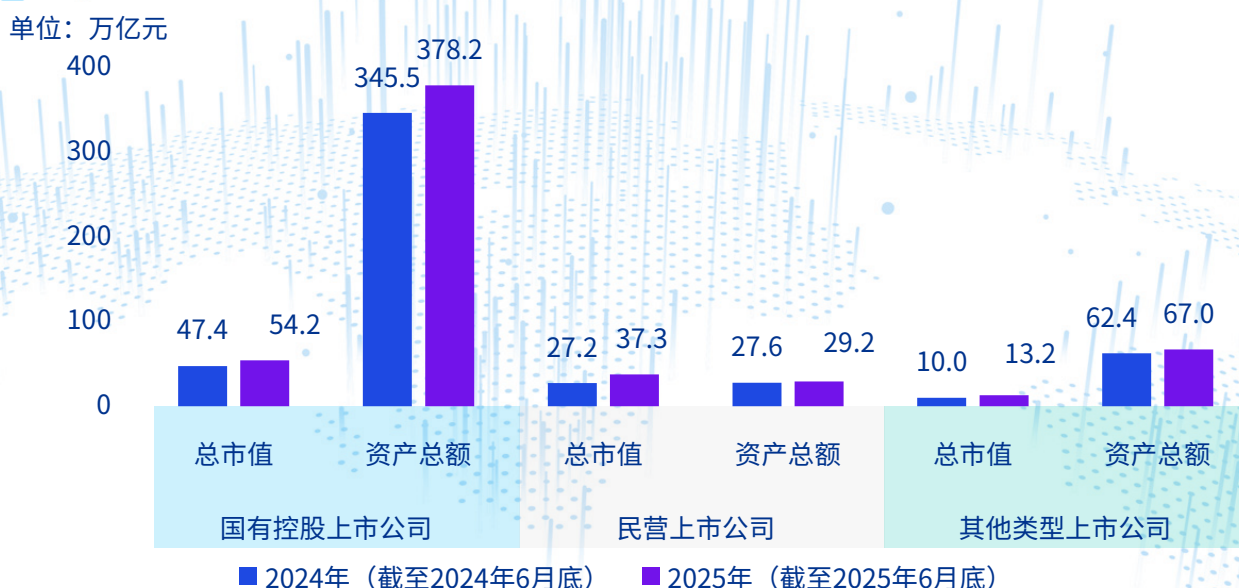
从市值表现来看，国有控股上市公司总资产同比增速强于民营上市公司，但其市值增长速度却显著低于后者，这表明，与民企相比，国有控股上市公司总资产增长对市值提升的促进效果不显著，本质上反映了市场对资产扩张与资产有效性的差异化判断，即市场更看重资产能否转化为真实盈利与长期价值，而非单纯的规模扩张。

从具体数据来看，2025年6月A股国有控股上市公司资产总额为378.2万亿元，与2024年6月的345.5万亿元相比，增长了9.5%，高于民营上市公司的5.9%和A股整体增速（8.9%），展现出较强的资产扩张能力。与此形成对比的是，同期国有控股上市公司总市值从47.4万亿元增长至54.2万亿元，增速仅为14.2%，不仅大幅低于民营上市公司37.2%的高增速，也落后于A股市场23.6%的整体水平。这之间的差距，核心症结在于市场对国有控股上市公司资产“有效性”的认可度不足。

市场对资产的定价逻辑，本质是对资产盈利潜力、运营效率及价值转化能力的预期。对国有控股上市公司而言，尽管总资产规模持续扩大，但部分资产可能存在“重规模、轻效益”问题，这导致市场认为其资产扩张并未有效转化为企业盈利能力的提升，自然不愿给予高估值溢价。

反观民营上市公司，尽管总资产增速较低，但在资产配置上更聚焦高盈利业务，资产运营效率更高，盈利增长预期更明确。市场更愿意为其资产的“质效优势”买单，从而推动其市值增速远超资产增速，形成与国有控股上市公司截然不同的估值表现。

图：2024年和2025年A股各类上市公司总市值、资产总额对比



数据来源：万得资讯，毕马威分析

# “十五五”期间国资国企 市值管理工作建议

国资国企应以政策引导为核心，以市场实践为参考，结合自身发展需要和合规要求，树立多维度的市值管理理念，构建多层次市值管理体系，灵活使用多样化市值管理工具，积极开展市值管理工作，推动资本市场重塑国企估值体系，在维护投资者权益的同时，提升投资者信心、增强资本市场的稳定性，推动资本市场高质量发展。



## 底层估值逻辑重构

### 底层估值逻辑重构的核心——提升企业内在价值

随着资本市场改革和国企改革的深入推进，国资监管部门对上市公司市场价值表现的重视程度日益提高。“价值三部曲”的经营理念在国有控股上市公司中得到深化推广和广泛应用，其核心内涵包括三个方面。

#### 价值创造

价值创造是市值管理的基础，其核心目标是最大化提升上市公司内在价值。上市公司通过强化核心主业、技术创新、优化商业模式和产品结构、完善公司治理等方式，提高企业盈利能力，扩大市场规模，增强核心竞争力。

#### 价值经营

价值经营是连接价值创造与价值实现的关键环节，其核心在于通过合法合规的资本运作和市值管理工具（如股份回购、股东增持、现金分红、收并购、股权激励等）稳定上市公司股价，维护企业形象，向资本市场传递积极信号。

#### 价值实现

价值实现是市值管理的最终目标，其核心在于通过与资本市场的有效沟通（如有效的信息披露、投资者关系管理、媒体关系管理等），使市场充分发现并认可上市公司的投资价值，使上市公司市场价值与内在价值相匹配，实现股东价值最大化。

在这一过程中，积极且有效的市值管理可以促进国有控股上市公司构造“价值三部曲”的内循环，从而形成从“价值创造”至“价值经营”，再至“价值实现”，并再度回归至“价值创造”的良性循环。这体现了国有控股上市公司将主业发展作为核心、资本市场作为工具，实现长期价值创造和国有资产保值增值的战略思维。

市值管理的本质是以推动上市公司市值稳健增长为目标，通过高层战略的设计、战略布局优化、经营管理水平提升、投资者沟通等举措，实现企业内在价值与市场表现的良性互动，这也是国资国企估值逻辑重构的核心要义。

国资国企可考虑通过外延式和内生式两条路径提升企业内在价值，重构资本市场估值逻辑。

## 估值逻辑重构——外延式与内生式扩张模式

### 外延式扩张模式

外延式扩张主要目的在于并购优质资产，多适用于国资国企内部已缺少优质资产可供整合，或国有控股上市公司处于股价高位的情形。通过发行股份购买资产等交易路径，国资国企能够以较少的稀释成本获得优质资产，改善上市公司市值水平。采用这种模式要求国有控股上市公司精准把握所处行业发展趋势、自身战略发展方向，筛选更适合企业发展需求的投资标的。

外延式扩展的主要实施途径包括：

- ❖ 国有控股上市公司并购同行业内利润高于行业平均水平的成熟企业，提高上市公司的盈利水平，增强其内在价值；
- ❖ 国有控股上市公司并购同行业内估值较高的成长性企业，提升上市公司的估值，进一步增强其市场价值；
- ❖ 国有控股上市公司并购产业链上下游的企业，以增强上市公司的议价能力，同时实现上市公司本身价值的提升。

### 通过产业链纵向拓展，加速竞争优势的构建

该模式旨在通过并购产业链上下游的成熟优质资产，加深国有控股上市公司在相关主营业务领域的“护城河”。一般情况下，适用于采用纵向拓展方式进行主动市值管理的情形包括国有控股上市公司所处产业链上下游紧密度较高，产业链中其他环节利润率水平显著优于上市公司所在环节，或其属于上游环节重要稀缺资源方，能够为上市公司主业构建竞争优势提供有力支持等。



## 毕马威案例实践

### 某国有上市公司通过横向扩张与纵向延伸，实现规模与业绩双提升

某大型国有控股上市酒店集团主营业务是酒店运营与管理，近两年，受中高端酒店转型滞后、酒店规模与龙头企业相比缺乏竞争优势、可售单房收入下降等因素影响，公司营收和利润增速皆有所放缓。这些问题使得资本市场对其未来增长预期持保守态度，PE倍数偏低。为提振市值表现，使市值水平真实反映公司内在价值，公司委托毕马威团队制定市值管理方案。

在方案中，毕马威团队建议公司通过横、纵向外延式并购提高内在价值，进而提升市场价值。**在横向扩张方面**，一般来说，国内第二、三梯队的中高端连锁酒店具有较为成熟的运营模式与较高的盈利水平，公司可选择此类优质资产为收并购标的。上市公司可通过发行股票等方式对标的进行横向并购，一方面能够实现规模迅速扩张与区域市场补强，提高市场占有率和盈利水平，进而提升公司内在价值；另一方面可有效增厚上市公司资产，促进公司市场价值提升。

**在纵向扩张方面**，上市公司还可以选择沿酒店产业链上下游布局，比如并购智慧型酒店管理公司、酒店数字化解决方案商等优质服务商。一方面，此类标的能够以领先的数字化、智能化技术方案赋能公司酒店业务发展，有效提升酒店运营能力和效率；另一方面，此类投资项目运行平稳后，可作为优质资产置入上市公司，能够促进公司加速实现业务转型升级和规模扩张，从而进一步提振市值表现。

#### 内生式扩张模式

内生式扩张模式主要依靠国资国企自身资金、技术和人员、管理能力等实现业务版图拓展和业务结构优化。对于选择内生式扩张的国资国企，毕马威建议充分利用基金工具，撬动资本杠杆、优化资源配置、实现创新发展，主要路径包括以下几种。

● **“国有控股上市公司+金融机构”成立的种子产业基金。**该模式是由国有控股上市公司与金融机构共同出资发起设立的国资基金，该类基金更加依赖国资上市公司本身的业务领域，借助金融机构的资金杠杆，由上市公司自行主导、培育、孵化一批以现有主业为中心的种子企业或衍生业务，从而完善国有控股上市公司整体的产业蓝图。

● **“国有控股上市公司+社会资本”成立的多元化产业基金。**该模式是由国有控股上市公司与社会资本共同出资发起设立的国资基金，该类产业基金更加依赖社会资本的专业优势，通过社会资本寻找一些高潜力业务。国有控股上市公司根据具体的业务，选择参股或控股该业务，形成以主业为主的多元化经营体系。

## 毕马威案例实践

### 某国有上市公司与社会资本共同设立产业基金， 打造运营与资本双轮驱动的发展模式

某上市餐饮集团（以下简称“上市公司”）控股股东为某国有文旅集团（以下简称“集团”），近年来，受品牌老化、业务转型不顺等因素影响，上市公司业绩和市值表现均不理想。集团委托毕马威团队为上市公司制定市值管理提升方案。

毕马威团队基于资本市场角度，梳理、分析上市公司现有基本面存在的问题、市值管理水平、市值提升核心卡点与改进方向，并结合上市公司未来业务发展规划，有针对性地提出市值管理核心举措。

上市公司（作为LP）、集团旗下某资本公司（作为GP）共同成立产业基金，并用于集团内部项目更新改造与市场化项目收并购。通过设立产业基金并引入外部投资人，上市公司可用少量自有资金撬动产业资本，形成多方资金聚合，进而避免大额自有资金投入，降低现金流压力的同时提升投资能力。

上市公司可以利用产业基金，有针对性地收购具有一定规模的地方特色餐饮品牌或国内具备成长潜力的食品工业企业（如预制菜企业、与上市公司主业密切相关的休闲零食企业等）。通过收购，上市公司不仅可以在餐饮业务领域实现区域市场补强并丰富品牌矩阵，还能够拓展食品市场，实现业务转型与多元化布局，打造增长“第二曲线”。

产业基金的资金还可以专项用于集团内经营不善的非上市资产优化提升，比如品牌门店硬件翻新、运营体系升级和品牌形象重塑等，从而显著提升门店运营效率和业绩增长。待改造项目实现稳定盈利后，可考虑择机将优质资产注入上市公司，借助资本市场进一步放大资产价值，实现集团存量资产盘活与上市公司价值提升的良性循环。

**“国有控股上市公司+政府”成立的政府引导产业基金。**该模式是由国有控股上市公司与地方政府共同出资发起设立的国资基金，此类产业基金具有一定的政策引导性。上市公司配合当地政府，按照相关规划，助力当地产业布局优化，成为地方政府和市场的纽带，在丰富上市公司产业布局的同时体现了国企的责任与担当，有利于上市公司进一步发展。



## 先进案例

### 华南某国有上市公司联合政府引导基金成立种子创投基金

A集团为华南某市国资委下属控股子公司，主营业务包括科技创新服务及战略性新兴产业，致力于推动科技创新和产业升级的深度融合。为进一步推动该市战略性新兴产业和未来产业的早期发展、响应当地概念验证平台战略性部署，2024年8月，A集团及其全资子公司、B引导基金公司与C投资管理机构共同发起设立该市种子创业投资基金（有限合伙），总出资额为2亿人民币。A集团参与设立该基金将有助于公司在早期科技创新成果转化服务领域积累经验，助力公司高质量发展。

为进一步深化产业布局、促进创新成果更好地应用转化，该基金聚焦生物医药与高性能材料两大新兴领域，首批投资了4个硬科技、种子期项目（首轮融资且估值不超过1亿元的极早期项目）。

## 估值逻辑重构关注点——产业布局策略与投资方案设计

### 产业布局复盘、梳理与实施策略

国资国企在制定上市公司市值逻辑重构规划时，需对现有产业布局进行复盘、梳理与分析，包括但不限于：

- ❖ 对公司所处行业分析、国家主要法律法规政策对所处产业发展产生的影响、产业未来发展趋势等内容；
- ❖ 分析公司下属产业组合中各细分企业的企业特点、发展阶段、产业布局、成功核心要素和市场进入门槛等；
- ❖ 基于战略复盘与梳理，重新制定目标产业组合中各细分产业的发展路径和发展思路；
- ❖ 针对各细分产业深入剖析论证，明确布局重点方向，筛选重点合作目标名单，策划关键项目重点举措。

在完成产业布局复盘、梳理的同时，国资国企还需要制定公司短、中、长期产业布局的战略目标和关键里程碑成果，明确各细分产业和重点项目的空间布局。

### 投资标的筛选、交易方案设计与落地实施

**投资标的筛选：**根据前述梳理结果，研究论证各类资源的匹配度，根据产业布局构想，参考可匹配资源并在相关细分领域筛选并购重组潜在标的。上市公司与潜在标的进行初步沟通、接洽，与交易相关中介机构、潜在交易对手、上级股东等共同讨论、修订、充分沟通初步交易方案。

**交易方案设计与落地实施：**上市公司基于自身的核心需求和具体情况，组织相关专业机构对潜在标的进行业务、财务、税务等合规尽调，搭建估值模型，进行投资价值分析等工作；基于相关工作成果，围绕尽调核心发现与交易条款与交易对手方展开谈判，搭建并购重组交易方案，推动与交易所、证监会（如需）相关审核流程，制定并购后整合计划，实现资产过户及收购后的企业文化、资产、人员和机构之间的成功整合，释放协同效应。



## 推动国资国企内部战略重组与专业化整合

### 内部开展并购重组活跃资本市场

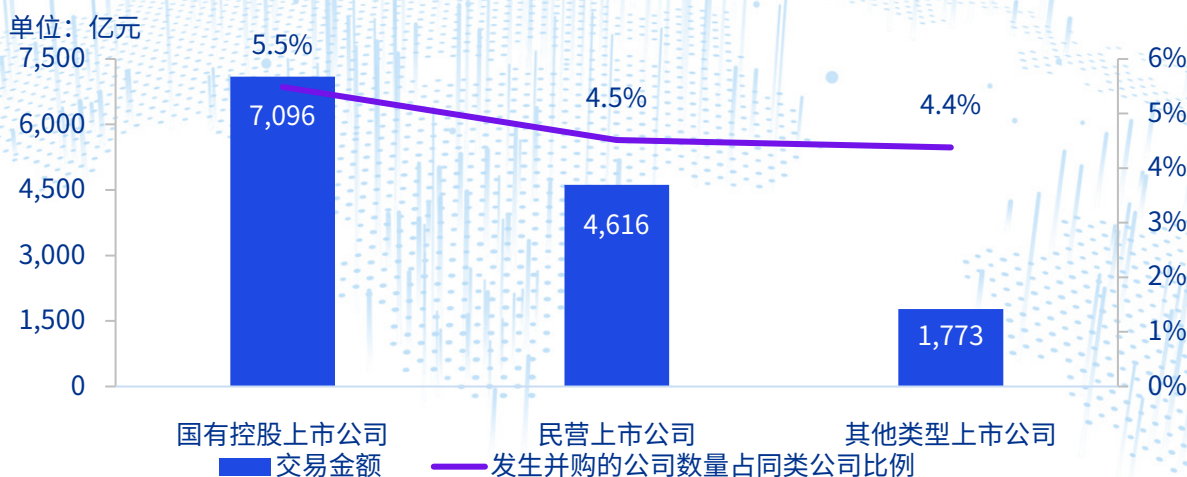
利用已有上市平台，在控股股东内部开展有利于优化业务布局、提高投资价值的并购重组，是国资国企可考虑使用的、较为有效的市值管理手段，也是促进控股股东产业升级的重要战略落地实施举措。内部重组整合一般适用于国有控股集团内部已有成规模的优质资产且上市公司股价处于低位的情况，通过资产置换或发行股份购买资产等交易路径，国有股东能够以较低成本完成内部资源整合与证券化，提高持股比例。

加大力度推进重组整合，是2025年高质量完成国企改革深化提升行动的重点任务之一。2024年12月，《市值管理意见》明确提出，支持央企控股上市公司聚焦主业优势、科技创新和产业升级，积极开展并购重组；同月，国务院国资委在中央企业负责人会议中强调，2025年将重点推进战略性重组和专业化整合，推动重点产业提质升级；2025年2月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出将多措并举活跃并购重组市场。

在多项政策举措有力支持下，国资国企通过战略性重组和专业化整合促进国有资本布局优化和产业转型升级的趋势明显，国有控股上市公司并购重组活动也较为活跃。

万得数据显示，截至2025年三季度，过去21个月A股市场共计发生259起重大重组事件，交易金额高达13,485亿元，涉及国有控股上市公司的重大重组事件共计80起，并购交易总金额达7,096亿元（占比约53%），约是民营上市公司总交易金额的1.5倍。从单笔交易规模看，国有控股上市公司参与的重组事件平均交易金额达89亿元，显著高于民企平均交易规模（30亿元）。

图：2024年—2025年三季度A股上市公司并购交易规模



数据来源：万得资讯，毕马威分析

值得注意的是，国有控股上市公司参与的80起重大重组事件中有55起构成关联交易，主要是国有控股集团内部的关联性重组，反映出国资国企利用上市公司平台开展内部资源整合，持续优化国有资本布局、深化国企改革的特点。

## ■ 国资国企战略重组与专业化整合的路径

2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，明确提出积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。国有控股上市公司与其国有控股集团之间的资产重组可通过多种方式实现，其中发行股份购买资产、资产置换、吸收合并为较为常见的重组方式。

**国有控股上市公司向控股股东购买相关资产。**该模式中，国有控股上市公司向控股股东购买与自身业务密切相关的资产，从而实现盘活国企资产、提高控股股东证券化率的目标。国有控股上市公司可根据目前国资持有上市公司股份的比例大小，灵活调整股份支付和现金支付比例。此外，需要提醒的是，国有控股上市公司需注意拟购买资产与上市公司目前主营业务的战略协同性，以及整合后新业务组合的商业逻辑。

**国有控股上市公司与控股股东进行资产置换。**该模式中，国有控股上市公司大多经营不善，谋求通过资产置换，重塑国有控股上市公司底层资产结构与估值逻辑，促进上市公司经营业绩回升。在资产置换过程中，如果拟置出资产估值（偏传统的重资产行业）高于拟置入资产（偏新兴的轻资产行业），需要统筹考虑三方面的因素。首先是可能出现的上市公司市值波动及其带来的负面影响；其次是对于中小股东权益的保护；第三是控股股东现金流、信用评级、国有资产保值增值要求，以及国资监管机构后续对控股股东整体考核要求等。

**国有控股上市公司与控股股东进行吸收合并。**该模式中，国有控股上市公司通过正向或反向吸收合并，实现国有控股集团整体上市。在吸收合并中，需关注利益相关方的权益和诉求，包括职工代表大会和被合并方债权人等。在设计吸收合并方案时，需综合考虑控股股东的历史沿革、特殊资质和商誉影响等因素，明确正向或反向合并的优劣势，灵活选择合并方式；在操作层面，需要关注被合并方资产权属转移、合并后企业治理结构构建、员工安置与人事调整等相关事项。



## 先进案例

### 某央企子公司吸收合并集团内同业公司，进一步提升上市公司质量

某央企集团在全球船舶和海洋工程领域居于领先地位，旗下的A公司和B公司均为集团核心上市平台。然而，A、B两家公司不仅在油轮和集装箱船等细分市场存在业务重叠，而且国内业务布局分散，资源配置效率不高。

在深化国企改革和制造业转型升级的大背景下，2024年9月，A、B公司从自身发展需求出发，启动换股吸收合并方案，以消除同业竞争，整合研发、产能和供应链资源，实现加速产业结构调整、提升核心竞争力的目标。

根据合并方案，A公司将作为唯一上市平台，承继B公司全部资产及负债，整合双方核心船厂资源，形成覆盖军民船总装、配套设备及维修服务的全产业链布局。未来，新主体将聚焦液化天然气（LNG）船、甲醇燃料船等高附加值船型业务，实现业务结构升级和高质量发展目标。

在交易方式上，A公司将以发行股票的方式合并B公司。合并后新主体市值预计将达2,700亿元，总资产接近4,000亿元，年营业收入有望突破1,200亿元，成为相关领域全球最大规模上市公司。

2025年初，该重大资产重组方案获国务院国资委等主管部门的原则批复。

## 股权激励是促进国资国企重组整合顺利实施的重要工具

股权激励是市场化中长期激励工具，对于开展战略性重组和专业化整合的国资国企而言，推进股权激励计划能够促进公司治理体系完善、绑定核心人才利益、强化战略协同，同时向资本市场传递积极信号，促进企业绩效与市场估值的双重提升。

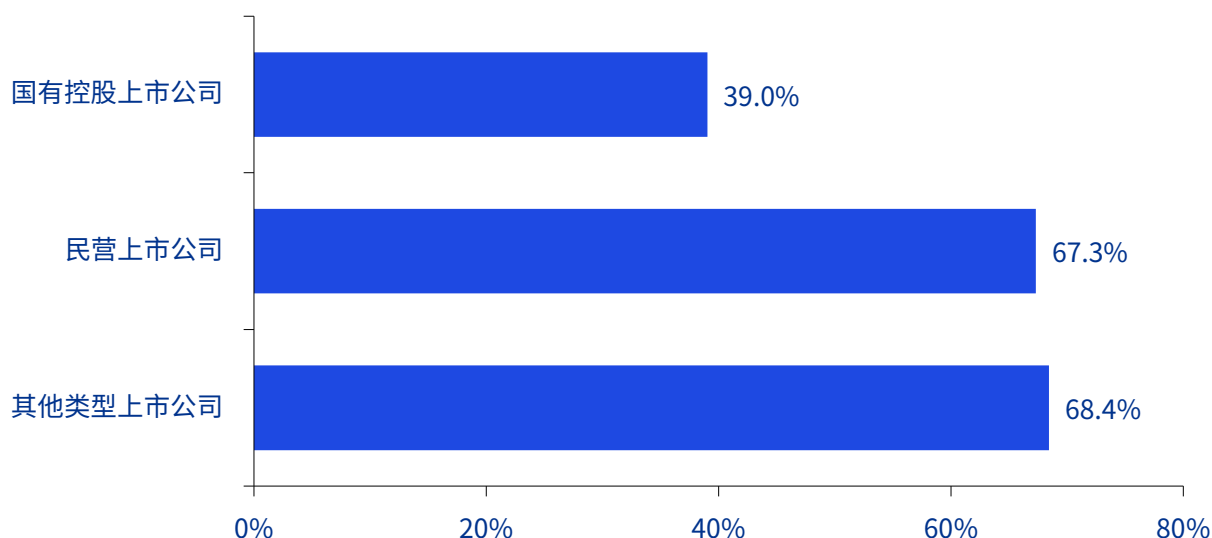
完善控股上市公司股权激励机制一直是深化国资国企改革的重要内容。2020年5月，国务院国资委发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，在操作层面进行了系统性规范，既明确了股权激励计划的核心要素、考核机制、管理办法和实施程序，为央企控股上市公司实施股权激励提供了精准且清晰的指引；同时也对权益授予数量、股权定价、计划间隔期等关键指标设定提出了更为严格的要求，并强调激励强度要与薪酬水平相关联。

2024年12月，国务院国资委印发的《市值管理意见》，明确将股权激励纳入央企市值管理“工具箱”，同时提出优先支持科技创新型上市公司规范实施股权激励，进一步激发核心骨干在科技创新和提升上市公司投资价值方面的主动性和积极性。



在政策的影响下，国有控股上市公司逐渐扩大股权激励实施范围，但与A股市场其他类型上市公司\*相比，激励覆盖面仍然较小。根据万得数据统计，截至2025年9月底，已经开展过股权激励的国有控股上市公司累计达569家（其中央企控股上市公司有200家，地方国企控股上市公司有369家），数量占同类上市公司39%；而已实施股权激励的民营企业达2,309家，占比达67%，总体激励覆盖面显著大于国有控股上市公司。

图：已实施股权激励的各类A股上市公司占比分析（截至2025年9月底）



数据来源：万得资讯，毕马威分析

为获得市场认可，重组后的国有控股上市公司可能面临较大的市值管理压力。建议国资国企在政策框架内，综合考虑重组后的战略导向、资本市场环境、企业财务成本等因素，确定激励对象范围，灵活选择股权、期权、限制性股票、虚拟股票等激励工具，科学设计并规范实施激励方案。

此外，国资国企还应着重加大对创新型上市公司的激励力度，优先对科技含量高、价值创造能力强、基本面稳健的控股上市公司实施股权激励，形成有效机制，推动企业创新发展。

\* 包括国有控股上市公司、民营企业和其他类型企业，其中其他类型企业包括外资企业、公众企业、集体企业和其他企业

## 破净股的业绩改善与市值提升

### 国资国企解决长期破净问题成为市值管理提升的重点任务

国有控股上市公司长期估值承压，解决长期破净问题成为市值管理提升的重点任务。《市值管理指引》第九条指出，长期破净公司应当制定明确、具体、可执行的估值提升计划，并经董事会审议披露；《市值管理意见》明确提出，要高度重视央企控股上市公司破净问题，并将解决长期破净问题纳入年度重点工作。2025年前三季度，已有232家A股上市公司发布估值提升计划，其中国有控股上市公司共138家，占比达59%\*。值得注意的是，138家国有控股上市公司中有126家为破净股，占比高达91%。

国有控股上市公司破净是多重因素共同作用的结果，包括传统行业增长乏力，自身盈利能力偏弱，资本运作、股权激励等体制机制市场化程度不足等。为破解破净困局，毕马威建议国有控股上市公司把握政策新导向，通过科学、合理使用公司回购、大股东增持、现金分红等金融工具，推动公司价值合理回归，维护广大投资者利益，实现国有资产保值增值。

长期破净公司进行市值管理提升，需打造“业务提升——资本协同——市场沟通”三级体系，从提升公司基本面、优化资本结构、加强市场沟通等方面着手，提振上市公司市值表现，解决破净难题。

#### 业务提升



发展主责主业是国有控股上市公司市值管理工作的基础与核心，通过业务转型、提升核心业务盈利能力、强化公司运营管理与品牌输出能力等举措筑牢企业发展根基，改善业务基本面。

#### 资本协同



优化资本结构是国有控股上市公司市值管理工作的重要组成部分，通过大股东增持、股票回购、设立产业基金、探索不动产投资信托基金（REITs）试点等资产证券化工具以及推进股权激励计划等市值管理举措，有助于稳定股价、增强市场信心、改善上市公司融资能力、提升资产效率，优化上市公司资本结构，为企业市值提升和长远发展奠定基础。

#### 市场沟通



投资者关系管理是国有控股上市公司市值管理的核心环节，通过提升信息披露质量、构建线上线下多元化沟通渠道、加强专业机构调研互动、优化研报覆盖与内容等举措，上市公司能够增强投资者信心，提高资本市场认同度，引导市场价值与内在价值趋同。

\* 数据来源：万得资讯，毕马威分析



## 通过股票回购增持，修复上市公司市场估值

对于因传统行业特性而破净的国有控股上市公司，市值管理“工具箱”提到的股票回购举措，一方面能够通过减少流通股数量，提高每股盈利（EPS）和每股净资产水平，优化公司财务指标，改善市场预期；另一方面，也能够向市场传递积极信号，表明公司现金流充裕，管理层对公司发展前景充满信心等，有利于化解国资国企股价破净困局，从而有效修复公司估值。

为维护投资者权益、稳定市场预期，政府陆续出台相关支持政策，鼓励国资国企回购增持。2024年10月，央行等部门联合发布了《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》（以下简称《通知》）。《通知》引导21家全国性银行向符合条件的上市公司和主要股东提供以“专款专用，封闭运行”为原则的贷款，支持回购和增持上市公司股票；21家金融机构发放股票回购增持贷款的，可向央行申请再贷款，首期总额度3,000亿元。值得注意的是，《通知》明确“鼓励中央企业发挥带头作用”，以推动更多公司加入回购增持行列，体现了央企在维护资本市场平稳运行中所发挥的重要作用。2024年12月，国务院国资委发布的《市值管理意见》明确要求央企要“建立常态化股票回购增持机制”。

2025年4月8日，在关税战、贸易战愈演愈烈的大背景下，资本市场出现剧烈动荡，国务院国资委进一步表示，将全力支持央企控股上市公司不断加大增持回购力度，巩固市场信心，持续提升公司价值，促进资本市场健康稳定发展\*。

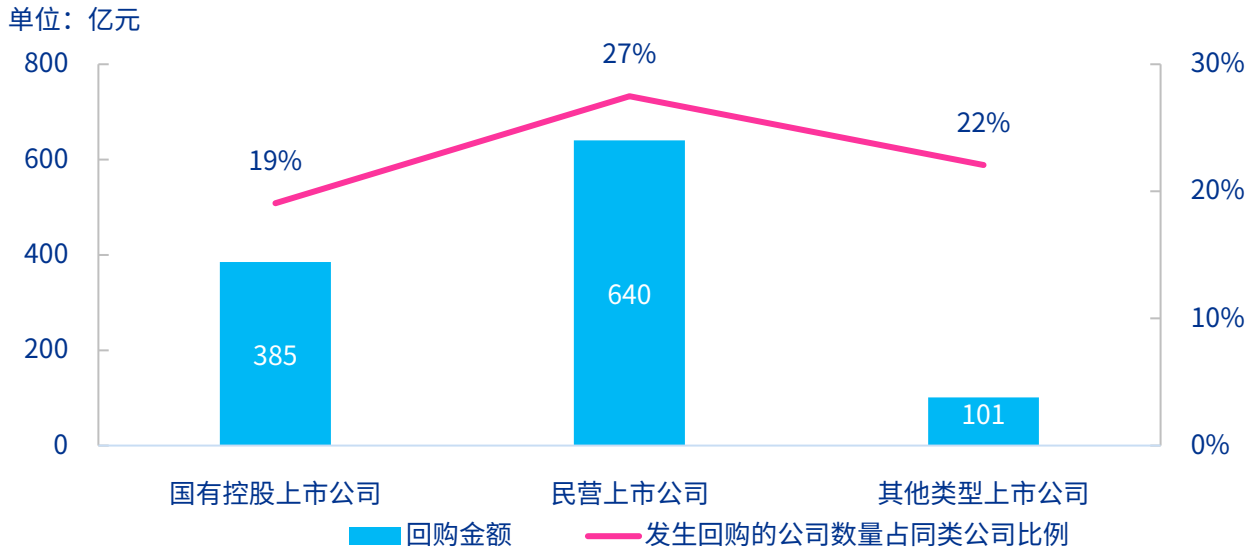
从资本市场实践看，国有控股上市公司对于股票回购仍比较谨慎，而民营企业则表现得较为相对活跃。2025年前三季度，共有943家民营上市公司进行了股票回购，占民营上市公司总量的27%，回购总金额高达640亿元（约占同期A股市场股票回购总金额的57%）；国有控股上市公司仅有278家发生回购，占同类型上市公司比例约19%，回购总金额（385亿元）约为民企的60%。



\* 《国务院国资委：全力支持央企控股上市公司不断加大增持回购力度》，新华社，2025年4月8日



图：2025年前三季度A股上市公司回购金额及企业占比



数据来源：万得资讯，毕马威分析

为走出估值困境、提升市场信心，国有控股上市公司、尤其是破净国有控股上市公司，应把握政策窗口期，结合自身实际，探索回购增持的最佳路径，提升公司价值，维护投资者权益。

### 提高分红比例，优化投资者回报，推动估值修复

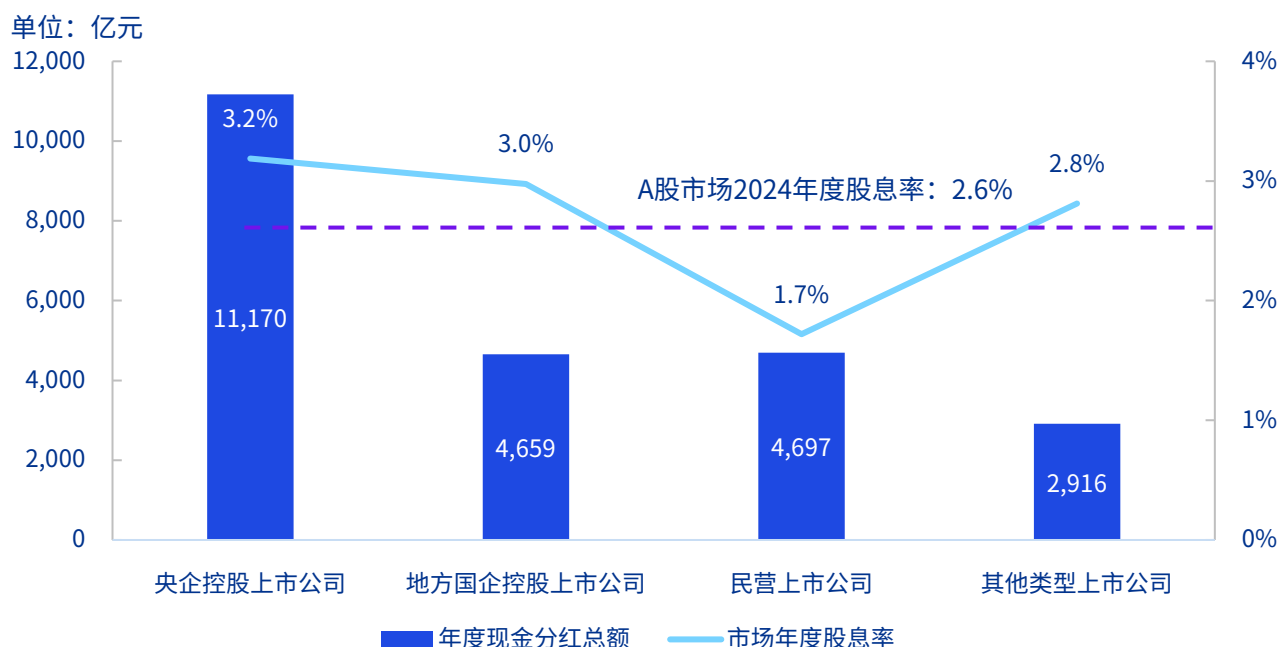
国务院国资委在《市值管理意见》中强调要稳定投资者回报预期，“制定合理可持续的利润分配政策，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例”。

国有控股上市公司积极实施分红激励、提高股息率，能够吸引长期资金配置，向资本市场传递企业现金流充裕、经营稳健的积极信号，从而带动国企估值加速修复。

在资本市场实践中，国有控股上市公司对分红工具运用得较为充分，是A股上市公司现金分红的“主力军”。2024年A股上市公司总计实施现金分红2.34万亿元，其中中央国有企业现金分红总额超1.1万亿元，占比约48%；地方国有企业现金分红总额约0.47万亿元，占比约20%，国有控股上市公司合计现金分红实施总额占比高达67%；民营上市公司及其他类型上市公司现金分红总额达0.76万亿元，占比约32%。

从分红回报水平看，央企控股上市公司2024年度股息率达3.2%，地方国企控股上市公司则接近3.0%，均远超民营上市公司1.7%的水平，同时也显著高于A股市场整体水平（2.6%）。国资国企提高分红、稳定派息，不仅为资本市场做出了表率，也能够引导市场更加关注企业内在价值和股东回报。

图：2024年各类A股上市公司年度市场现金分红情况统计



数据来源：万得资讯，毕马威分析

对于陷入破净困境的国有控股上市公司来说，通过稳定分红预期、优化分红结构、加强与投资者沟通、实施科学合理的分红策略，能够增强投资者信心、改善市场估值，实现从“破净洼地”向“价值回归”的转变。

制定分红方案时，国有控股上市公司需要注重分红与再投资的平衡，确保公司的财务健康和可持续经营；制定分红方案需结合行业特点，比如现金流稳定的行业可以提高分红比例，而科技型创新企业则可能需要保留更多利润用于研发投入；动态调整分红方案，就方案制定机制、方案内容和分红比例下限等分红方案加强与投资者沟通。

# “十五五”期间国资国企 市值管理保障措施建议



## 建立市值管理中控股股东和上市公司的意识协同机制

以“价值三部曲”为核心开展国有上市公司市值管理，要求上市公司与控股股东之间在战略目标、治理理念和市场定位上达成深度协同，建议国有控股股东与上市公司之间通过战略共识重塑、明确双方主体边界与责权范围，以及建立常态化市值管理沟通机制与信息共享平台等举措，实现意识协同、步调一致。

首先是**战略共识重塑**，控股股东需提升对市值管理的认知水平，摒弃将上市公司视为“融资工具”的传统定位，明确上市公司“价值创造主体”的长期战略定位，将国有资本的战略布局与上市公司的发展规划紧密结合。另外，控股股东可以面向上市公司市值管理核心人员（董秘、投资者关系管理团队等）建立轮岗机制，上市公司市值管理人员通过定期在控股股东内部轮岗、培训，深入了解国资委政策、上市公司监管要求，提高专业能力，并与控股股东的战略意识、治理理念保持一致。

其次是**责任主体明确化**，控股股东与上市公司应清晰界定明确双方的主体边界与权责范围，构建以上市公司为市值管理核心实施主体、控股股东为统筹引领、战略支撑与资源保障主体的协同管理生态。在这一生态下，双方需各司其职、同向发力。



上市公司作为市值管理工作的首要核心主体，在“十五五”期间需聚焦核心主业夯实价值创造根基，通过提升核心竞争力、优化盈利结构、推动数字化转型等方式，为市值稳定提供内在支撑；同时，需合理运用市值管理工具，如股份回购、股权激励、投资者关系管理等，主动向市场传递公司价值信号，并通过常态化路演、业绩说明会等形式强化市场沟通，精准引导投资者预期，避免因信息传递不畅导致的市值非理性波动强化市场沟通与预期引导；

控股股东需充分发挥资源整合和战略引领作用，一方面通过整合自身产业资源、资金资源、渠道资源等，为上市公司拓展业务、优化产业链布局提供坚实支撑，助力上市公司实现高质量发展；另一方面，通过明确的战略规划为上市公司提供发展指引，确保上市公司经营方向与控股股东长期战略保持一致；同时将股权管理纳入控股股东整体资本规划，在市场出现非理性大幅下跌、显著低于上市公司内在价值时，及时实施增持计划，向市场传递大股东对上市公司前景的坚定信心和价值认可，为上市公司高质量发展提供明确指引和坚实支撑。

最后，为保障市值管理工作的系统性与一致性，**国有上市公司与控股股东之间需建立常态化市值管理沟通机制与市值管理信息共享平台**，通过定期召开联席会议、专题研讨等形式，就上市公司战略、经营情况、市场动态及市值表现等重要议题进行充分交流；同时依托数字化工具搭建信息共享平台，实现上市公司财务数据、行业动态、监管政策解读、投资者反馈等信息的实时共享沟通与市值管理信息共享，确保控股股东与上市公司步调一致，提升市值管理效率和透明度，避免由信息不对称带来的监管风险，为国有上市公司市值的长期稳定与增值提供制度保障。





## 利用“关键第三方”推动市值管理工作

国有上市公司在“十五五”期间应充分利用“关键第三方”，例如控股股东资本平台的专业化能力，推动市值管理工作。具体来说，控股股东资本平台可以在以下几个方面赋能上市公司。

**资源整合与更新改造：**控股股东资本平台可以充分发挥资源整合与统筹协调的优势，牵头开展系统性控股股东内部存量资产盘点，筛选出与上市公司主业相关、具有协同效应的资产进行更新改造与运营提升。待资产价值得到充分挖掘与提升后，资本平台再将优质资产以合适的方式注入上市公司，进一步放大资产价值，实现上市公司价值提升与控股股东存量资产盘活的双向赋能。

**资本运作创新：**控股股东资本平台可以凭借其专业的金融运作能力和丰富的市场经验，为上市公司提供多元化的资本运作方案。一方面，资本平台可助力上市公司开展并购重组活动，围绕提高主业竞争力、增强科技创新能力、促进产业升级三大目标，协助上市公司筛选并购标的，并在具体执行过程中，通过统筹协调交易结构设计、尽职调查、估值定价以及融资安排等关键环节，有效降低并购风险，保障并购交易顺利实施，进而推动上市公司实现产业整合和升级；

另一方面，在创新资本运作工具应用上，资本平台可引导上市公司突破传统融资思维，拓宽融资渠道与形式。除定向增发和可转债等传统工具外，还可探索更多元化的运作模式：在基金投资方面，联合上市公司发起设立产业投资基金，围绕上市公司主业布局上下游及新兴领域，通过基金的专业化投资培育优质项目，待项目成熟后再注入上市公司，实现“孵化—培育—上市”的全链条布局；在跨境投融资领域，依托资本平台的国际资源与风险管控能力，协助上市公司开展海外并购、设立海外研发中心或参与国际合作项目，既获取海外先进技术与市场资源，又推动上市公司国际化布局；在资产证券化方面，将上市公司旗下优质资产通过REITs等工具实现证券化，盘活存量资产和回笼现金流，同时优化资产负债结构，降低财务风险。



**投资者关系管理加强：**国有上市公司需与控股股东资本平台协同推进投资者关系管理，资本平台作为控股股东旗下的专业平台，可发挥“集中优势”，为其旗下多家上市公司统一组织投资者交流活动，如集体路演、行业投资论坛和集体业绩说明会等，降低单体公司沟通成本，并吸引更多专业投资机构参与。同时，资本平台可凭借积累的行业资源，直接对接国内外主流投资机构、券商研究所、评级机构及ESG评级商，为上市公司搭建更广阔的沟通渠道。另外，资本平台可以根据机构投资者和个人投资者的不同需求，为上市公司制定差异化的沟通策略和服务方案，以提升沟通的精准性和有效性，进而提升整体资本市场认可度。

**产业研究与战略前瞻：**控股股东资本平台可以协助上市公司开展前置产业研究，通过对其所在行业和赛道进行深度、前瞻、落地的系统性研究，为上市公司战略制定、新赛道布局以及并购方向等提供具有操作性的洞见和建议；同时，资本平台紧密跟踪资本市场动态与估值逻辑，深入研究注册制下资本市场估值体系演变、投资者偏好变化，为上市公司的价值传递和预期管理提供专业建议，成为上市公司产业升级和资本运作的“助推器”和“智囊团”。



## 构建市值管理长效考核体系

国资监管机构将市值管理考核指标纳入体系，为建立国有上市公司市值管理的长效机制，控股股东制定市值管理经营指标考核体系，以可量化的方式引导上市公司加强市值管理。

在考核指标体系设计原则上，首先应遵守**战略协同性原则**，市值管理指标设计需与控股股东整体战略（如产业升级、资产整合）及上市公司长期价值挂钩，避免短期市值炒作；其次是**市场化导向原则**，市值管理指标需结合资本市场规则（如股东回报、投资者关系），同时兼顾国企社会责任（如国有资产保值增值）；最后是**差异化考核原则**，控股股东需根据上市公司所处行业特征与企业发展阶段（如初创期、成长期、成熟期）细化差异化考核指标设计，设置不同权重指标。



在考核指标设定上，应综合考量多方面因素。首先是**上市公司经营业绩指标**，包括净利润、净资产收益率、营业现金比率等财务指标，以衡量上市公司的盈利能力、资本运用效率、以及经营性现金流的健康程度；其次，引入**市值规模与稳定性指标**，如市盈率、市净率、市值增长率、股价波动率等，直观反映上市公司在资本市场的价值表现和市值变化情况；再次，引入**投资者关系和股东回报指标**，如信息披露质量、投资者沟通频率、现金分红比例等，以评估上市公司对投资者关系与股东回报的重视程度。

在考核实施与结果应用上，一是**考核周期应长短结合**。短期考核可侧重于年度经营业绩和市值表现，及时发现问题并进行调整；长期考核则关注企业战略规划实施和长期市值增长趋势，引导企业树立长期价值创造理念，避免短期行为。

二是**建立动态调整与敏捷响应机制**。一方面建立年度评估+季度审视的定期评估机制，根据市场环境变化和公司战略调整，定期评估市值管理指标的适用性，进行动态调整；另一方面建立市值管理效果反馈机制，通过投资者反馈、市场表现等数据，优化考核指标设置和管理策略；另外可探索引入“监管沙盒”机制<sup>\*</sup>，对探索新业态的上市子公司，允许申请阶段性考核豁免或定制化指标，支持创新试错。

三是**强化激励约束的对等性与穿透性**。针对市值管理工作成效显著的上市公司，核心管理层可给予相应的物质和精神激励，如现金奖励、股权激励、荣誉表彰等；对市值表现落后同业、投资者关系管理出现重大失误或出现重大负面舆情的上市公司，进行处罚，如扣减相关责任人绩效奖金、调整岗位等，同时，还可考虑限制其再融资、并购扩张等资本运作权限，并强制要求引入第三方市值管理顾问进行诊断整改。

通过以上方式，充分调动控股股东与上市公司各方参与市值管理的积极性和主动性，形成长效的激励约束机制，推动国有控股上市公司市值管理工作持续深入开展。

<sup>\*</sup> 2015年11月，英国金融监管局率先提出监管沙盒的创新监管理念。监管沙盒作为一个受监督的安全测试区，通过设立限制性条件和制定风险管理措施，允许企业在真实的市场环境中，以真实的个人用户与企业用户为对象测试创新产品、服务和商业模式，有助于减少创新理念进入市场的时间与潜在成本，并降低监管的不确定性。2019年1月，国务院批复同意北京市在依法合规的前提下探索“监管沙盒”机制，同年12月中国人民银行批复北京市率先在全国开展金融科技创新监管试点

## 结束语

2025年是“十四五”规划收官之年，也是“十五五”规划编制的谋划之年。作为国民经济发展的“稳定器”和“压舱石”，国资国企市值管理不仅是提升内在价值的关键举措，更是深化国企改革、实现“十五五”规划目标、推动资本市场和国有经济高质量发展的重要抓手。

“十五五”将是国资国企深化市值管理的关键时期。2024年12月，国务院国资委发布了《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》，系统性地将提升企业内在价值、维护市场形象、回报投资者和严守合规底线相结合，明确提出市值管理的方向和目标，强调要用好市值管理“工具箱”，加强制度机制建设和合规管理，为国资国企开展市值管理工作指明了方向。

本报告中，毕马威团队以“十五五”规划为契机，围绕高质量发展主线，深入分析国资国企市值管理的三大路径，并提出具体的解决方案，同时围绕国资国企市值管理保障措施提出实效性建议。希望本报告能够为众多国资国企开展市值管理工作，着力打造经营业绩佳、创新能力强、治理体系优、市场认可度高的一流上市公司提供有益参考，为促进资本市场健康稳定发展、实现经济转型升级贡献力量。



# 联系人



## 指导委员会

**江立勤**

毕马威中国  
客户与业务发展主管合伙人  
michael.jiang@kpmg.com

**张晏生**

毕马威中国  
国企服务主管合伙人  
roger.zhang@kpmg.com

**乔漠**

毕马威中国  
国资国企改革发展中心主任  
国资研究院院长  
stanley.qiao@kpmg.com



## 国资国企改革发展中心

**余裕**

毕马威中国  
国资国企改革发展中心  
副主任  
anita.yu@kpmg.com

**朱华**

毕马威中国  
国资国企改革发展中心  
副主任  
ch.zhu@kpmg.com



## 国资研究院

**陈剑虹**

毕马威中国  
国资研究院副院长  
iris.chen@kpmg.com

**马雪娜**

毕马威中国  
国资研究院研究员  
a.x.ma@kpmg.com

**林斯琦**

毕马威中国  
国资研究院助理研究员  
lynn.s.lin@kpmg.com



[kpmg.com/cn/socialmedia](https://kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：  
<https://home.kpmg/cn/zh/home/about/offices.html>

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2025 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司 — 中国有限责任公司，是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。