

深300: +2.45%

Volume: 45.8B

P/E Ratio: 13.2

Market Cap: ¥78.5T

Turnover: 3.2%

RSI: 62.4

MACD: 0.85

深300: +2.45%

Volume: 45.8B

P/E Ratio: 13.2

Market Cap: ¥78.5T

Turnover: 3.2%

RSI: 62.4

MACD: 0.85



深圳高等金融研究院
Shenzhen Finance Institute



深圳数字经济研究院
SHENZHEN INSTITUTE OF DATA ECONOMY

2025 CHINA A-SHARE MARKET RESEARCH REPORT

2025年中国A股市场研究报告

深300: +2.45%

Volume: 45.8B

P/E Ratio: 13.2

Market Cap: ¥78.5T

Turnover: 3.2%

RSI: 62.4

MACD: 0.85

深300: +2.45%

Volume: 45.8B

P/E Ratio: 13.2

Market Cap: ¥78.5T

Turnover: 3.2%

RSI: 62.4

MACD: 0.85

深300: +2.45%

深300: +2.45%

2025年8月

报告作者

张博辉

吴海峰

黄郡仪

报告发布单位

深圳数字经济研究院

深圳高等金融研究院

目录

一、 宏观政策和市场环境.....	1
(一) 宏观经济的长期驱动作用	1
(二) 政策与全球经济影响下的多元化表现	4
2.1 市场走势与政策节奏紧密关联.....	4
2.2 产业政策扶持的积极影响	6
2.3 全球经济影响下的稳健表现	10
(三) 风险因素.....	12
3.1 化债政策下的债务风险	12
3.2 量化策略同质化下的市场风险.....	16
3.3 美国大选下的外部风险	18
二、 A 股市场概览	20
(一) 指数表现.....	20
1.1 A 股指数较海外市场显著波动	20
1.2 美股长期回报高于 A 股.....	22
1.3 历史驱动因素与政策影响.....	23
1.4 行业轮动与产业变迁	27
1.5 市场估值水平与历史趋势	29
(二) 市场规模.....	33
2.1 上市公司规模与结构演变.....	33
2.2 上市公司市值变迁.....	41
2.3 产业结构转型升级.....	45
2.4 美国科技产业成为核心	50
(三) 分红情况.....	53
3.1 从自主到规范的政策演变.....	53
3.2 分红市场全景.....	55
3.3 国企分红情况.....	66
3.4 上市公司分红的双重路径.....	68

(四)	股份回购情况.....	71
4.1	从限制到灵活激励的政策转型.....	71
4.2	回购市场全景.....	73
4.3	新兴产业回购行为显著.....	77
4.4	回购对股价的积极影响.....	82
三、	A 股市场投资者.....	83
(一)	资金流动趋势.....	83
1.1	北向资金.....	83
1.2	南向资金.....	87
1.3	两融资金显著波动.....	91
(二)	公募基金持仓情况.....	92
2.1	基金规模稳步增长.....	92
2.2	货币市场型基金持续扩张.....	93
2.3	红利和科技双轮驱动.....	94
(三)	个人投资者持仓情况.....	97
3.1	个人投资者参与度减弱.....	97
3.2	偏好低风险资产配置.....	98
四、	A 股市场上市公司.....	101
(一)	盈利能力分析.....	101
1.1	ROE 水平波动下行.....	101
1.2	非国企盈利波动更大.....	102
1.3	消费行业表现亮眼.....	104
1.4	港股盈利波动下滑，美股盈利表现优异.....	107
(二)	成长能力分析.....	109
2.1	成长能力逐步回暖.....	109
2.2	国企成长动能收缩.....	110
2.3	行业表现结构性分化.....	111
2.4	港股成长仍显乏力，美股成长能力稳定.....	115
(三)	偿债能力分析.....	117
3.1	政策驱动下负债率下降.....	117

3.2	国企偿债能力更加稳定	118
3.3	新兴行业资本结构改善	120
3.4	海外市场负债率高企	122
(四)	运营能力分析	124
4.1	运营能力出现下滑	124
4.2	非国企运营能力更具韧性	125
4.3	传统行业普遍承压	126
4.4	港股营运能力下滑，美股运营效率依然稳健	128
五、	上市公司股权激励	130
(一)	从探索到常态化的激励工具	130
(二)	股权激励市场概况	132
2.1	股权激励市场有所回落	132
2.2	科技行业表现尤其突出	133
2.3	民营企业是股权激励主力军	136
2.4	市值呈现金字塔结构	137
(三)	第二类限制性股票成为主流	139
(四)	美国股权激励优势显著	141
(五)	股权激励对股价的影响	143
六、	并购市场分析	145
(一)	从市场化探索到规范化发展驱动	145
(二)	并购市场概况	148
2.1	并购市场波动下滑	148
2.2	并购类型逐步分化	149
2.3	并购市场行业集中度提升	151
(三)	协议收购方式成为主导	153
(四)	上市公司海外并购	154
4.1	海外并购总体低迷	154
4.2	亚洲并购规模保持第一	155
4.3	先进制造与运输业、TMT 为海外并购热门行业	156
4.4	行业并购呈现区域差异	157

(五)	美国巨额交易特征显著	158
七、	上市公司监管	160
(一)	市场监管体系	160
1.1	市场监管体系的升级	160
(二)	上市公司监管处罚概况	165
2.1	监管处罚力度持续增强	165
2.2	违规公司数量增长	167
2.3	处罚事件行业分布	168
(三)	上市公司违规处罚类型	170
3.1	信息披露取代内幕交易成为首位	170
3.2	处罚措施逐步强化	172
3.3	处罚事件的市场负面效应	173
(四)	上市公司治理	174
4.1	公司治理结构改革发展	174
4.2	上市公司治理水平稳步攀升	177
4.3	股东减持	179

一、宏观政策和市场环境

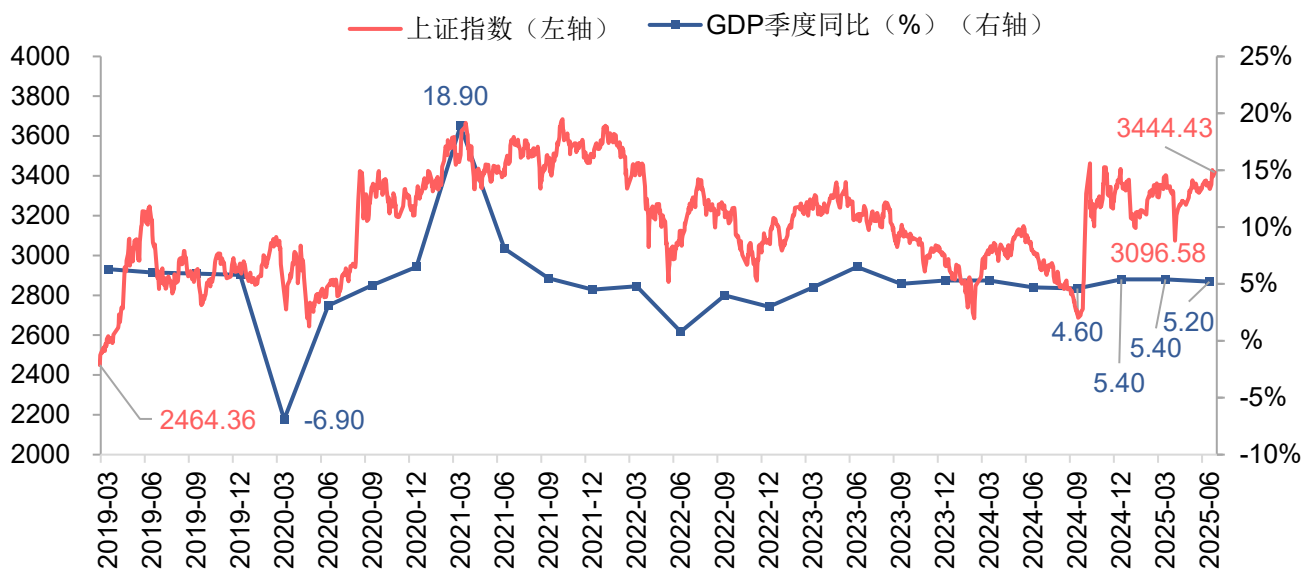
（一）宏观经济的长期驱动作用

宏观经济数据一定程度上反映了总体经济与就业情况的变化，但二级市场的表现不仅取决于经济数据本身，更受到市场参与者对未来经济、政策、市场情绪等多重因素预期的影响。从历史数据来看，经济数据的变化在长期周期（如 3-5 年）上对二级市场的表现具有显著影响，主要体现在经济基本面的持续改善或恶化对企业盈利能力和估值水平的驱动作用。然而，在中短周期（如 1 年以内）上，市场表现更多受到政策预期（如货币政策、财政政策）、市场情绪波动以及突发事件的影响，经济数据的边际变化对市场的直接影响力相对有限。

从 GDP（国内生产总值）来看，根据国家统计局最新数据，2025 年上半年我国 GDP 同比增长 5.3%，达到 66.05 万亿元，国民经济运行稳中向好。面对急剧变化的外部环境，中国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，消费成为推动经济增长的主要动力，而出口和工业生产同样展现出较强的韧性，政策的支持作用也愈加明显。

2024 年全年 GDP 同比增长 5.0%，GDP 总量首次突破 130 万亿元，超额完成了年初制定的 5% 经济增长目标。分季度来看，一季度 GDP 增速较高，当季同比达 5.3%，主要得益于外贸回温和消费稳步恢复。然而，进入二三季度，GDP 增速有所放缓，分别同比增长 4.7% 和 4.6%，主要受居民消费支出增速下降和制造业投资增速小幅回落等因素影响。值得注意的是，四季度 GDP 增速显著回升至 5.4%，远超市场预期，主要得益于政策红利的释放，以及供给端（工业增加值增长 7.8%）的强劲表现和需求端（社会消费品零售总额增长 8.2%）的同步回暖。

图 1：2019—2025 年 6 月上证指数和 GDP 季度同比（%）



数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

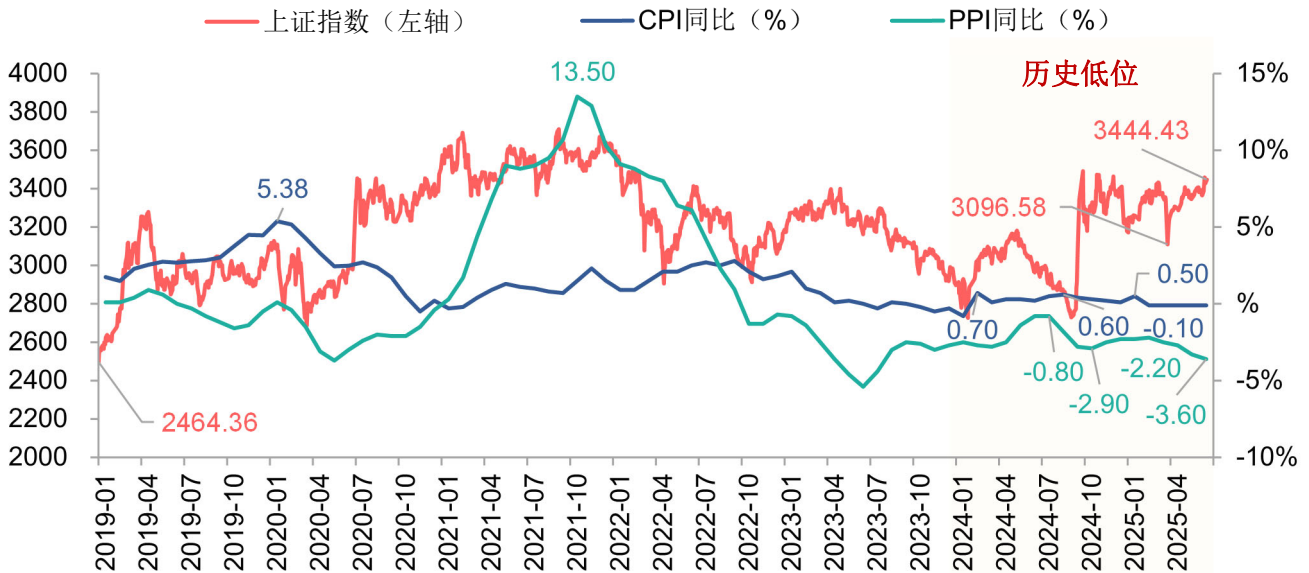
股市作为金融市场的重要组成部分，通常被视为实体经济的先行指标，因为其反映了投资者对未来经济状况的预期。因此，即使当前 GDP 增速放缓，市场可能已经提前消化了未来的经济预期，导致股市表现与实体经济出现短期背离。

2024 年 1 月，国家统计局公布 2023 年 GDP 全年同比增长 5.2%，好于 2023 年年初政府工作报告设定的目标。然而，市场对这一强劲的经济表现并未作出积极反应，股市指数随即陷入调整。4 月 16 日，一季度 GDP 数据发布，增速不仅超出市场预期，也超过了年初两会制定的全年经济增长目标。然而，这一强劲表现却引发了市场对后续三个季度逆周期政策力度减弱的预期，导致股市跌幅加深。投资者普遍担忧，随着经济数据的改善，政策支持可能会逐步退出，从而对市场流动性形成压力。

7 月 16 日，二季度 GDP 增速有所放缓，且不及市场预期。数据公布后，A 股市场在较大幅度的反弹后震荡下行，市场对于经济的企稳复苏信心不足。尽管三季度经济数据疲软，但政策发力叠加四季度增长预期升温，全年 A 股开始反弹。进入四季度，GDP 增长强劲，市场预期明显改善，股市成交额创历史新高，推动股市指数反弹。

2025 年 4 月，第一季度 GDP 同比增长 5.4%，大幅超出市场预期。然而，投资者对全球贸易摩擦及国内需求前景仍持谨慎态度，导致上证综合指数在午间交易中一度下跌近 1%。7 月，国家统计局发布了第二季度 GDP 同比增长 5.2% 的数据。当天，上证指数收盘下跌 0.42%，交易情绪依然谨慎，尤其是房地产和科技板块表现不佳，进一步加剧了指数的震荡。

图 2：2019—2025 年 6 月上证指数与 CPI 和 PPI 同比 (%)



数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

从通胀水平来看，2024-2025 年通胀水平保持在历史低位。2024 年全年 CPI（消费者价格指数）同比仅增长 0.2%，与 2023 年持平。核心 CPI 同比增长 0.5%，显著低于 2023

年的 0.7%，是 2013 年有数据以来的最低水平。PPI（生产者物价指数）同比下降 2.2%，这一水平高于 2023 年的数据，反映出工业领域面临的价格压力。2025 年上半年，CPI 累计同比下降 0.1%，较 2024 年下降了 0.3%，这一变化主要受到食品和交通通信价格下行的拖累，整体通胀水平维持在低位。生产者价格方面，PPI 当月同比均值为-2.8%，较 2024 年下降了 0.6 个百分点，这一趋势主要受到房地产和基建投资疲软以及国际价格走低的影响。

从月度数据来看，2024 年 1-10 月 CPI 累计同比仅上涨 0.3%，显示物价整体可控。其中，7 月至 9 月受极端天气（高温多雨）影响，鲜菜价格大幅上涨，拉动 CPI 小幅回升。随后在 10 月受秋季天气转凉的影响，CPI 边际明显回落。尽管短期内农业价格波动对 CPI 产生一定影响，但消费偏弱和需求不足等结构性因素仍对物价水平形成约束，整体通胀水平处于低位。

2024 年经济数据发布对市场产生了显著影响，反映出市场对政策和经济前景的敏感反应。3 月 18 日，1-2 月经济数据发布，超出预期的增长引发市场对逆周期政策减弱的担忧，导致股市上涨中断。4 月上旬，3 月经济数据发布，通胀、金融及进出口数据显示消费总体水平偏弱，未能显著提升市场信心。顺经济行业表现不佳，反映出市场对经济复苏的持续性存疑。5 月 27 日，4 月工业企业利润数据回暖提振了市场情绪，暂时缓解了下行压力。然而，5 月 31 日制造业 PMI（采购经理人指数）跌破 50%，重挫市场信心，显示出实体经济复苏的不确定性。9 月 14 日，8 月经济数据发布后，市场反应迟钝，跌幅显著减小，表明市场对政策预期的疲劳和对经济前景的审慎态度。12 月，11 月制造业 PMI 回升及市场对 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议的高度期待，再次推动股市上涨。

进入 2025 年，1 月由于春节“错月效应”的影响，消费需求集中释放，导致食品和服务价格显著上涨，推动 CPI 同比回升至 0.5%。这一现象反映出促消费政策初见成效。然而，2 月春节后的消费需求回落，CPI 环比由正转负，下降 0.2%，同比下降 0.7%，创下年内最大单月跌幅。节后，食品、文教娱乐及交通通信等价格均出现大幅回落，使得 2 月份 CPI 的跌幅尤为明显。

3 月和 4 月，CPI 继续低位徘徊，分别同比下降 0.1%。主要原因在于国际油价持续下行，汽油价格同比降幅超过 10%。尽管在“以旧换新”政策的推动下，家电等耐用品价格略有企稳，但整体消费需求仍显疲软。5 月，CPI 同比仍降 0.1%，结构性通胀压力有限。国际大宗商品价格的回落延续，并传导至国内工业品价格，PPI 同比累计下降 2.8%，进一步减轻了 CPI 的传导压力。

6 月，CPI 同比由降转涨，录得 0.1%，实现年内首次回正。这一变化得益于电子商务大促销、地方消费补贴以及中美贸易风险缓解预期的提振，消费需求逐步回暖，宏观政策的托底效果也开始显现。

（二）政策与全球经济影响下的多元化表现

2.1 市场走势与政策节奏紧密关联

A股市场历来对政策高度敏感，市场反应往往较为激烈。重磅政策对市场有较强的正面作用。2024年A股市场的走势与政策节奏高度相关，政策预期与兑现成为市场波动的主要驱动力。2024年，A股呈现“双底”形态，在宏观政策转向后探底回升，万得全A指数全年涨幅达10%，政策驱动成为市场走势的核心逻辑。

2月7日，吴清被任命为证监会主席，市场情绪迅速回暖。4月12日，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》（即资本市场第三个“国九条”），同日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》。由于市场对政策内容的理解存在一定片面性，担忧情绪升温，导致市场调整加剧。当天，上证指数收跌0.49%至3019.47点，深成指和创业板指分别下跌0.78%和1.08%，两市成交额约8100亿元。

5月，杭州、西安等城市发布优化房地产调控政策的通知，市场对地产政策的预期升温，推动全A指数在月内保持高位运行。5月17日，“517”重磅地产政策发布，市场正式进入预期兑现阶段，房地产链行业表现亮眼。证指数、深证成指和创业板指分别上涨1.01%、1.10%和1.12%，沪深两市成交额达8870亿元，其中申万一级行业房地产指数单日上涨7.37%，近5日累计涨幅达12.65%。

9月24日，国务院新闻办召开新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局和证监会领导分别宣布降息降准、降低存量房贷利率、为六大行补充核心一级资本，并创设5000亿元“证券基金保险互换便利”和3000亿元“股票回购增持再贷款”等宽松政策。这些举措成为年内第二波反弹的明确信号，推动上证指数上涨4.15%，深证成指上涨4.36%，创业板指飙升5.54%，北证50指数上涨3.23%，两市超5100只个股上涨，上涨比例达97%。

9月26日，中央政治局召开经济工作会议，强调加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出。这是近年来首次在9月政治局会议上部署经济工作，反映出经济工作的紧迫性。会议首次明确提及“加大财政力度”，为市场提供了期待已久的财政政策信号，标志着市场反转的确立。上证指数全周涨幅达12.81%，创业板指更是飙升22.71%。这些政策和市场反应表明，A股市场在政策支持和市场情绪的双重推动下，展现出强劲的反弹势头。10月21日，LPR（贷款市场报价利率）调降幅度超预期，进一步释放宽松信号。10月31日，10月制造业PMI数据时隔6个月重回50%以上，为市场注入信心，巩固了反弹趋势。

图 3：2024 年万得全 A 走势图与关键政策



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2025年上半年，货币政策与财政刺激相互配合，从消费、房地产到贸易等多个领域精准发力，为A股市场提供了稳增长预期支撑。在各自政策利好的推动下，不同行业表现出轮动特征，市场在震荡中稳步攀升。

年初，中央政府开展了“家电下乡”和“以旧换新”等全国性消费品置换补贴试点，旨在激发农村和中小城市的消费活力。这一政策自1月起便显著推动了消费板块的表现，令其跑赢大盘。5月7日，中国人民银行下调再贷款和再贴现利率0.25个百分点，并于5月20日将1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）各下调10个基点，以降低实体经济的融资成本，支撑企业盈利。这一举措在当日引发了银行、房地产等利率敏感板块的普遍上涨，上证指数单日收涨约0.7%。

与此同时，房地产支持政策也密集出台。5月下旬，住建部、财政部等多部委联合发布了购房补贴和贷款优惠方案，部分地方政府同步推出每套3-5万元的购房直补政策，显著提振了房地产开发板块，相关龙头股在6月初一度集体上涨逾3%。

针对外部不确定性，国家发改委和商务部在6月推出了针对性的贸易促进行动，包括扩大消费品出口退税和加快服务贸易市场准入，以稳定出口型行业的预期。在6月中旬至7月初，制造业和出口导向型蓝筹股表现坚挺，沪深300在两周内累计上涨1.8%，充分体现出市场对政策组合拳的积极回应。

2.2 产业政策扶持的积极影响

2024年，中国A股市场在产业政策的积极扶持下，展现出强劲的增长势头，尤其是在银行、通信和汽车行业。其中，银行与非银金融板块表现突出，成为A股市场的领涨行业。银行板块全年涨幅达34.39%，主要得益于政策对高股息资产的偏好。在无风险利率下行的环境中，银行的高股息优势愈加明显。与此同时，新“国九条”的实施进一步提升了银行板块的估值安全性和稳定性。此外，非银金融板块的涨幅超过30%，主要原因在于中国证监会于2024年9月24日发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。该政策支持上市公司通过并购重组实现转型升级和高质量发展，直接推动并购案例的增加，从而带动了二级市场非银金融板块交易量的提升。

通信行业表现同样亮眼，2024年全年涨幅达到28.82%。这一增长主要得益于国家在科技政策方面的推动，尤其是铜缆高速连接和人工智能领域的支持。首先，铜缆高速连接作为高新技术制造业，被纳入“十四五”规划中的新型基础设施建设。这一政策与5G网络、数据中心等新兴领域的协同发展，促进了行业的快速增长。其次，国家推动的人工智能行动方案也为通信行业带来了积极影响，运营商和光模块企业因其技术优势，获得了更高的利润率。此外，国家大基金对芯片全产业链的持续投入，以及税收优惠和研发补贴的实施，降低了企业的运营成本。

表 1：2024 年 1-12 月各行业涨跌幅表现（%）

行业	年度涨幅 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
银行	34.39	6.2	4.4	-0.2	4.9	3.0	-2.0	-1.4	-1.7	12.9	-2.5	1.0	6.7
非银金融	30.17	-3.4	6.5	-6.2	2.3	-1.4	-6.1	5.7	-1.9	36.6	2.4	1.5	-3.3
通信	28.82	-15.2	19.5	4.2	1.5	-6.1	2.9	-2.3	-6.2	24.6	6.3	-1.9	4.4
家用电器	25.44	-2.0	9.9	2.4	8.5	-4.0	-5.5	-2.3	-1.9	21.9	-1.4	-2.4	2.8
电子	18.52	-23.9	16.4	1.1	-0.4	-1.2	3.2	1.1	-5.3	19.1	14.6	-0.8	0.5
汽车	16.34	-15.4	13.6	4.6	2.6	-3.5	-2.8	0.2	-5.7	22.5	1.5	0.7	1.7
商贸零售	13.69	-10.7	4.3	0.4	-3.4	-4.6	-12.3	5.0	-3.6	26.0	4.0	13.6	0.1
交通运输	13.01	-2.8	5.0	1.0	2.4	2.4	-4.4	0.5	-4.8	16.4	-3.9	2.1	0.2
公用事业	10.23	-1.0	3.5	3.6	1.3	3.1	0.7	-0.8	-4.7	8.9	-4.2	-2.2	2.2
国防军工	7.08	-20.5	12.9	4.4	-2.0	1.8	-3.8	4.5	-8.9	19.7	10.2	-2.6	-2.6
石油石化	6.17	-1.2	5.6	6.0	0.9	-1.3	-2.0	-5.6	-0.1	8.1	-7.1	2.2	1.6
建筑装饰	5.57	-3.5	1.4	1.1	-2.2	-0.1	-4.9	-1.4	-6.2	18.6	6.5	1.1	-2.6
机械设备	5.04	-17.9	13.0	3.6	-0.6	-2.2	-6.9	-2.3	-4.5	22.1	4.5	3.4	-1.9
计算机	4.42	-23.7	17.8	-0.5	-3.4	-7.0	-6.6	-0.3	-7.0	34.9	14.5	4.4	-7.1
煤炭	4.41	6.7	7.6	-3.7	0.9	6.3	-5.5	-10.9	-0.9	14.7	-8.0	-1.1	1.3
综合	3.22	-15.1	0.1	5.5	-8.6	-4.7	-14.7	7.5	-2.5	25.2	10.7	8.6	-1.8
有色金属	3.19	-12.3	10.0	12.5	2.4	-0.3	-7.3	-3.6	-4.0	19.6	-3.6	-0.4	-5.6
电力设备	3.08	-16.3	10.2	3.7	-0.8	-0.6	-10.5	0.5	-3.8	27.1	4.3	1.2	-6.0
传媒	2.23	-15.5	14.8	1.5	-5.2	-7.8	-8.6	-1.4	-1.6	26.8	5.2	6.7	-5.8
环保	1.86	-12.0	1.2	4.9	1.0	-1.0	-9.4	1.9	-5.9	20.4	8.8	0.8	-5.0
钢铁	0.16	-6.9	6.7	0.1	1.9	-2.2	-9.8	0.8	-7.0	21.9	-0.5	0.4	-1.9
房地产	-2.15	-8.1	2.3	-3.8	-4.3	6.1	-13.5	2.3	-4.5	36.2	3.1	-0.5	-9.8
基础化工	-5.09	-16.1	9.2	2.3	4.5	-1.5	-9.1	-3.2	-4.0	20.5	-1.0	1.7	-4.1
社会服务	-5.11	-14.7	6.4	2.1	-2.3	-4.0	-12.6	1.5	-2.9	27.2	3.6	1.4	-5.2
纺织服饰	-5.32	-10.0	2.7	5.0	-1.4	-1.6	-11.5	-5.8	-2.7	19.7	-1.4	6.9	-1.8
建筑材料	-5.91	-8.6	4.4	-1.7	1.0	0.3	-9.1	-1.7	-7.1	22.9	4.7	-2.5	-4.8
轻工制造	-6.01	-14.0	5.2	3.9	-0.9	-2.3	-11.8	-3.9	-3.4	22.9	1.8	6.3	-5.1
食品饮料	-8.03	-10.2	8.6	1.6	0.8	-3.7	-11.8	-2.7	-2.4	24.6	-9.4	2.4	-1.2
美容护理	-10.34	-13.4	14.4	-1.2	-0.2	-3.7	-8.9	-2.5	-8.1	32.0	-4.4	-0.8	-6.6
农林牧渔	-11.58	-13.2	5.6	2.6	-0.8	4.3	-11.0	-0.3	-8.4	19.5	-2.3	-0.3	-4.1
医药生物	-14.33	-18.6	10.5	-2.3	2.6	-4.2	-8.7	0.2	-3.3	21.3	-4.3	2.1	-5.6

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

汽车行业 2024 年全年涨幅高达 16.34%，表现优异。这一增长主要得益于中央财政与地方政府的联动支持，投入约 112 亿元专项资金用于汽车以旧换新，补贴力度较以往大幅提升，直接刺激了消费者的置换需求。政策也为汽车行业提供了强有力的支持，将乘用车贷款的首付比例下限降至 20%，新能源车为 15%，并通过贴息政策降低购车成本，进一步释放了消费潜力。此外，国务院推动的设备更新和消费品以旧换新方案，鼓励新能源车型的普及，地方政策也随之跟进，形成了“中央+地方”的协同效应。

2025年上半年，有色金属和银行业领跑市场，有色金属板块涨幅达到**18.12%**，银行业上涨**13.10%**；相反，煤炭、食品饮料和房地产板块表现疲软，跌幅分别为**12.29%**、**7.33%**和**6.90%**。周期性行业与金融服务类板块受益于宏观经济回温和信贷支持，而资源类下游和房地产因需求承压和去库存压力承受较大调整压力。

从政策层面看，推动消费升级的以旧换新政策持续发力。上半年，全国社会消费品零售总额同比增长**5.0%**，耐用消费品增幅明显，为家庭用品及相关制造业提供了强劲支撑。与此同时，国家大规模设备更新行动启动后，1-6月设备工器具购置投资同比增长**17.3%**，拉动机械设备和重工行业需求显著提升。

稳增长方面，工业和信息化部针对钢铁、有色金属、石化和建材等十大重点行业先后发布稳增长工作方案，通过优化供给结构、推广绿色改造、淘汰落后产能等举措，为传统产业提供了政策托底，增强了行业稳定性。为破除地方保护、优化市场环境，全国统一大市场建设深入推进，上半年已清理妨碍公平竞争的地方性法规**4218**件，全面禁止税收挂钩产业扶持，显著提升了资源配置效率。

此外，金融支持政策进一步加大对科技创新和绿色发展的信贷投入。上半年，科创领域和绿色项目贷款增速持续跑赢整体贷款水平，中小微企业融资成本稳步下降，增强了新兴产业和数字经济的发展动力。这一系列政策在短期内强化了消费、投资和创新三驾马车的协同发力，推动行业轮动分化格局进一步加剧，并为下半年经济运行奠定了更为坚实的基础。

表 2：2025 年 1-6 月各行业涨跌幅表现

行业	半年涨幅 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月
有色金属	18.12	4.5	-0.5	7.8	-4.8	1.4	9.3
银行	13.10	0.4	-1.0	2.7	-0.5	6.1	5.0
国防军工	12.99	-7.3	3.7	2.2	-2.5	6.3	10.9
传媒	12.77	-0.6	6.1	-1.3	-2.2	2.2	8.4
通信	9.40	-0.9	3.7	-3.8	-6.7	4.0	14.1
机械设备	9.30	1.0	10.7	-1.1	-4.6	0.8	2.8
汽车	8.91	0.8	9.2	1.2	-3.9	1.4	0.3
计算机	8.88	-2.2	16.3	-5.4	-4.9	-0.7	7.1
环保	7.94	-4.2	4.8	2.8	-3.1	6.8	1.1
基础化工	7.38	-0.6	3.3	1.2	-2.7	2.0	4.1
医药生物	7.36	-3.8	5.1	1.2	-2.1	6.4	0.7
美容护理	6.90	-3.7	2.3	3.4	6.2	2.6	-3.6
农林牧渔	5.56	-3.0	0.2	2.0	3.4	2.5	0.5
纺织服饰	5.51	-2.6	1.7	0.1	-1.5	6.0	1.9
轻工制造	4.54	-2.6	2.7	-1.7	-2.1	4.8	3.6
电子	4.01	-0.3	8.3	-4.4	-4.8	-2.9	8.9
综合	3.51	-2.8	2.8	-4.3	-3.3	4.8	6.8
社会服务	3.35	-2.7	3.8	3.3	-4.0	-0.9	4.1
钢铁	0.99	-1.2	7.1	-0.2	-4.1	-0.3	-0.1
非银金融	0.23	-6.3	1.3	-0.6	-4.2	2.7	8.0
电力设备	-0.67	-3.7	6.4	-3.1	-8.2	2.2	6.7
家用电器	-1.17	-0.7	0.7	4.3	-5.7	3.5	-3.0
公用事业	-1.20	-5.2	-0.9	1.9	1.5	2.3	-0.5
建筑材料	-1.24	-1.3	0.6	2.6	-3.6	1.4	-0.8
交通运输	-1.82	-4.2	-0.8	0.2	-1.2	5.6	-1.1
商贸零售	-2.51	-7.6	3.0	-3.5	1.7	1.7	2.7
建筑装饰	-3.06	-5.9	3.5	-3.3	-1.4	2.9	1.5
石油石化	-4.79	-4.2	-1.1	-0.7	-2.1	1.9	1.5
房地产	-6.90	-6.1	5.4	-4.8	-1.6	-0.4	0.9
食品饮料	-7.33	-6.8	4.1	1.9	-0.2	-0.1	-5.9
煤炭	-12.29	-6.6	-7.6	3.6	-4.3	3.8	-1.2

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 全球经济影响下的稳健表现

全球经济与资本市场的表现深受地缘政治、政策动向以及市场情绪的影响。2024年初，清明长假期间，海外局势尤其是伊以冲突的升温引发了全球市场的广泛担忧，避险情绪显著升温。4月10日，惠誉公司维持中国主权信用评级为“A+”，但将评级展望调整为“负面”，这一变化引发了投资者对未来经济前景担忧的短暂升温，导致A股市场出现小幅震荡。4月12日，新“国九条”的出台引发市场对未分红股票和小微盘退市门槛提高的关注，上证指数下跌0.49%，深成指下跌0.78%，创业板指下跌1.08%。

6月13日，美联储发布了6月议息决议，维持目标利率区间不变。然而，会议点阵图显示，年内降息预期大幅弱化，年内降息一次甚至不降成为市场主流观点。这一消息使得A股市场情绪变得较为谨慎，三大指数集体下跌。截至收盘，沪指下跌0.28%，深成指下跌0.69%，创业板指下跌0.09%。

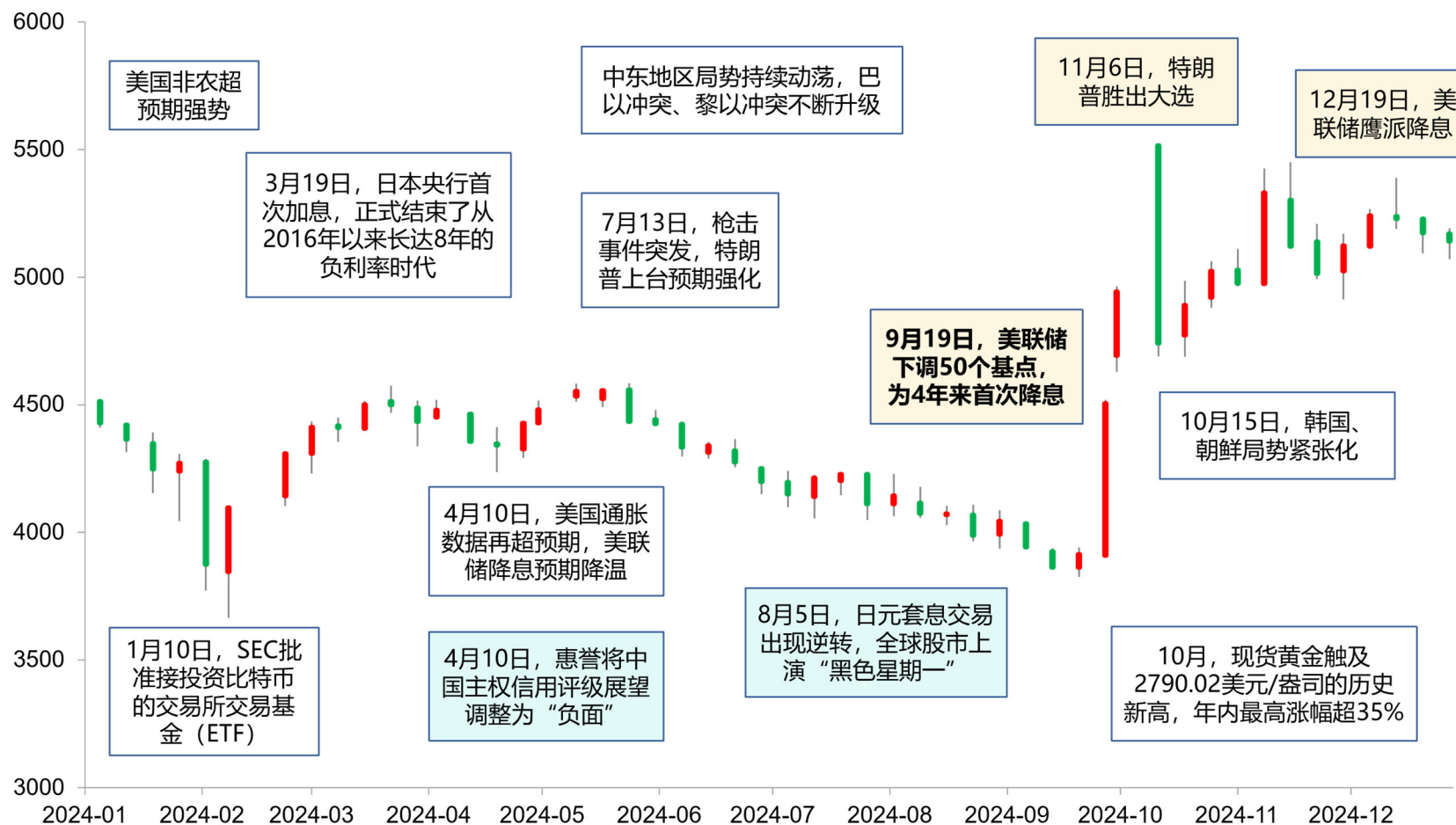
第三季度，地缘政治风险再次引发市场波动。7月13日，特朗普在宾夕法尼亚州的竞选集会上遭遇枪击，进一步加剧了市场对地缘政治风险的担忧。与此同时，特朗普上台预期逐渐强化，市场开始关注美国未来政策走向可能带来的变化。8月5日，日元套息交易出现逆转，全球股市迎来“黑色星期一”。日元快速走强导致全球资本市场流动性受到挤压，尤其是新兴市场资产遭到抛售。当日，北向资金净流出约60亿元人民币，反映出外资短期避险情绪的升温。相较而言，A股的表现仍然相对稳定，上证指数下跌1.54%，沪深300指数下跌1.21%，跌幅明显小于日韩等市场。

2024年9月19日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间从5.25%-5.50%下调至4.75%-5.00%，降息幅度为50个基点。这是自2020年3月以来的首次降息，也是自2022年3月加息周期启动后的首次政策转向。受美联储降息消息刺激，A股三大指数集体上涨，沪指收涨0.69%，深证成指涨1.19%，创业板指涨0.85%，市场成交额达到6270亿元，较前一交易日大幅增加1478亿元，显示出短期内市场情绪的回暖。

11月6日，特朗普正式当选美国总统，引发了对美国未来政策方向的广泛讨论。11月12日，特朗普上台的影响开始逐步发酵，市场对美国未来贸易政策、财政政策以及地缘政治动向的不确定性增加，导致全球市场出现一定程度的波动。A股市场在国内政策稳定的支撑下，表现出较强的防御性。

12月19日，美联储在议息会议上采取了鹰派降息措施。降息政策对全球流动性环境产生了积极影响，推动了年末资本市场的反弹。A股市场因此受益，外资持续流入，市场信心得到提振。随着政策的支持，人民币汇率企稳回升，缓解了市场对汇率大幅波动的担忧。当天，上证指数微跌0.36%，而深成指和创业板指分别上涨0.61%和0.52%。科创50指数表现更为突出，涨幅达到1.17%，市场成交量也至1.44万亿元。

图 4: 2024 年万得全 A 走势图与全球经济事件



数据来源: 万得, 金牛资产管理研究中心整理

2025年上半年，全球宽松货币政策与结构性资金轮动为A股提供了外部动力。美联储由年初的收紧预期转向观望，市场预计下半年将迎来降息，这一预期提振了风险资产，进而提升了A股的风险偏好。中美贸易摩擦虽有缓和迹象，但关税不确定性仍加剧了出口型行业的波动，导致相关板块表现分化。2025年3月下旬至4月上旬，受特朗普“对等关税”影响，A股市场震荡调整。4月2日，美国总统特朗普在白宫签署关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。受特朗普“对等关税”影响，投资者避险情绪升温，市场震荡调整。

4月中旬至年中，国内政策积极发力，叠加中美贸易摩擦阶段性缓和，市场震荡回升。5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，联合声明中达成多项积极共识。多重利好因素共振，市场风险偏好显著抬升，A股市场逐步震荡上行。5月，在美国对外关税阶段性缓和，在业绩真空期等因素窗口下，指数出现了较为明显的反弹。此后，由于接近前期市场的阻力位，且缺少进一步推动市场上行力量的背景下，市场对于经济数据下行，美国对华关税反复等因素扰动下，市场又出现了一定的调整。6月市场整体延续修复态势，结构分化明显。上旬在前期政策红利兑现与经济数据阶段性企稳的共振下，市场维持升势；中旬受外部地缘政治因素影响，市场短暂震荡整理；月末，随着中报预期逐步升温、政策端维稳态度延续，市场情绪回暖，指数震荡中上行。

（三） 风险因素

3.1 化债政策下的债务风险

1) 化债政策持续深入

2023年7月24日，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，标志着新一轮债务化解工作的正式启动。进入2024年，中央政府持续深入推进债务化解工作，化债思路逐渐从单一的防风险转向防风险与促发展并重。

在这一过程中，中央一方面继续完善和落实地方一揽子化债方案，强调建立地方债务管控的长效机制；另一方面，注重统筹化债与经济的关系。2024年4月30日的中央政治局会议明确指出，要确保高风险省份和市县在有效压降债务的同时，保持经济的稳定发展。

2024年11月，财政部出台了增量化债措施，推出了一揽子、综合性、靶向性的“12万亿”化债组合拳。这一措施使得地方政府需消化的隐性债务总额从14.3万亿大幅降至2.3万亿，显著减轻了化债压力。这次增量化债措施是近年来力度最大的化债政策，有助于优化地方债务结构，提升债务管理的规范性和透明性，同时也标志着化债工作思路的根本转变，强调在防范风险的基础上，促进经济的可持续发展。

与此同时，中央政府继续保持对地方债务的高压监管态势，导致城投企业新增融资面临

较大困难。2024年9月，财政部对八起隐性债务问责典型案例进行了通报，重申了中央政府对新增隐性债务及隐性债务化解不实等违法违规行为的零容忍态度。在此背景下，2024年10月，财政部部长在新闻发布会上明确表示，未来中央政府将对地方债务的监管和处罚措施更加严格。此外，“226号文”要求金融机构合规提供化债资金，并强调严肃化债纪律。

2025年上半年，地方债务的“化债”工作成为财政和金融工作的重中之重。《政府工作报告》明确提出要“稳妥化解地方债务风险”，强调在发展中化债、在化债中发展，以适应新形势下的经济环境。为有效防范区域金融风险，国务院发布了“99号文”，对高风险地区的债务进行动态名单制管理。符合条件的地区可以申请退出重点省份名单，并享受相应的融资政策放宽。

此外，沪深交易所先后修订了“3号指引”和“2号指引”，进一步规范了交易商协会的管理，并扩大了“政府出函”的适用范围。这些措施旨在严格规范城投融资主体，推动城投企业的真正转型，防止表面化债和“空壳化”现象的出现。通过这些综合性的政策部署，地方债务风险的化解将更具针对性和有效性，为经济的持续健康发展提供保障。

表 3：本轮化债以来地方债务及城投监管相关中央层面关键政策一览

时间	法规	关键内容
2023 年 7 月	中共中央政治局会议	加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
2023 年 12 月	中央经济工作会议	统筹好地方政府债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2024 年 1 月	2024 年中国人民银行工作会议	指导金融机构按照市场化、法治化原则，合理运用债务重组、置换等手段，支持融资平台债务风险化解。
2024 年 3 月	十四届全国人大二次会议作《政府工作报告》	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
2024 年 3 月	国务院防范化解地方债务风险工作视频会议	要下更大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型，分类施策推进清欠工作，要统筹抓好化债和发展。
2024 年 4 月	中共中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。
2024 年 5 月	《防范化解金融风险问责规定（试行）》	要配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。
2024 年 7 月	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	全会指出，要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措。
2024 年 7 月	中共中央政治局会议	要继续发挥好经济大省挑大梁作用，要持续防范化解重点领域风险，要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。
2024 年 8 月	2024 年上半年中国财政政策执行情况报告	指导地方逐步建立起全口径、常态化隐性债务监测体系，加强风险分析评估。
2024 年 11 月	《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》	一是增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换存量隐性债务。二是从 2024 年开始，我国将持续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债。三是 2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

续表

时间	法规	关键内容
2025 年 1 月	国务院新闻办“财政高质量发展成效”新闻发布会	一是强化地方指导，推动隐性债务置换落实。及时研究解决地方在化债过程中出现的新情况、新问题，推广地方化债典型经验做法。二是加强债券资金全流程、全链条监管，确保合规使用。三是严控新增隐性债务，推动隐性债务“清仓见底”。
2025 年 4 月	中共中央政治局会议	继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。
2025 年 4 月	《促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》	严格落实地方政府融资平台相关监管政策，严禁金融资产管理公司以任何形式新增地方政府隐性债务。
2025 年 7 月	中共中央政治局会议	积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序推进地方融资平台出清。

数据来源：国务院新闻办公室，全国人大常委会，中共中央政治局，国务院，央行，国家金融监管总局，财政部，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

2) 化债风险逐步显现

截至 2024 年 6 月末，融资平台中发债主体的带息债务余额达 62.69 万亿元。从区域分布来看，江苏、浙江、山东等东部省份的存量债务规模较高，面临的到期偿还压力相对较大。这些债务的主要持有者包括银行、保险公司和信托公司等金融机构，其中银行体系的风险暴露最为显著。

2024 年，地方政府债券的大规模发行用于置换隐性债务，化债资金的覆盖范围扩展至非重点省份，显著减轻了地方化债压力。全年用于化债的地方债共发行 3.36 万亿元，其中特殊再融资债为 5168 亿元，特殊新增专项债为 8522 亿元，置换隐债的再融资专项债则达到 2 万亿元。从区域分布来看，江苏、贵州、四川和湖南获得的化债资金排名居前，重点省份获得的化债资金对存量城投债的覆盖率较高。这一系列措施有效缓解了地方政府的债务压力，促进了债务结构的优化。

表 4：2024 年各地用于化债的地方债发行统计（亿元）

类型	特殊再融资债发行量		特殊新增专项债发行量	置换隐债专项债发行量	合计发行量	城投债余额
	一般债	专项债				
重点省份合计	1,117	825	1,966	6,856	10,764	14,989
非重点省份合计	1,718	1,508	6,556	13,144	22,926	103,542
总计	2,835	2,333	8,522	20,000	33,690	118,531

数据来源：财政部，金牛资产管理研究中心整理

短期风险主要体现在流动性压力缓解过程中的执行与传导。自 2024 年以来，通过发行专项债和再融资债券置换隐性债务，地方政府的短期偿债压力显著减轻，利率成本下降，债务期限得以拉长。然而，短期内仍存在以下风险：首先，债务置换过程中部分地区的进展不均，某些隐性债务形式复杂且识别难度大，可能导致“清零”进度滞后，从而使局部风险未能及时化解；其次，专项债资金的使用效率和项目质量存在隐患，若资金流向缺乏还本付息能力的项目，将加重未来的偿债压力；最后，市场对高风险地区的信心恢复尚需时间，部分区域的融资环境依然偏紧。此外，若化债节奏过快，可能导致地方基建投资短期收缩，从而对经济增长形成一定拖累。

长期风险则更为结构性和深层。首先，债务置换本质上是“时间换空间”，通过展期和降息来缓解当前压力，但未必能根本消除债务的可持续性问题。如果地方政府缺乏市场化转型能力，未来仍可能因经营性现金流不足而形成新一轮风险。其次，随着债务硬约束的加强，地方政府的自主融资能力受到限制，原有的“边化债边举债”模式难以为继，部分缺乏造血能力的平台可能面临整合或退出，进而带来就业和民生等次生影响。此外，部分 PPP 项目和政府购买服务等存量项目仍存在新增隐性债务的风险，债务“表外转表内”后，如何长期遏制新增隐性债务并防止“旧账未清又添新账”将考验监管和治理能力。最后，若未来经济下行或外部环境恶化，地方偿债能力和财政收入将承受更大压力，可能加剧债务风险的暴露。

3.2 量化策略同质化下的市场风险

近年来，量化策略同质化导致的流动性危机在中国资本市场表现尤为突出，典型案例便是 2024 年初的微盘股踩踏事件。其根本原因在于大量量化私募机构采用类似的数据源、因子模型和交易信号，导致持仓结构和交易行为高度趋同。一旦市场出现突发波动或流动性收缩，众多量化策略会在同一时间点同步平仓或调仓，形成踩踏效应，极易引发流动性危机。

具体而言，2024年2月5-7日，中国资本市场经历了一场由量化策略同质化引发的流动性危机，万得微盘股指数在三个交易日内暴跌25%，量化中性策略产品的平均回撤达7%，部分杠杆型DMA（Direct Market Access）产品的净值损失甚至超过30%。当前主流量化策略高度依赖历史价量数据，约78%的私募机构采用相似的技术指标构建交易信号。以中证2000指数成分股为例，2024年量化策略的日均交易量占比达42%，其中80%的订单流源自基于移动平均线与动量因子的模型。这种数据同源性和算法相似性导致策略输出高度相关，当市场出现趋势性波动时，超过60%的量化产品会同步触发买卖指令。

图 5：2024 年 1-6 月中证 2000 指数走势图



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2023年微盘股策略的平均收益率达51.8%，显著高于沪深300指数的-11.4%。在此激励下，量化私募管理规模从2022年的1.2万亿元激增至2024年的2.1万亿元，其中小微盘股的配置比例从23%提升至37%。头部机构在中证2000指数成分股的持仓重叠度超过45%，形成显著的策略拥挤。

然而，传统的Barra因子模型对极端流动性冲击的预警能力存在缺陷。2024年1月市场波动期间，仅12%的量化产品能够提前识别出小微盘股的流动性风险，多数机构依赖的历史波动率指标在危机爆发前处于五年低位。这种风险认知的滞后加剧了策略同质化带来的系统性脆弱。

微盘股策略的理论容量上限约为3000亿元，但截至2024年1月，实际配置规模已达4800亿元。这种超配导致单个量化产品在微盘股的持仓占比突破10%的流动性警戒线，部分个股的前十大股东中量化产品占据六成。当危机爆发时，单只个股的日均抛售量可达其流通盘的15%，远超市场的承受能力。

2024年微盘股危机中，量化中性策略和高杠杆DMA产品集中持有中小市值股票，市场下跌时出现集体抛售，短时间内微盘股指数暴跌，部分产品净值大幅回撤。由于微盘股本

身流动性有限，巨量卖单难以被市场消化，导致价格出现断崖式下跌。这种危机的传导机制包括同质化策略同步触发止损、杠杆资金被动去杠杆以及交易对手方流动性枯竭等环节，最终加剧了市场波动和风险外溢。

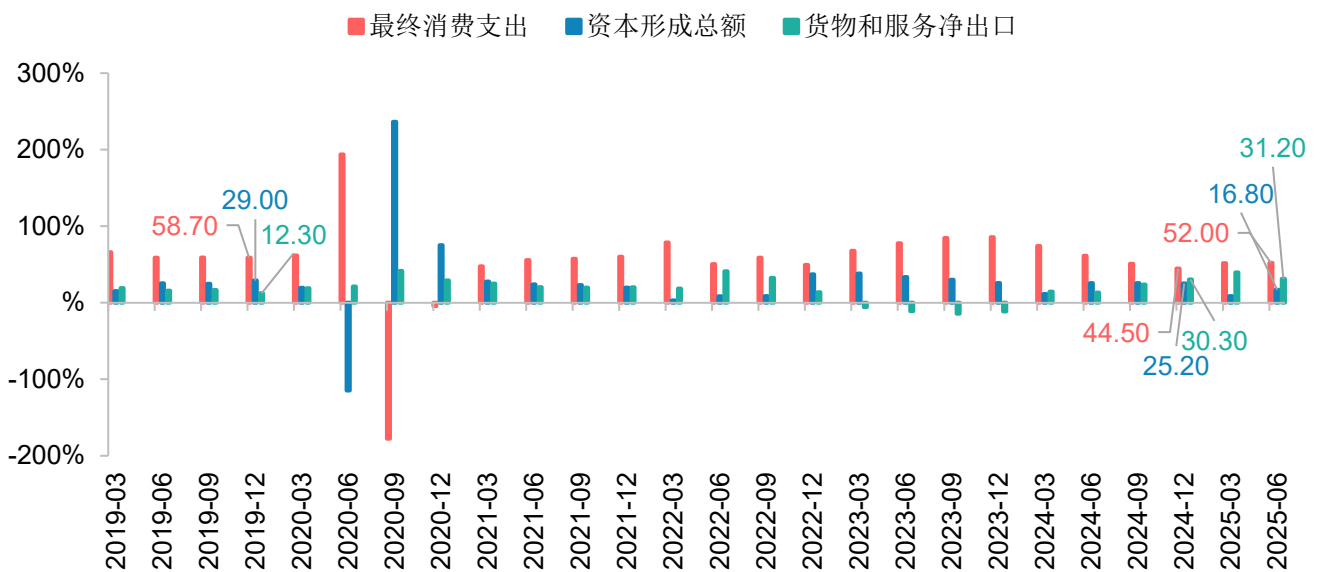
3.3 美国大选下的外部风险

2024 年美国大选已尘埃落定，共和党候选人特朗普宣布获胜，这一结果对中国 A 股市场带来了多层次的风险挑战。基于历史经验和当前市场环境分析，主要风险集中在贸易摩擦升级、汇率波动加剧、外资流动不确定性增强以及行业板块分化等方面。

拜登政府已在 2024 年 9 月底提高了根据《通商法》第三百零一条制定的制裁关税，现已对中国制造的纯电动汽车征收 100% 的制裁关税。2025 年，随着“特朗普 2.0”时代的到来，美国对外贸易政策再度急剧收紧，全球贸易紧张局势显著升级。除对所有进口商品统一征收 10% 的基准关税外，美国针对中国实施了所谓的“对等”关税，税率一度飙升至 145% 的历史峰值。虽然随后通过“日内瓦临时协议”将税率暂时下调至 30%，但相较于欧洲、日本等主要经济体仍维持在 10% 的基准水平，这一税负差距依旧悬殊。

高关税的直接后果已在中美贸易数据中得到体现。2025 年 4 月，中国对美出口额同比大幅下降 21.0%，显示出关税冲击对出口订单和外需的快速且明显的抑制作用。与此同时，目前所有关税豁免及相关临时协议仅设 90 天有效期，且在执行层面伴随不断加剧的履约摩擦与新兴非关税壁垒，使得未来贸易环境充满不确定性。企业在进行订单洽谈、供应链调整及长期资本支出决策时，均面临更高的政策波动风险。

图 6：中国消费、投资、净出口 GDP 累计同比贡献率（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

中国企业而言，高企且频繁调整的关税政策双重挤压了盈利空间。一方面，关税叠加效应推升了综合税负，直接吞噬利润；另一方面，政策反复导致成本与售价难以稳定，企业需在定价、库存与海外渠道布局上持续付出额外的动态调整成本。

特别是在纯电动汽车领域，中国制造商在价格竞争力方面具有优势。特朗普表示，将对中国进口的电动汽车征收 100%至 200%的关税，这不仅包括从中国进口的汽车，还包括在墨西哥生产的中国品牌汽车。这一政策将进一步加剧出口导向型行业面临的风险，尤其是在特朗普获胜的情况下，中国的出口股票和人民币将特别容易受到冲击。家电、电子、机械设备等传统出口优势行业可能被迫提高售价以维持利润空间，但这将削弱其在美国市场的竞争力。历史经验表明，2018 年贸易战期间，制造板块的下跌幅度相对更大，而消费和金融板块的抗跌性相对较强。

在当前国内需求不足且短期内难以有效缓解的情况下，中国经济对外需的依赖程度较 2018 年显著提高。2024 年第四季度，中国净出口对 GDP 的同比贡献率高达 30.3%，远超 2019 年的 12.30%。根据 CEIC Data，尽管我国经济增长的对外贸易依存度（贸易额占 GDP 的比率）已由 2006 年的峰值 68.07%下降至 2024 年 9 月的 38.99%，但作为典型的“出口导向型经济体”，日本的这一指标近十年均值也仅为 36%，这表明我国经济仍然具有较明显的出口导向特征。因此，2025 年美国对中国及其他经济体实施加征关税等贸易限制措施，不仅将直接冲击我国经济，还可能通过影响全球贸易环境间接削弱我国的外需，其潜在负面影响不容低估。

二、A 股市场概览

（一） 指数表现

1.1 A 股指数较海外市场显著波动

过去 20 余年，全球主要股指显现出“美强、日稳、英弱，印、中分化”的多元格局：美股凭科技创新一路领跑，道指累涨约 450%；日本在超宽松政策助推下，日经 225 迎来 15 年慢牛并创新高；英国富时 100 受结构性掣肘，仅在能源权重支撑下温和反弹；印度改革红利释放，NIFTY50 加速突围成为新兴市场亮点；中国 A 股则伴随经济转型经历多轮牛熊，指数虽螺旋上行但波动显著。

美国道琼斯工业指数在经历了 2000-2002 年因互联网泡沫破裂而暴跌 34% 的剧烈波动后，凭借科技创新及企业盈利的推动，整体保持高速的上升势头。过去 20 多年间，道琼斯工业指数从约 10,000 点上升至约 45,000 点，累计涨幅达到约 450%。尤其是在 2023 年，受益于英伟达、微软等人工智能龙头企业的推动，道琼斯工业指数全年上涨了 13%。此外，2024 年 12 月 4 日，纳斯达克指数首次突破 45,000 点，并在全年再度累计上涨 15%。2025 年上半年，美国道琼斯工业指数进一步上扬，6 月末收于约 44095 点，半年涨幅近 10.5%，这一涨幅主要受美国科技股持续走强和企业盈利超预期的推动。

日经 225 指数在经历了金融危机后，于 2009 年 3 月触底约 7000 点的历史低点。此后，日本央行实施长期宽松政策，日经 225 指数开启了长达 15 年的慢牛行情。2010-2024 年，日经 225 指数逐步攀升，最终在 2024 年突破 42,000 点，创下历史新高。相较之下，英国富时 100 指数自 2007 年峰值 6732.49 点跌至 2009 年 3 月的 3530.73 点，跌幅约 47.6%。近年来，由于俄乌冲突推高能源价格，BP 及壳牌等能源巨头对指数贡献显著，2024 年收盘报 8,330.33 点，累计上涨 5.7%。

新兴市场方面，2014-2020 年，印度股市在结构性改革的推动下稳步上行。NIFTY50 指数自约 5,000 点缓慢攀升至约 13,000 点，期间年复合增长率达到 14.6%。其中，2016 年莫迪政府实施的“废钞令”和 2017 年推出的统一商品及服务税（GST）两大改革共同提升了印度经济的透明度与投资吸引力。2021 年后，NIFTY50 指数突破 15,000 点并延续强劲升势，2023 年 9 月触及 20,000 点，2024 年 9 月更创下 26,216 点历史新高。

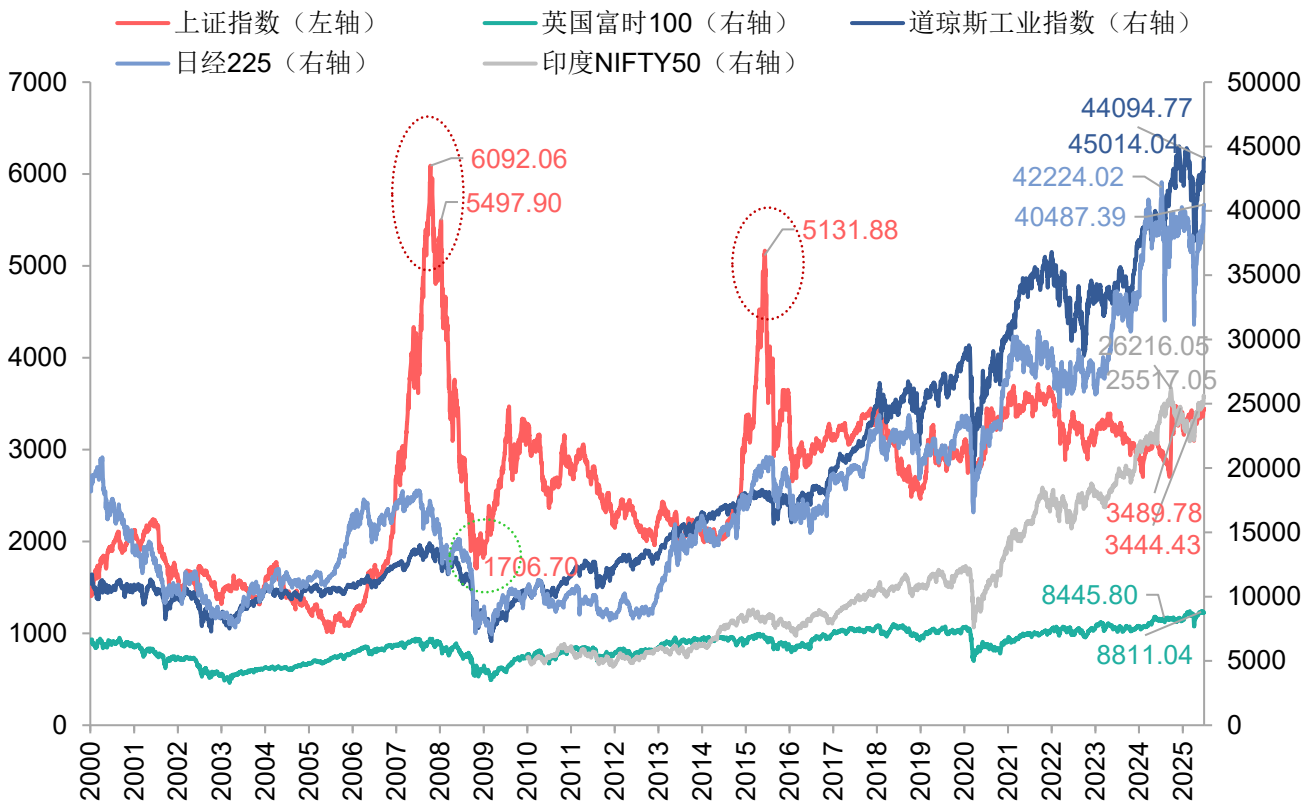
中国市场方面，A 股在过去 20 年间，市场的指数呈现显著波动，充分反映中国经济的螺旋式上升。2000-2024 年，上证指数经历了多轮波动，既有高速上涨的“牛市”行情，也有剧烈调整的“熊市”阶段。

2006-2007 年是 A 股市场快速上涨的重要窗口期。上证指数在 2007 年达到历史高点，达 6092.06 点，创下了当时的市场纪录。这一轮上涨主要得益于中国经济的高速增长、资本市场的不断开放以及投资者情绪的高涨。然而，随后市场进入调整期，指数出现明显回落。

2008年，A股市场经历了一次重大调整。受美国次贷危机的影响，全球金融市场陷入动荡，国内经济过热和货币政策的收紧进一步加剧了市场的下行压力，导致A股市场出现了历史上跌幅最大的熊市之一。上证指数从1月的5497.90点暴跌至11月的1706.70点，最大跌幅达到68.96%。沪深300指数在同期也遭遇了超过72%的跌幅，深证成指和中证500指数等其他主要指数的回撤均超过60%。市场呈现出普跌的状态，近99%的个股出现下跌，其中约80%的个股跌幅超过50%。

2015年，A股市场再次经历了剧烈波动。年初，上证指数突破了4000点关口，并在6月达到5131.88点，创下历史新高。这一时期，融资融券余额从2014年初的3500亿元激增至2015年6月的2.27万亿元，融资买入额的单日占比也从8%迅速上升至12%。在市场的高峰期，杠杆资金一度贡献了市场成交额的25%。

图7：2000-2025年6月全球核心指数走势图



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

然而，随着市场泡沫的积聚和监管政策的调整，市场很快出现了大幅回落。2015年6月19日，单日爆仓金额高达1500亿元，导致了连锁反应。6月15日-7月8日，强制平仓的规模累计达到1.2万亿元，约占当时日均成交额的40%，这一轮波动既反映了市场的投机情绪，也暴露了市场结构中的部分问题。

2024年，A股市场经历了两次显著的下跌和修复过程。年初，A股市场迎来了第一次下跌。这一轮调整的核心原因在于市场内部结构的失衡与流动性问题的加剧，1月市场跌较

大，市场情绪显著低落。随后，在 2 月和 3 月经济数据的支撑下，以及“430 政治局会议”和“517”地产政策的预期激励下，指数迎来了第一次修复。修复过程中，市场在“517”地产政策的刺激下达到了全年以来的最高点，但随后便进入了震荡调整阶段。与第一次快速下跌相比，第二次下跌呈现出不同的特征。这一阶段的下跌速度较为平缓，但持续时间更长，全 A 指数在四个月区间内累计跌幅近 16%。尽管政策层面采取了多项支持措施，但市场参与者信心难以快速恢复，投资者情绪依然低迷。

经历了长期的低迷和成交额持续低迷后，9 月 24 日至 10 月 8 日，市场迎来了令人瞩目的反弹。仅 6 个交易日，全 A 指数区间涨幅达到 35%，涨速和涨幅均创下历史新高。同时，市场成交额从 9 月中旬的 5000 亿元大幅提升至四季度的日均 1.5 万亿元水平，市场热度显著回升。2025 年上半年，上证指数延续震荡上行态势，从年初的约 3,263 点小幅波动至 6 月末的 3,444 点左右，累计涨幅约 8.6%。整体来看，上证指数在过去一年半内经历了由低至高的稳步回升，反映出中国股市在政策支撑与经济回暖预期下的修复性上涨。

1.2 美股长期回报高于 A 股

综合来看，美股在年化收益率以及市场稳定性方面均优于 A 股市场。短期而言，近两年美股主要指数实现了强劲回报，其中纳斯达克指数达到了 35.67%，标普 500 指数的年化收益率约为 23.66%，而道琼斯工业平均指数则约为 13.24%。这一表现得益于大型科技公司加速应用生成式人工智能、云计算以及芯片需求的激增，同时美联储自 2024 年下半年以来维持利率平稳，市场预期降息为股票提供了良好的流动性环境。

与美股相比，A 股在近两年内波动剧烈，整体收益率显著分化。上证指数的年化收益率降至 4.30%，而沪深 300 指数的年化收益率则降至 0.84%。造成这一现象的主要原因在于国内对房地产、平台经济等重点领域的监管频繁，市场情绪时常出现阶段性波动。此外，散户与机构之间的博弈加剧，散户活跃度高时容易放大非理性波动，而机构增配则引发板块轮动。

从长期来看，2000-2024 年近 25 年间，中美两国股市主要指数的年化收益率呈现出显著差异，美股市场的表现长期优于 A 股。在近 25 年中，上证指数的年化收益率约为 3.77%，沪深 300 指数的年化收益率达到 5.03%。相比之下，美股市场表现更为强劲，标普 500 指数的年化收益率约为 5.67%，道琼斯工业平均指数约为 5.34%，而纳斯达克指数更是达到了 6.39%。这一差距反映了两国资本市场在结构性、制度性以及经济发展模式上的深层次差异。

一方面，市场结构与成分差异是造成中美股市收益率差异的根本原因之一。A 股市场以国有大盘股和传统行业为主，金融与能源板块的权重较高，这些行业的增长弹性相对有限。沪深 300 指数因聚焦市值和流动性较好的 300 只个股，其盈利增速与市场代表性更强，从

而获得了 5.03% 的年化收益。相比之下，美股标普 500 覆盖了更广泛的行业，其中信息技术板块占比达 27%，纳斯达克则集中在高增长科技与创新领域，成分股的产业升级和盈利复合增长为长期回报提供了强劲支撑。

另一方面，监管制度差异也是影响两国股市表现的关键因素。美股市场采用注册制，监管重点在于信息披露的充分性和真实性，市场化程度较高，退市机制相对完善，注重市值、成交量等市场化指标，有效淘汰了低质量公司。尽管 A 股市场正在推进注册制改革，但历史上的核准制仍对市场结构产生深远影响，退市机制有待进一步完善。

表 5: A 股和美股区间年化收益率 (%) 情况

指数名称	近1年	近2年	近3年	近5年	近10年	近20年	近25年
纳斯达克指数	28.38	35.67	7.01	16.51	14.83	11.31	6.39
标普500	23.10	23.66	7.13	12.70	11.02	8.20	5.67
道琼斯工业指数	12.77	13.24	5.31	8.31	8.89	6.86	5.34
上证指数	13.11	4.30	-2.61	2.03	4.39	4.03	3.77
沪深300	15.20	0.84	-7.40	-0.75	5.02	6.02	5.03

注：以 2024 年 12 月 31 日为基准。红色代表当列中该项指标最好的指数；绿色代表当列中该项指标最差的指数。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

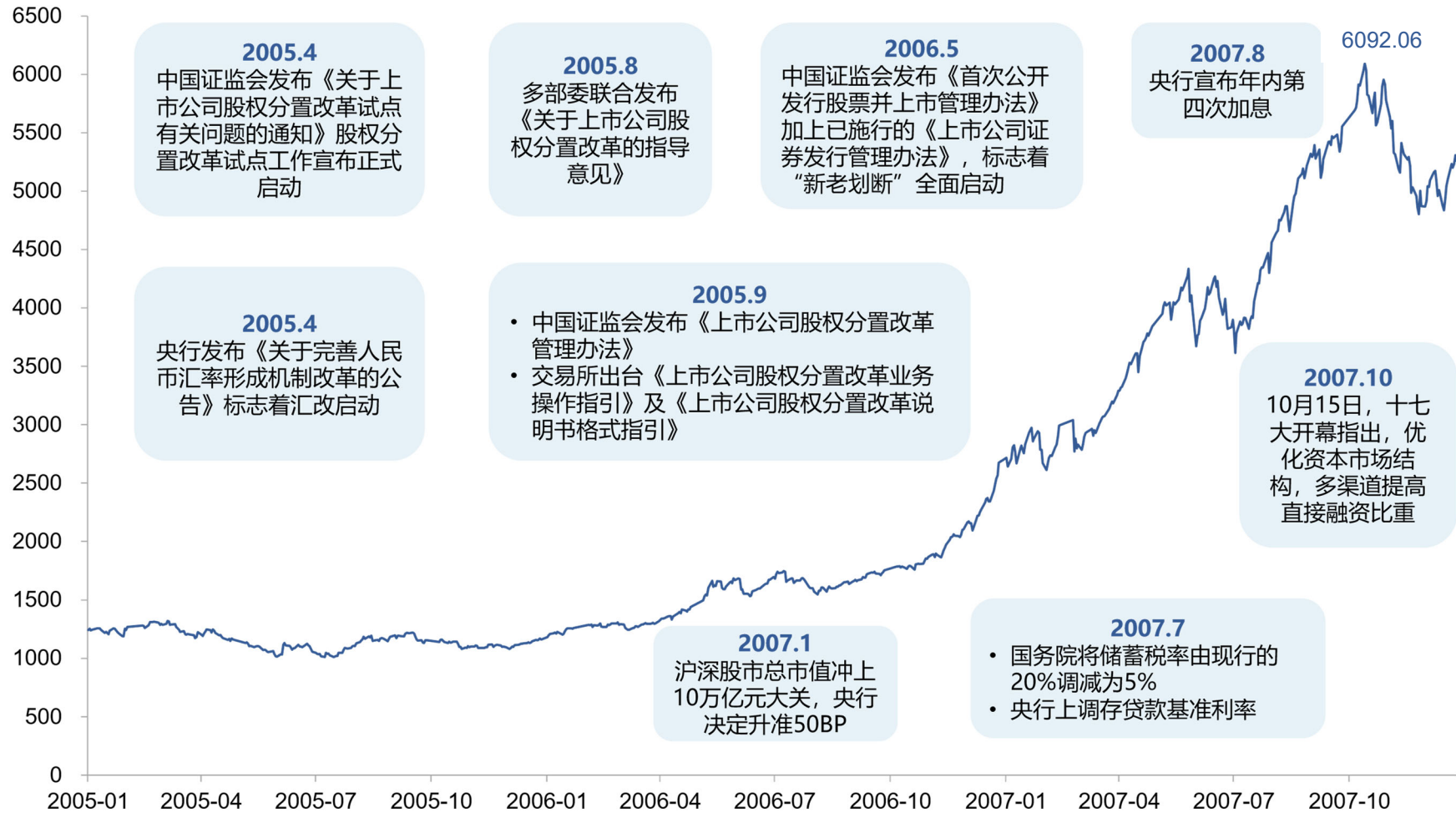
1.3 历史驱动因素与政策影响

过去二十年来，中国股市牛市最具代表性的历史节点是 2006-2007 年和 2014-2015 年，而跌幅最大的熊市节点是 2007-2008 年。

2005 年 6 月-2006 年 6 月，上证指数经历了一个缓慢的拉升期，在此期间累计上涨了 76%。这一阶段的温和增长为后续的快速上涨奠定了基础。2006 年 1 月-2007 年 10 月，指数进入了快速上涨模式，表现出强劲的市场活力。在此期间，上证指数从约 1200 点持续攀升，最终 2007 年 10 月 16 日达到历史最高点 6092.06 点，较 2005 年低点的涨幅高达 502%。

股权分置改革是 2006-2007 年牛市的首要驱动力。这项改革针对中国股市长期存在的“同股不同权”问题，通过允许非流通股（如国有股）逐步流通，显著提升了市场的流动性和公平性。在此期间，中国经济迎来了高速增长期，GDP 年增长率连续突破 10% 的水平，企业盈利能力显著提升，尤其是在出口和制造业领域表现突出。与此同时，金融、地产等行业的繁荣也带动了相关股票的表现，形成多领域协同上涨的局面。

图 8：2005-2007 年大牛市复盘



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

此外，国内外流动性环境的改善为股市提供了充足的资金支持。首先，人民币的持续升值和外汇储备的快速增长吸引了大量外资流入中国市场。其次，宽松的货币政策使得银行体系资金充裕，间接推动资金流向股市。最后，固定资产投资的扩张和房地产市场的调控政策使得部分资金转向股市和楼市，进一步推高了股价。

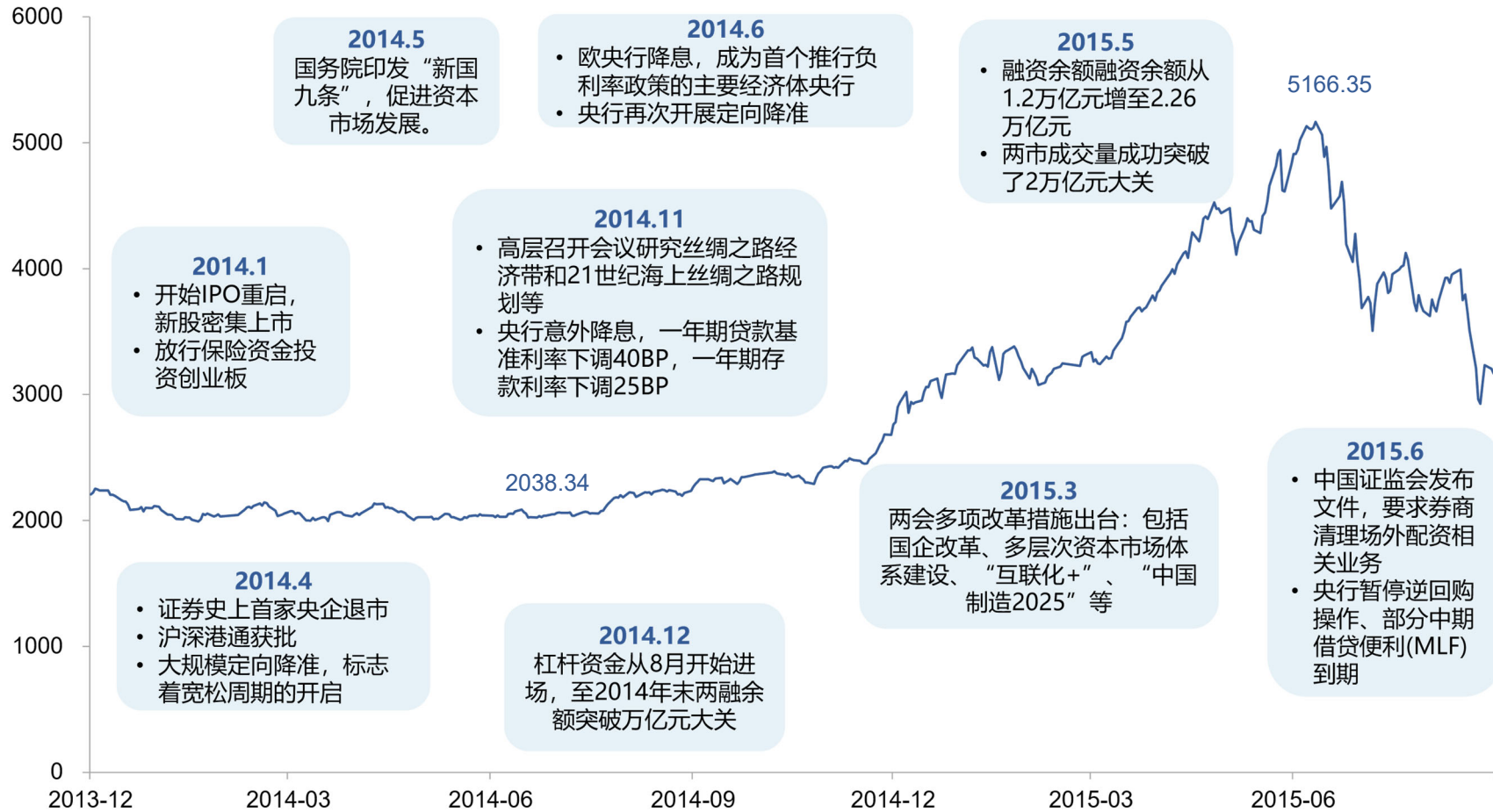
然而，2007年下半年，全球金融市场急转直下，美国次级抵押贷款危机开始显露出其系统性风险。这场始于美国的金融危机，源于金融创新与监管失衡的共同作用，迅速演变为全球性的金融动荡。金融机构面临次贷资产大规模违约，导致信贷市场出现严重收缩，流动性短缺现象日益严重。这些因素共同作用下，全球资本市场的稳定性受到严重冲击，投资者风险偏好显著降低，导致全球股市出现显著下跌。上证指数在2007年10月历史最高点后，随即进入了急剧下跌的阶段。2008年11月4日，指数暴跌至1706.70点，累计跌幅高达72%。

从中国市场来看，2007-2008年，中国人民银行采取了一系列紧缩货币政策措施。具体而言，自2007年3月开始，人民银行连续六次上调存款利率，累计提高存款准备金率1.5个百分点，至2008年初攀升至历史高位14.5%。这些政策旨在应对当时中国经济过热的现象，通过降低银行体系的货币乘数效应来抑制过度投资和消费。然而，这一系列的紧缩举措导致银行体系的流动性承压，进而传导至股市，成为压低市场表现的重要因素。

2014-2015年，A股市场迎来了新的牛市。2014年7月，上证指数从2038.34点启动，经过几个月的强劲表现，到11月成功突破2500点，涨幅约为23%。这一阶段的上涨反映了市场对经济复苏的乐观预期和投资者信心的回暖。随着牛市的持续发展，2015年6月12日，上证指数触及5166.35点，较2014年7月的低点实现高达153%的涨幅。牛市是由多重因素共同推动的，主要源于政策支持、流动性环境改善以及市场结构性改革的多重叠加效应。政府在2014年推出了一系列稳增长政策，包括“稳投资”和“稳增长”措施。这些政策通过扩大内需、推动基建投资和房地产市场的双轮驱动，有效缓解了经济增速放缓的压力，为股市提供了坚实的基本面支撑。

在此期间，央行多次降息降准，释放了大量流动性，显著降低了企业的融资成本。这一系列货币政策的宽松措施不仅缓解了企业的资金压力，也为股市注入了大量资金流动性，成为推动股市上涨的重要动力。

图 9：2014-2015 年大牛市复盘



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

1.4 行业轮动与产业变迁

2000-2024 年，A 股市场的行业轮动与中国经济结构变迁息息相关。从长期趋势来看，科学研究和技术服务业在上市公司中的排名及其所占比例持续上升，表明中国经济正在向技术和创新驱动方向转型。

从行业轮动的周期规律来看，A 股市场近 20 年间经历了三个约为 10 年的中周期，行业轮动大体呈现出从重化工业向消费升级和科技创新方向演变。2000-2009 年，中国经济处于传统经济结构的高速增长期，行业轮动以重工业和顺周期板块为主导。这一阶段反映了中国经济从基础建设到资源重配置的转型过程，市场表现出对传统产业的高度依赖。

2009-2020 年的第二个中周期，随着经济结构的优化升级，消费升级和医药健康板块逐渐成为市场的主导力量。这一轮动得益于居民收入水平的提升和消费需求的升级，同时也与中国经济从高速增长转向高质量发展的战略调整密切相关。

2020 年后，随着“十四五”规划的推进和“双循环”发展战略的实施，A 股市场迎来了以科技创新为核心驱动力的新周期。硬科技相关行业和高质量发展成为这一轮中周期的主导方向，市场对科技创新的关注度显著提升。2023 年，A 股市场经历了较大的波动和频繁的轮动，AI 和中国特色估值体系主题成为市场主线。值得注意的是，2023 年 2 月，行业轮动指数达到近十年来的历史最高水平，随后市场情绪有所回调，行业轮动指数出现一定程度的下行。

2024 年，A 股市场的行业轮动呈现出明显的先降后升趋势，全年主线围绕科技成长（如 AI、机器人）展开，政策支持与产业趋势形成合力。年初，市场整体下跌导致行业轮动速率同步下降，缺乏明确的主线。二季度，地产政策出台前市场博弈情绪浓厚，但在 5 月中下旬的市场下跌过程中，行业轮动速度持续放缓。随着第三季度的到来，稳增长政策的加码，逐步改善了市场情绪，外资回流也为消费和科技等板块的修复提供了动力，行业轮动速率因此回升。四季度，大模型、人形机器人、消费主题以及红利资产等板块相继活跃，轮动速度再次提升，整体轮动强度达到了年内的高点。

一级行业表现方面，2024 年全年共有 21 个一级行业实现上涨，表现较为亮眼。其中，银行、非银金融、通信和家用电器等行业涨幅较高，分别上涨 34.39%、30.17%、28.82% 和 25.44%。相比之下，医药、农业、美容护肤和食品饮料等行业的表现则显得较为疲软，分别下跌 14.33%、11.58%、10.34% 和 8.03%。

2025 年，随着央行持续降准降息，无风险利率下行进一步推升市场风险偏好。预期 TMT 领域中的计算机、通信、电子元器件及半导体设备板块将凭借产业政策与全球去库存化趋势稳步回暖。此外，随着市场对全年刺激效应的消化以及不确定性因素增多，资金可能将回流高分红蓝筹。银行等板块凭借稳定现金流与分红吸引力，以及年末窗口需求的配置偏好，将成为布局重点。

表 6：2000-2024 年部分行业涨跌幅情况（%）

年度涨跌幅 (%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
基础化工	59	-21	-21	0	-12	-10	89	185	-65	111	-22	-31	0	7	27	55	-7	-4	-32	24	35	37	-19	-15	-5
钢铁	61	-18	-14	36	-8	-18	112	175	-71	96	-28	-28	-5	-17	78	2	-8	20	-30	-2	5	34	-24	-8	0
有色金属	75	-31	-23	10	-21	-8	144	263	-77	180	22	-42	14	-30	38	15	-6	15	-41	24	短周期穿插		-20	-9	3
煤炭	70	中周期持续——重化工经济					61	284	-68	204	-9	-27	-5	-43	26	-9	0	13	-33	11	旧能源短缺		11	4	4
石油石化	81	-24	-12	21	-12	-9	120	128	-67	84	-31	-26	2	4	22	5	-4	-5	-25	11	7	20	-14	4	6
机械设备	-52	-17	-14	-10	-27	-14	153	168	-61	121	28	-36	-6	10	42	47	-17	-10	-35	24	31	15	-21	3	5
建筑材料	102	-18	-19	-4	-26	-20	111	193	-61	130	14	-33	4	-8	43	27	0	6	-30	51	24	4	-26	-23	-6
房地产	60	-20	-17	-18	-17	-4	153	165	-64	116	-24	-22	32	-12	65	45	-18	1	-29	23	-11	-12	-11	-26	-2
银行	-9	-13	-17	11	-21	21	174	96	-64	104	-23	-5	14	-9	63	-1	-5	13	-15	23	-3	-5	-10	-8	34
医药生物	71	-22	-13	-18	-19	-12	67	186	-43	103	30	-31	8	37	16	57	-13	4	-28	37	51	-6	-20	-7	-14
家用电器	20	-27	-27	-8	-20	-12	72	203	-55	154	0	-25	16	中周期持续——消费升级			43	-31	57	31	-20	-21	4	25	
社会服务	75	-27	-14	-24	-8	9	109	120	-69	134	9	-24	5	19	37	78	-21	-4	-11	28	99	-10	-2	-22	-5
食品饮料	50	-14	-16	-10	-13	6	171	125	-59	110	21	-10	-1	-7	16	27	7	54	-22	73	85	-6	-15	-15	-8
美容护理	57	-18	-29	-18	-27	-17	100	262	-61	124	27	-24	25	21	-4	42	-10	-4	-23	26	58	0	-7	-32	-10
电子	70	-35	-24	-7	-7	-27	42	131	-66	145	39	-41	-1	43	19	72	-13	13	-42	74	36	16	-37	7	19
计算机	32	-35	-27	-3	-5	-18	66	145	-54	104	26	-34	-5	67	40	100	-30	-11	-25	48	10	1	-25	9	4
传媒		-27	-23	5	14	-13	70	112	-57	77	-3	-22	-5	107	18	77	-32	-23	-40	21	8	0	-26	17	2
通信	51	-33	-35	16	-3	-10	73	123	-53	短周期穿插		-28	-25	35	短周期穿插		-16	-3	-31	20	-8	3	-16	26	29
电力设备	38	-33	-21	1	-2	-1	94	211	-42	智能手机		-43	-19	32	互联网+		60	-17	-8	-35	24	95	48	-25	-26
国防军工	-62	-22	-3	-17	-30	11	139	236	-72	131	18	-33	-6	33	54	28	-19	-17	-31	27	58	11	-25	-7	7
非银金融		-20	-23	4	-28	-17	299	180	-68	104	-25	-32	28	-5	121	-17	-15	17	-25	46	6	-18	-21	-3	30
汽车	44	-15	-9	20	-43	-14	111	184	-70	241	-10	-34	5	13	38	47	-10	-1	-34	15	46	17	-20	3	16

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

1.5 市场估值水平与历史趋势

1) A 股估值整体有所下移

随着资本市场制度的不断完善和股市的整体扩容，A 股市场的估值中枢整体呈现出下移的趋势。2000 年底，上证指数的市盈率高达 66.97 倍，而到 2024 年底，这一数字已降至 12.01 倍，主要原因在于监管政策的影响以及金融去杠杆的持续推进。

2000-2003 年，上证指数市盈率在 40 至 70 倍的区间内震荡，估值中枢约为 58 倍。这一阶段，A 股上市公司数量相对较少，市场投资热情高涨，供需错配导致 A 股整体估值偏高。2001 年，随着监管政策的密集出台，股市操纵和财务造假的空间大幅压缩，从而在一定程度上遏制了估值泡沫的形成。2005 年，我国汇率改革后，人民币汇率愈发市场化，伴随着资本市场的逐渐开放，A 股进入了全球化定价的时代，估值水平逐步向合理区间回归。2004-2008 年，上证指数的市盈率回落至 20 至 55 倍，估值中枢降至 30 倍。

2014-2015 年的牛市期间，A 股市场经历了由杠杆交易催化的牛市。2015 年，上证指数的市盈率增长高达 33%。然而，随着 2015 年 6 月证监会宣布清理场外配资，此轮行情迅速结束，A 股的估值泡沫也随之破灭。此后，监管层面加强了对 A 股杠杆风险的管控，使得 A 股的估值中枢保持在相对稳定的水平。此外，伴随上市公司发行融资制度的改革，我国股票市场持续扩容，A 股供需失衡的问题得以解决，投资者对上市公司盈利能力的可持续性愈发重视。

图 10：2000-2025 年 6 月上证指数、深证成指 PE 走势



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2024 年初，市场情绪低迷，上证指数市盈率在 2 月 2 日仅为 11.75 倍，深证成指市盈率为 17.82 倍。然而，随着政策支持的逐步落实和经济预期的改善，投资者情绪开始回暖，

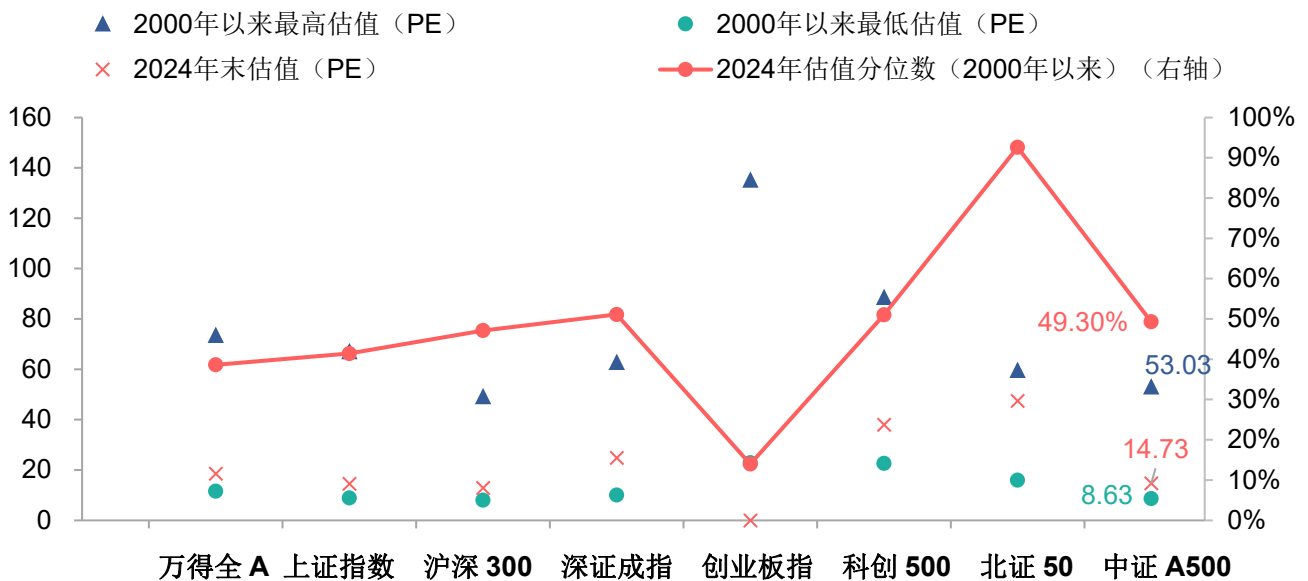
市场成交额也随之回升，推动了估值的修复。在此过程中，科创板的市盈率从一季度的 76.53 倍跃升至年末的 123.63 倍，主要受到半导体和生物医药等科技股的推动。同时，创业板的市盈率也从 42.79 倍升至 56.71 倍，新能源和高端制造等板块的贡献显著。2024 年年末，上证指数市盈率上升至 14.68 倍，深证成指市盈率则达 27.21 倍。这些指数的估值提升不仅体现了市场对大盘蓝筹股的信心，同时也反映了科技行业的投资热度和长期增长预期。2025 年 1 月，上证指数市盈率为 13.97 倍，至 6 月底回升至 15.01 倍，涨幅约 7.5%；同期深证成指平均市盈率从 23.68 倍升至 26.65 倍，涨幅达 12.5%，主要受益于央行持续实施降准和下调存款准备金率的政策，市场资金面充裕，推动权益资产普遍上涨，进而带动了市盈率中枢的抬高。

2) 市盈率处于历史低位

截至 2024 年末，A 股市场的估值呈现出整体向好的态势，但与历史年度相比，当前的整体估值仍处于历史低位。具体而言，万得全 A 的市盈率为 18.53 倍，较 2023 年末明显提升，处于近 25 年的 38.60%分位值；上证指数的市盈率为 14.55 倍，位于历史 41.40%分位值；而沪深 300 的市盈率为 12.93 倍，处于历史 47.10%分位值，整体估值相对合理。这些数据表明，当前 A 股市场整体估值具备一定的配置价值。

与此同时，中小创指数的估值扩张显著。尽管在 2024 年末迎来了小幅修复，创业板指的市盈率为 33.26 倍，处于近 25 年的 14.00%分位值；科创 500 的市盈率为 38.03 倍，位于近 25 年的 51.00%分位值。这一现象可能为价值投资者提供了良好的机会，低估值通常意味着潜在的上涨空间，尤其是在宏观经济改善的背景下。

图 11：A 股不同板块、风格、市值指数估值情况



	万得全 A	上证指数	沪深 300	深证成指	创业板指	科创 500	北证 50	中证 A500
2024 年末 PE (倍)	18.53	14.55	12.93	24.87	33.26	38.03	47.51	14.73
2024 年 PE 分位数 (2000 年以来)	38.60	41.40	47.10	51.10	14.00	51.00	92.60	49.30
2000-2024 年最高 PE	73.47	66.97	49.14	62.77	135.13	88.54	59.57	53.03
2000-2024 年最低 PE	11.55	8.91	8.03	10.04	22.88	22.61	15.94	8.63

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3) A 股估值低于全球市场

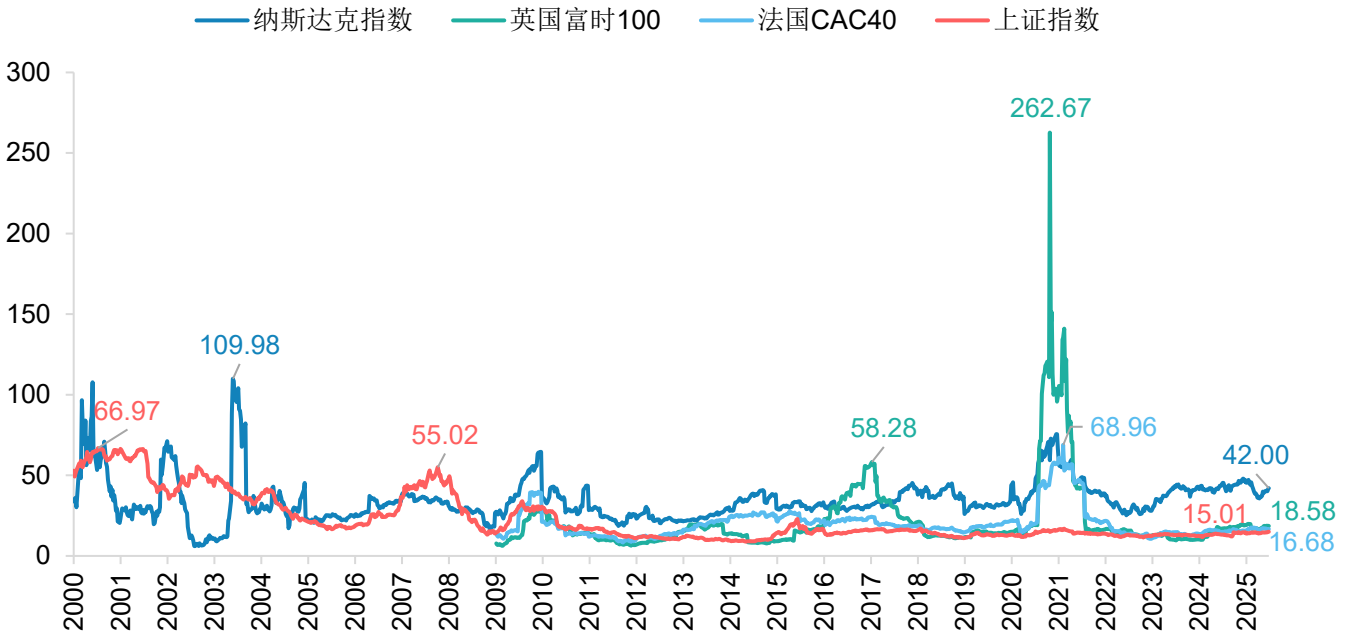
与全球市场相比，中国股市的估值展现出显著的吸引力，整体估值水平相对较低。近年来，上证指数的市盈率（PE）常年在 10 至 15 倍区间波动，整体估值水平显著低于同期的纳斯达克指数（20-40 倍）、英国富时 100（10-22 倍）和法国 CAC40（15-20 倍）。2019 年，上证综指 PE 为 13 倍，而纳斯达克的 PE 达到 31 倍。2020 年，上证指数 PE 依旧低于 12 倍，上证 50 指数 PE 更是仅 9 倍，接近历史最低水平。沪深 300 指数 PE 也在相对低位持续徘徊，2019 至 2023 年大体维持在 10-12 倍区间（2023 年仅为 12.1 倍），同时恒生指数 PE 在 2025 年 1 月更是一度跌破 9 倍，仅有 9.1 倍，均处于近十年平均水平以下。

相比之下，纳斯达克指数 PE 在 2024 年回升至 40 倍以上，显示了美国科技股强劲的市场预期；2020 年，新冠疫情导致全球经济停摆，加之英国脱欧过渡期带来的政策不确定性，富时 100 指数成分股，尤其能源、金融和航空等高权重行业，其盈利出现了断崖式下跌。这一系列因素导致英国富时 100 指数的估值一度升高至 263 倍的峰值。自 2020 年以来，该指数的估值峰值明显回落，2024 年估值仍维持在 16 倍，体现出全球市场间估值水平的阶段性差异与整体动态变化。

截至 2024 年 12 月 31 日，上证指数的市盈率仅为 14.55 倍，显著低于全球主要市场指数的平均水平。相比之下，道琼斯指数和标普 500 指数的市盈率分别为 33.55 倍和 28.42 倍，而日经 225 指数的市盈率为 18.84 倍。这种估值差距表明，中国股市在全球范围内处于较低估值水平，具有较高的投资吸引力。

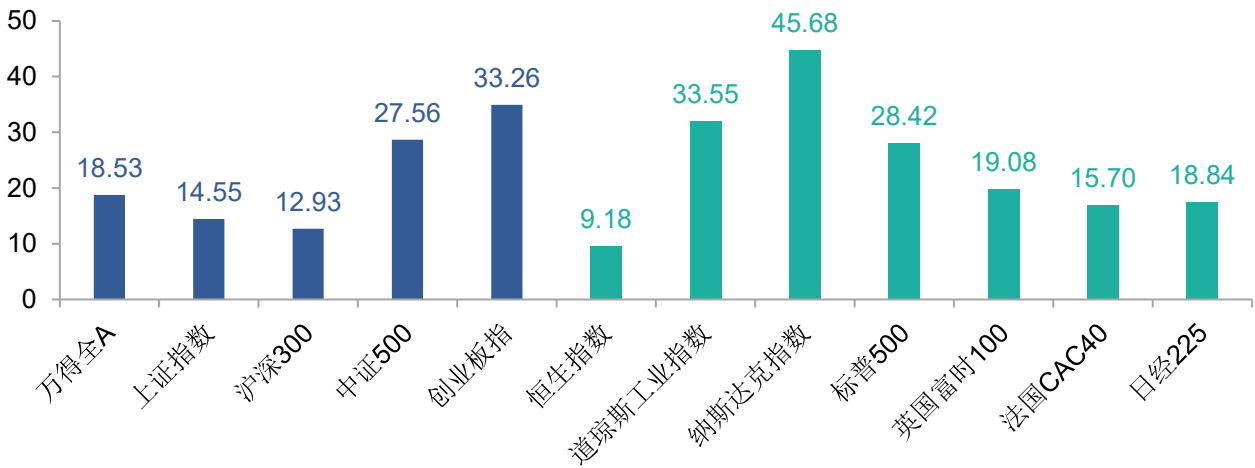
从预期估值来看，彭博社的数据显示，2025 年沪深 300 指数的预期市净率（PB）为 1.5 倍，远低于道琼斯指数的 5.0 倍和标普 500 指数的 4.4 倍。这一差距不仅体现了中国股市的估值优势，也反映了市场对中国经济长期增长潜力的积极预期。

图 12：2000-2025 年 6 月全球主要指数的 PE (TTM)



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

图 13：截至 2024 年 12 月 31 日全球主要指数的 PE (TTM)



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

综合来看，中国股市的估值水平无论从全球横向比较还是历史纵向对比均处于低位。随着政策环境的改善和市场情绪的回暖，叠加外资的持续增配提升市场的流动性和稳定性，中国股市的估值水平有望逐步修复。

（二）市场规模

2.1 上市公司规模与结构演变

1) 从审批到注册制演进

中国资本市场上市制度历经三十余年变革,完成了从行政主导的审批制向市场化的注册制转型。从 2000 年核准制引入市场化元素,2019 年科创板试点注册制开启制度革命,至 2023 年全面注册制实施,标志着上市标准形成“市场主导、归位尽责、透明高效”新生态。

2000 年以前,《股票发行与交易管理暂行条例》确立全国统一审核框架,我国公司的上市制度为审批制,企业上市需经过地方政府的推荐与多个部门的审批,制度高度行政化,存在发行节奏刚性和企业自主性不足等问题。2000 年,证监会发布了《股票发行核准程序》,正式确立了核准制,由证监会设立发审委,对企业的财务状况和合规性进行实质审查。这一改革强化了信息披露和合规监管,标志着市场机制的引入。2006 年 5 月,《首次公开发行股票并上市管理办法》正式实施,与《证券法》和《公司法》共同构成了 A 股市场新股发行的制度基础。

2013 年,十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”,市场化改革的步伐加快。2019 年 1 月,中国证监会正式发布科创板相关规则,标志着注册制改革的启动,A 股市场进入新一轮制度转型。注册制以“信息披露为核心”为基本理念,将审核权下放至交易所,证监会则聚焦于合规性注册,并强调投资者的自主判断。2023 年 2 月,证监会发布了《全面实行股票发行注册制制度规则》,统一了各板块的审核流程,注册制从局部试点转向全市场推行。2023 年 4 月 10 日,沪深交易所主板首批 10 家企业成功上市,标志着股票发行注册制改革的全面落地。

表 7：2000-2023 年中国股票发行关键政策一览

时间	法规	关键内容
2000 年 3 月	证监会《股票发行核准程序》	正式从审批制过渡到核准制，设立发审委进行实质性审核，但仍强调“持续盈利”等硬性条件。
2006 年 5 月	《首次公开发行股票并上市管理办法》	与修订后的《证券法》《公司法》配套，明确 IPO 财务指标（如最近 3 年净利润累计 > 3000 万元），形成核准制下完整的发行制度框架。
2013 年 11 月	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	首次在中央文件中提出“推进股票发行注册制改革”，明确市场化改革方向。
2018 年 11 月	习近平在首届进博会宣布设立科创板并试点注册制	以科创板作为注册制改革突破口，避开主板存量市场阻力。
2019 年 1 月	证监会《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	五个方面完善资本市场基础制度：一是构建科创板股票市场化发行承销机制，二是进一步强化信息披露监管，三是基于科创板上市公司特点和投资者适当性要求，建立更加市场化的交易机制，四是建立更加高效的并购重组机制，五是严格实施退市制度。
2020 年 4 月	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	完善创业板市场基础制度：一是构建市场化的发行承销制度，对新股发行定价不设任何行政性限制，建立以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制。二是完善创业板交易机制，放宽涨跌幅限制，优化转融通机制和盘中临时停牌制度。三是构建符合创业板上市公司特点的持续监管规则体系，建立严格的信息披露规则体系并严格执行，提高信息披露的针对性和有效性。四是完善退市制度，简化退市程序，优化退市标准。
2021 年 3 月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提出“全面实行股票发行注册制”，上升为国家战略。
2023 年 2 月	证监会《全面实行股票发行注册制制度规则》	一是精简优化发行上市条件。坚持以信息披露为核心，将核准制下的发行条件尽可能转化为信息披露要求。二是完善审核注册程序。三是优化发行承销制度。四是完善上市公司重大资产重组制度。五是强化监管执法和投资者保护。

数据来源：中国证监会，中国政府网，上交所，金牛资产管理研究中心整理

2023年注册制新股中，超过30%的公司出现了上市首年净利润下滑的情况。为应对这一问题，2024年3月，证监会集中发布了《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）》等四项政策文件，实施了IPO阶段性收紧政策，强调从源头提高上市公司质量，并全面加强对企业发行上市活动的监管。

2024年5月，证监会发布了《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，并同步修订了《上市公司董事、监事和高级管理人员持股变动规则》，将原有的规范性文件上升为规章，并针对大股东减持、绕道减持等突出问题完善了相关内容，进一步全面完善注册制改革。

表 8：2024 年中国股票发行关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024年3月	证监会《关于严把发行上市准入关源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件	着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任，维护良好的发行秩序和生态，提出了8项政策措施。
2024年4月	国务院《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》（新“国九条”）	构建“1+N”政策体系，明确未来5-10年资本市场发展目标，突出“严把发行上市准入关”、“严格上市公司持续监管”、“加大退市监管力度”三大主线，推动形成“申报即担责”的监管常态。
2024年4月	《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2024年4月修订）》	明确了科创板主要支持符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出的“硬科技”企业，聚焦新一代信息技术、高端装备等七大高新技术产业领域，并细化了科创属性标准，要求企业满足研发投入、研发人员占比、发明专利数量及营收增长等指标，或符合核心技术国际领先、承担国家重大科技项目等特殊情形。
2024年5月	证监会《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及配套规则	将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容：一是严格规范大股东减持。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交易或者大宗交易减持股份。二是有效防范绕道减持。明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制。三是细化违规责任条款。明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。

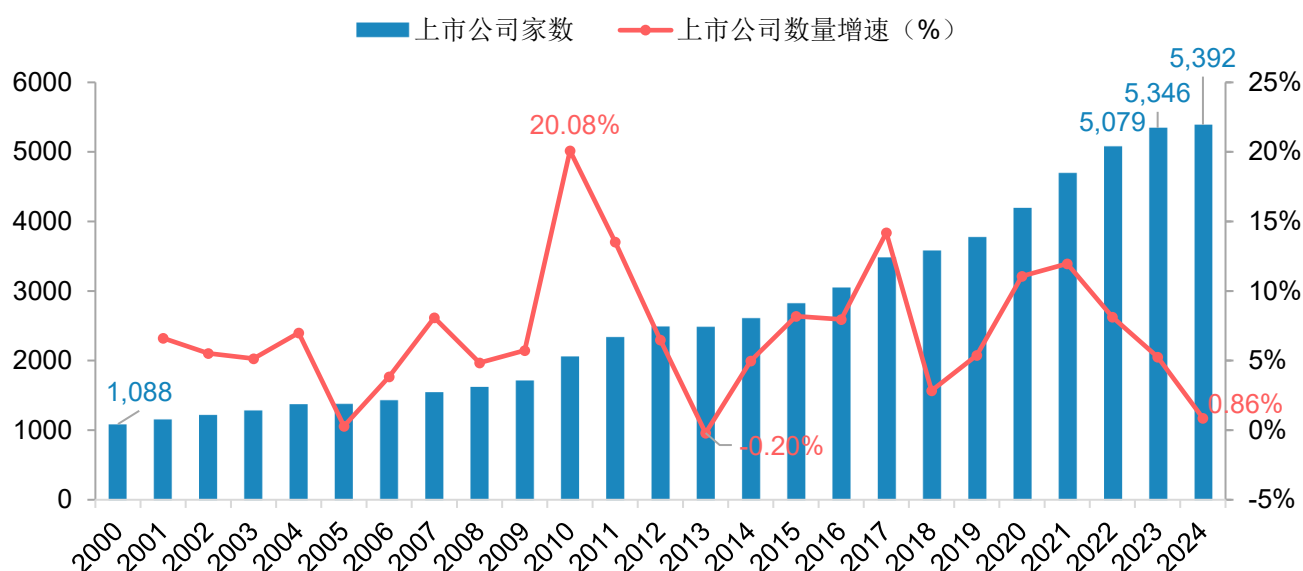
数据来源：中国证监会，中国政府网，上交所，金牛资产管理研究中心整理

2) 上市公司数量波动增长

政策法规对上市公司数量的变化具有深远影响，主要体现在发行上市制度、市场设立制度和股权流通制度等方面。自 1990 年沪深交易所成立以来，中国资本市场经历了显著的扩张与成长。从 2000 年至 2024 年底，上市公司数量从 1,088 家增长至 5,392 家，过去 25 年累计增长约 4300 家，增幅达到 396%，年均增长率达到 6.61%。首发募集金额和首发家数方面，2000-2015 年，中国资本市场经历了波动上升的阶段。2007 年，首发募集金额达到 4762.75 亿元，2010 年，首发公司数量则达到了 325 家，创下近 10 年高峰。

然而，2013 年 A 股市场出现了自成立以来持续时间最长的 IPO 暂停期，全年仅 2 家企业在境内完成首发上市。这一停摆始于 2012 年底，中国证监会为整顿市场秩序暂停新股发行审核，并一直持续至 2014 年初。尽管短期内阻碍了企业上市融资的渠道，但该举措为后续市场改革与制度完善奠定了重要基础，也推动了市场监管与信息披露的进一步强化。

图 14：2000-2024 年上市公司数量（家）及增速（%）



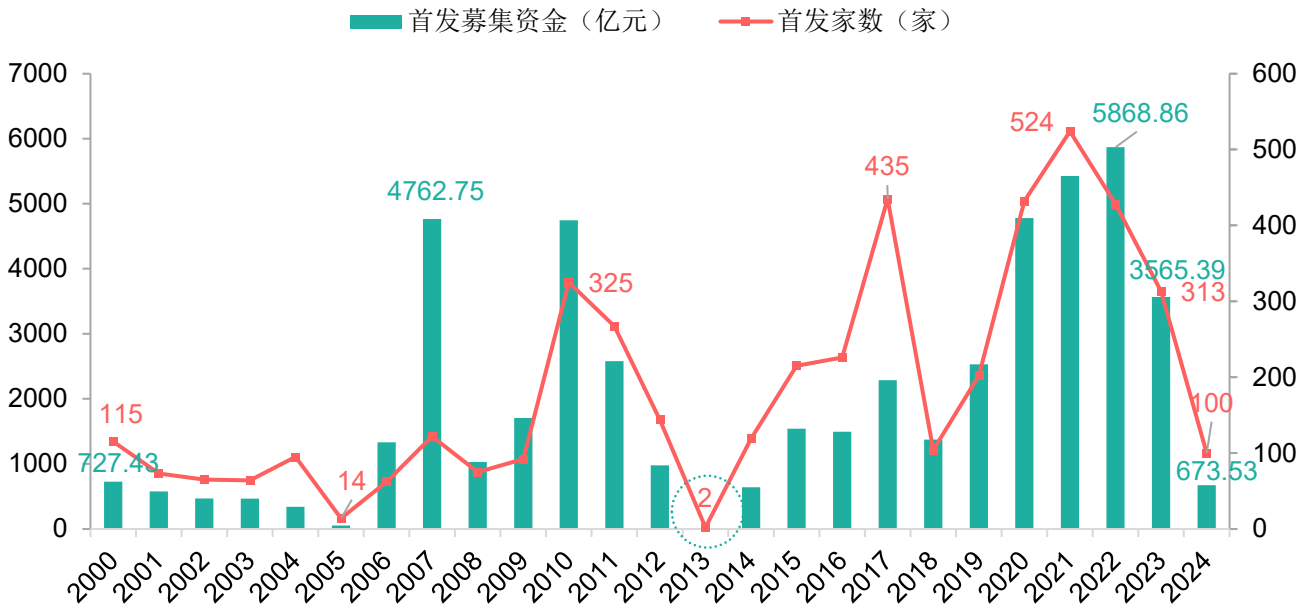
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

近年来，中国通过注册制改革优化了上市流程，降低了企业上市门槛，进一步推动了上市公司数量的增加。2020-2023 年，A 股新增上市公司数量分别为 437 家、524 家、428 家和 313 家，呈现出较为稳定的增长态势。首发募集资金方面，2020-2022 年，A 股市场的募集资金金额持续攀升。2022 年，募资额更是创下历史新高，达到 5868.86 亿元，这一增长主要得益于大型国企的回归。2023 年 4 月，A 股主板正式实施注册制，标志着全面注册制改革的进一步推进。

然而，从 2023 年开始，上市公司数量的增速有所放缓。2024 年，A 股新增上市公司仅 100 家，募资金额合计 673.53 亿元，较 2023 年相比，IPO 家数和募资金额均出现明显下

降，为近 10 年来的最低水平。这一情况也是自 2014 年以来，首次跌破千亿元大关。值得注意的是，随着资本市场新“国九条”的发布，市场退市机制得到强化，A 股上市公司数量的年均增长率可能进一步下降。这表明 A 股市场正在经历结构性调整，通过优化上市公司质量来促进市场的健康发展。在此背景下，A 股上市公司将面临更加严格的市场筛选和更高的上市要求。

图 15：2000-2024 年 IPO 首发募集资金（亿元）及首发家数（家）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3) 制造业与新兴产业双轮驱动

分行业来看，2000-2024 年，中国上市公司的行业结构经历显著变化，从制造业单一主导转向制造业与新兴产业的双轮驱动，信息技术和医药生物等领域快速崛起，反映出经济转型升级的趋势。

制造业的绝对主导地位持续增强，其在上市公司中的比例从 2000 年的 46.42% 上升至 2024 年的 67.77%。2024 年，机械设备行业以 581 家成为上市公司数量最多的细分行业，占全行业的 10.78%。

与此同时，科学研究和技术服务业在上市公司中的排名及其所占比例也呈现持续上升的趋势，反映出经济结构向技术创新驱动的转型。其中，计算机行业的增速最快，从 2000 年的 1.56%（17 家）跃升至 2024 年的 6.68%（360 家），2000 年至 2024 年的涨幅高达 2018%。电子行业同样表现显著，其上市公司数量从 2000 年的 3.49%（38 家）跃升至 2024 年的 8.79%（474 家），2000 年至 2024 年的涨幅达到 1147%。

此外，医药生物稳居前列，2000-2024 年的涨幅达到 607%，其上市公司数量从 2000 年的 6.43%（70 家）攀升至 2024 年的 9.18%（495 家）。中国上市公司行业结构的变化不仅反映了制造业的持续强劲发展，体现了新兴产业在经济转型中的重要地位。

图 16：2024 年各行业上市公司数量（家）及 2000-2024 年涨幅（%）

	2000-2024年涨幅(%)	2024 (家)	2024年占比(%)	国有企业数量 (家)	非国有企业数量 (家)
美容护理	3200%	33	0.61%	4	29
电力设备	2263%	378	7.01%	61	317
计算机	2018%	360	6.68%	63	297
建筑装饰	1963%	165	3.06%	73	92
机械设备	1317%	581	10.78%	100	481
银行	1300%	42	0.78%	23	19
电子	1147%	474	8.79%	61	413
通信	1091%	131	2.43%	28	103
国防军工	1083%	142	2.63%	56	86
轻工制造	1057%	162	3.00%	15	147
传媒	836%	131	2.43%	56	75
环保	756%	137	2.54%	41	96
医药生物	607%	495	9.18%	75	420
石油石化	513%	49	0.91%	24	25
汽车	506%	291	5.40%	71	220
非银金融	467%	85	1.58%	55	30
基础化工	329%	425	7.88%	97	328
家用电器	325%	102	1.89%	18	84
食品饮料	310%	127	2.36%	38	89
有色金属	283%	138	2.56%	44	94
纺织服饰	253%	106	1.97%	15	91
煤炭	236%	37	0.69%	31	6
建筑材料	217%	73	1.35%	26	47
公用事业	212%	134	2.49%	89	45
交通运输	165%	127	2.36%	85	42
农林牧渔	158%	111	2.06%	36	75
社会服务	144%	78	1.45%	45	33
商贸零售	47%	100	1.85%	43	57
钢铁	36%	45	0.83%	29	16
房地产	-13%	103	1.91%	70	33
综合	-74%	30	0.56%	14	16

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

4) 非国有企业快速崛起

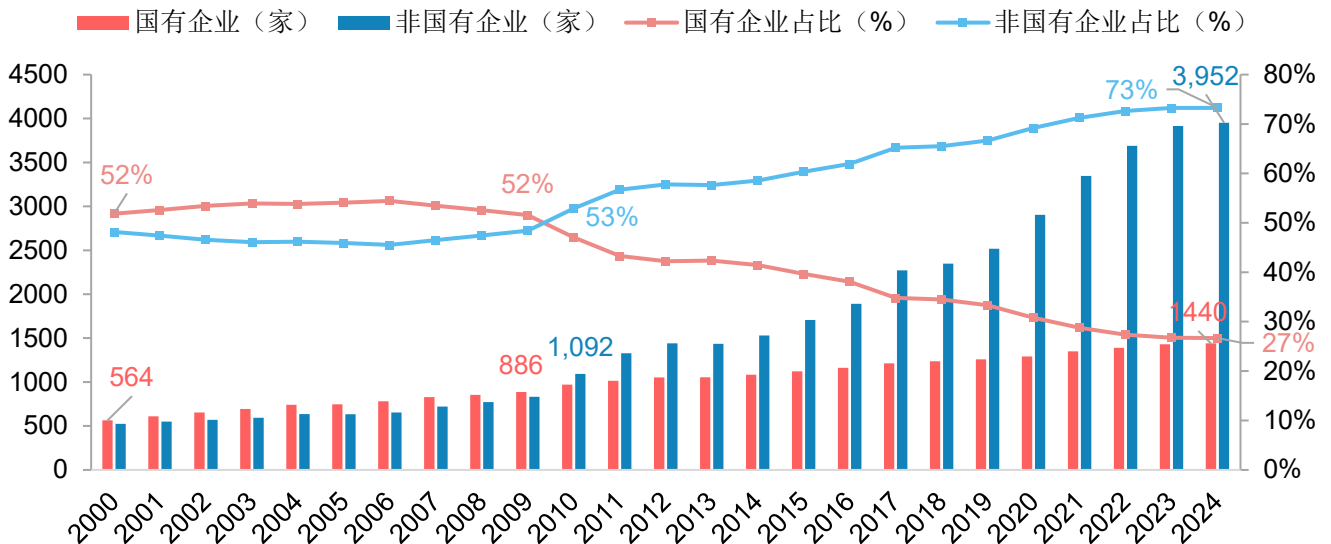
在对 A 股市场的总体成分股进行分析时，可以根据产权性质将其划分为两大类：国企（包括央企、地方国企）以及非国有企业（包括民营、外资、集体所有制等，以民营为主）。2003 年，随着国资委的成立，政府开始推动国有企业重组上市，银行信贷和 IPO 资源也逐渐向国有企业集中。2000-2009 年，国有上市公司数量保持在较高的比例，2000 年的 564 家增长到 2009 年的 886 家，占有上市公司的比例维持在约 52%，显示出国有企业在市

场中的绝对主导地位。

然而，自 2006 年后，资本市场的快速扩容和民营企业上市门槛的降低，促进了非国有企业数量的激增。科创板的推出尤其具有里程碑意义，因为其允许未盈利的科技企业上市，直接推动民营企业的占比提升。具体来看，2010 年非国有企业的数量显著增加，从 1092 家（占比 53%）增长至 2024 年的 3952 家（占比 73%），年均增速达到 8.5%。

2024 年，A 股市场上国有控股上市公司数量达到了 1440 家，占比为 27%，较 2023 年的 1430 家略有增加。这一变化与 2024 年国资通过并购、股份转让等方式获得 30 家上市公司控制权的成功案例密切相关。同时，国资通过逆向并购手段（例如收购 ST 红太阳和科新发展）也在短期内增加了国有企业的数量。

图 17：2000-2024 年国有企业及非国有企业数量（家）及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

行业分布方面，国有企业主要集中于能源与资源、军工及国防科技等国家经济关键领域，尤其在煤炭、房地产、交通运输和钢铁等行业，其国企数量经历了显著增长。2000-2024 年，煤炭行业的国有企业数量从 6 家（占比 54.55%）增长至 31 家（占比 83.78%），体现出国有企业在该领域的主导地位。房地产行业国有企业数量从 2000 年的 55 家（占比 46.22%）上升至 70 家（占比 67.96%）。交通运输行业，国有企业数量从 40 家（占比 83.33%）提升至 85 家（占比 66.93%），钢铁行业的国有企业数量则从 21 家（占比 63.64%）增加至 29 家（占比 64.44%）。

相较而言，非国有企业在高端制造和新兴技术领域的参与度显著提升。这一变化得益于政策和制度红利的释放，“十四五”规划将新一代信息技术和生物技术列为战略性新兴产业，民营企业能够享受诸如研发费用加计扣除比例提升至 100% 的税收减免政策。2000-2024 年，医药生物行业的非国有企业数量从 21 家（占比 30.00%）激增至 420 家（占比 84.85%），

电子行业的非国有企业数量同样显著增加，从 13 家（占比 34.21%）提升至 413 家（占比 87.13%）。计算机行业，非国有企业数量从 7 家（占比 41.18%）增长至 297 家（占比 82.50%），而汽车行业的非国有企业数量也从 6 家（占比 12.50%）上升至 220 家（占比 75.60%）。

图 18：2000 和 2024 年各行业国企及非国企公司数量（家）及占比（%）

	2024				2000			
	国有企业数量 (家)	国有企业数量占比 (%)	非国有企业数量 (家)	非国有企业占比 (%)	国有企业数量 (家)	国有企业占比 (%)	非国有企业数量 (家)	非国有企业占比 (%)
机械设备	100	17.21%	481	82.79%	32	78.05%	9	21.95%
基础化工	97	22.82%	328	77.18%	45	45.45%	54	54.55%
公用事业	89	66.42%	45	33.58%	33	76.74%	10	23.26%
交通运输	85	66.93%	42	33.07%	40	83.33%	8	16.67%
医药生物	75	15.15%	420	84.85%	49	70.00%	21	30.00%
建筑装饰	73	44.24%	92	55.76%	6	75.00%	2	25.00%
汽车	71	24.40%	220	75.60%	42	87.50%	6	12.50%
房地产	70	67.96%	33	32.04%	55	46.22%	64	53.78%
计算机	63	17.50%	297	82.50%	10	58.82%	7	41.18%
电力设备	61	16.14%	317	83.86%	14	87.50%	2	12.50%
电子	61	12.87%	413	87.13%	25	65.79%	13	34.21%
国防军工	56	39.44%	86	60.56%	9	75.00%	3	25.00%
传媒	56	42.75%	75	57.25%	10	71.43%	4	28.57%
非银金融	55	64.71%	30	35.29%	11	73.33%	4	26.67%
社会服务	45	57.69%	33	42.31%	19	59.38%	13	40.63%
有色金属	44	31.88%	94	68.12%	22	61.11%	14	38.89%
商贸零售	43	43.00%	57	57.00%	40	58.82%	28	41.18%
环保	41	29.93%	96	70.07%	15	93.75%	1	6.25%
食品饮料	38	29.92%	89	70.08%	23	74.19%	8	25.81%
农林牧渔	36	32.43%	75	67.57%	18	41.86%	25	58.14%
煤炭	31	83.78%	6	16.22%	6	54.55%	5	45.45%
钢铁	29	64.44%	16	35.56%	21	63.64%	12	36.36%
通信	28	21.37%	103	78.63%	8	72.73%	3	27.27%
建筑材料	26	35.62%	47	64.38%	15	65.22%	8	34.78%
石油石化	24	48.98%	25	51.02%	3	37.50%	5	62.50%
银行	23	54.76%	19	45.24%	0	0.00%	3	100.00%
家用电器	18	17.65%	84	82.35%	13	54.17%	11	45.83%
轻工制造	15	9.26%	147	90.74%	9	64.29%	5	35.71%
纺织服饰	15	14.15%	91	85.85%	12	40.00%	18	60.00%
综合	14	46.67%	16	53.33%	15	12.93%	101	87.07%
美容护理	4	12.12%	29	87.88%	0	0.00%	1	100.00%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.2 上市公司市值变迁

1) 总市值扩张与发展

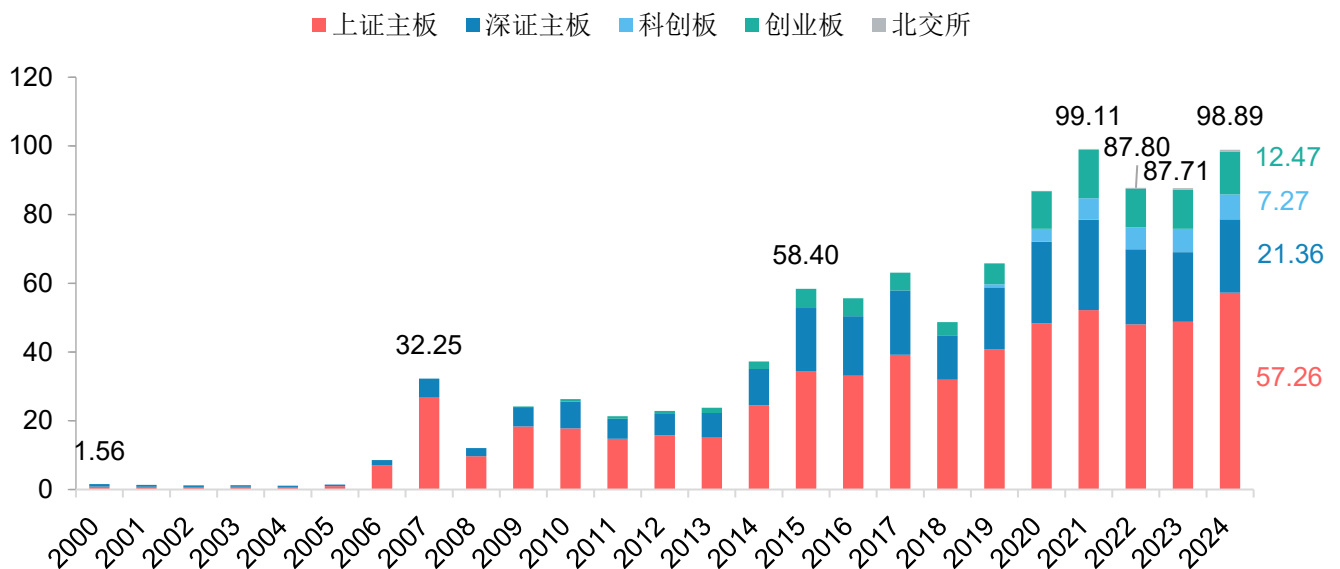
自 2000 年以来，中国资本市场总市值经历了显著的增长，充分反映了市场的扩张与发展。截至 2024 年 12 月 31 日，A 股市场的 5,383 家上市公司总市值已达到 98.89 万亿元，平均每家上市公司的市值为 184 亿元。

2000 年，A 股市场的总市值仅为 5.06 万亿元，处于较低水平。然而，随着中国经济的快速发展和资本市场逐步开放，A 股市值进入一个快速增长的阶段。到 2007 年，A 股市场总市值增速达到了历史高点，市值飙升至 32.25 万亿元，年增速高达 277.55%。然而，2008 年全球金融危机的爆发导致市场遭受重创，A 股市值同比增速锐减至 -62.72%，市场进入了长达十年的修复期。

尽管全球金融危机的影响在 2009 年仍然存在，A 股市场总市值却实现 100.79% 的同比增长。这一阶段的复苏得益于中国政府实施的大规模经济刺激计划以及市场政策的支持。2010 年后，尽管市场增速有所放缓，但总市值依然保持稳定增长。

2013-2021 年，A 股市场迎来新的增长周期。2015 年，总市值增长至 58.40 万亿元，增速达到 56.74%。2021 年，A 股市值突破了 99.11 万亿元的历史高点。这一阶段的增长主要得益于资本市场改革的深化，包括注册制试点和 IPO 放行等政策的推进，为市场注入了新的活力。

图 19：2000-2024 年各板块上市公司总市值变迁（万亿元）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

然而，自 2022 年以来，A 股市场增速有所放缓，进入了剧烈波动期。受到国内经济增速放缓、美联储激进加息以及地缘政治风险加剧等多重因素的影响，2022 年总市值回落至

87.80 万亿元，2023 年进一步下降至 87.71 万亿元。2024 年，随着政策宽松和外资回流等因素的影响，A 股市场出现回暖，2024 年同比增速达到 12.75%，总市值回升至 98.89 万亿元。

分板块来看，截至 2024 年 12 月 31 日，上证主板作为绝对龙头，市值约为 57.26 万亿元，占 A 股总市值的 57.90%，主要由传统金融、能源等大盘蓝筹股构成。深证主板市值超过 20 万亿元，占比 21.60%，其重点在于消费和制造业等中大盘企业。科创板则专注于半导体、高端制造等硬科技领域，市值超过 7 万亿元，占 A 股总市值的 7.35%。创业板市值超过 12 万亿元，占比 12.61%，主要聚焦于新能源、医药等新兴产业。北交所虽然市值规模最小，约为 0.6 万亿元，但其以中小型专精特新企业为主，增速却是最快的，高达 19.81%。

2) 股权结构向非国企转变

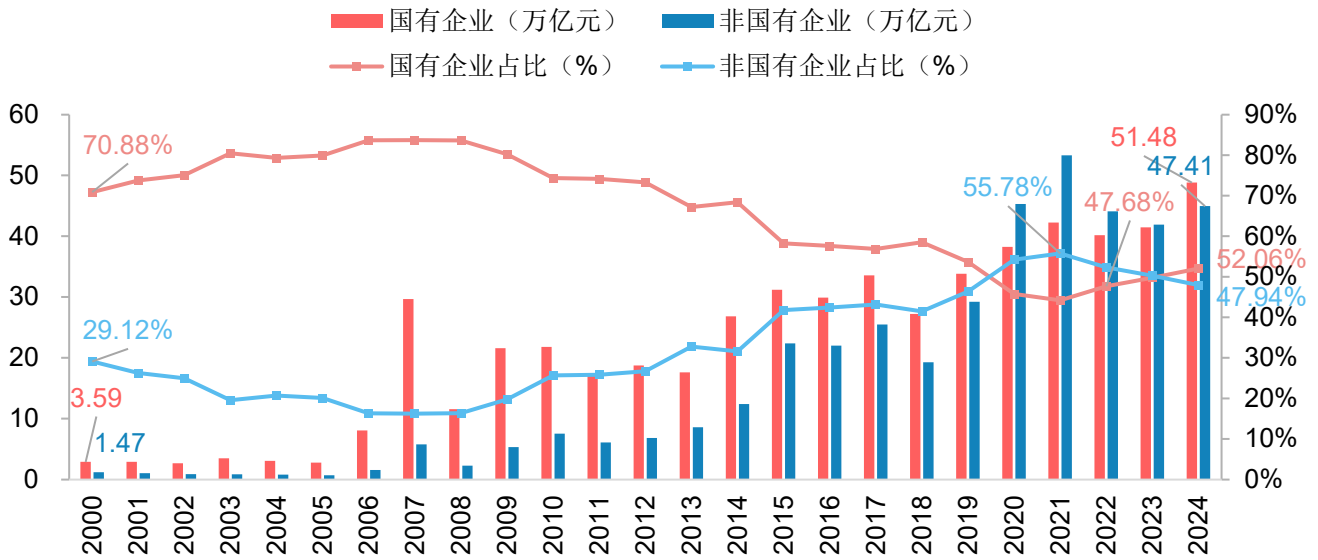
随着中国资本市场对民营和混合所有制企业的逐步开放，越来越多的非国有企业通过 IPO 进入 A 股市场，导致国有企业在 A 股总市值中的份额显著下滑。2000 年，A 股市场中国有企业的市值为 3.59 万亿元，占总市值的 70.88%。然而，随着非国有企业数量的快速增长以及国有企业股价表现相对平淡，国有企业的整体市值占比在 2010 年持续走低，并于 2022 年降至约 47%。

与此同时，注册制改革和“国企改革三年行动”等政策的实施，推动了上市公司市场化治理和股权激励机制的落实，增强了公司的活力与估值吸引力。这些改革进一步稀释了国有股东的比重，使得国有企业在 A 股总市值中的占比持续下降。2024 年，国有企业的市值占比将维持在约 50%。

此相对应的是，非国有企业凭借灵活的经营机制和快速的创新能力，尤其是在科技、消费和医药等轻资产领域，涌现出了一批龙头民营企业。这些企业的高成长性和较高的市场预期推动了其市值的快速膨胀，逐步提高了非国企在整体市场中的占比。2000 年，非国企的市值为 1.47 万亿元，占总市值的仅 29.12%。

随着国家对战略性新兴产业和民营经济的重视不断加强，出台了“双创”“科创板”“专精特新”等一系列支持政策，为非国企提供了更优的融资与创新环境。此外，能源、金融等传统行业的集中度提升空间有限，国企在这些领域的市值占比增速放缓，而新兴行业的高市值增量主要由民营企业贡献，从而导致整体结构性变化。2021 年，非国有企业的市值已突破 55%，成为 A 股市场的绝对主体。2024 年，A 股非国有企业的市值提升至 47.41 万亿元。

图 20：2000-2024 年国有企业及非国有企业市值（万亿元）及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从市值的角度来看，国有企业的市值占比最高的行业主要集中在传统重资产行业和金融行业。在煤炭、公用事业、石油石化等重资产行业中，2000年国有企业的市值占比已高达81%至88%，而到2024年，这一占比进一步提升至约89%至96%。这一趋势表明，国有企业在基础能源领域的绝对优势得到了进一步巩固。这一现象的背后，反映了国家对能源安全的高度重视，以及对关键行业的资本注入和政策扶持。此外，地方与中央企业的兼并重组加速，使得少数龙头央企的市值进一步集中和升值。

金融行业方面，2000年国有企业在银行和非银金融板块的占比分别为46.28%和44.89%。到2024年，银行板块的国有占比提升至约84.88%，非银金融板块的占比也上升至66.45%。这体现了国有银行与大型金融机构在零售网络和风险管理能力方面的持续优势。近年来，监管层推动国有大行的混合改革和风险管控改革，使得部分上市国有金融机构的市值稳步上升。而民营金融机构在资质和牌照方面受到限制，制约了其市值的扩张。

相对而言，电子、计算机、医药生物等高科技及消费轻资产行业的国企占比则呈现出显著下降的趋势。2000年，这些行业的国企占比普遍较高，均在50%-70%之间，而到2024年，这一比例急剧下降至约17%-30%之间。这一变化反映出在过去二十余年中，民营企业和创投力量在新兴产业中的迅速崛起。尽管国家对科技创新的激励措施使得部分央企得以参与，但民营创新企业凭借灵活的机制和风险投资的支持，逐渐占据了主导地位，其市值占比不断扩张。

图 21：2000 和 2024 年各行业国企及非国企公司市值占比（%）

	2024		2000	
	国有企业市值占比 (%)	非国有企业市值占比 (%)	国有企业市值占比 (%)	非国有企业市值占比 (%)
煤炭	95.98%	4.02%	87.58%	12.42%
公用事业	90.35%	9.65%	84.01%	15.99%
石油石化	88.62%	11.38%	81.34%	18.66%
银行	84.88%	15.12%	46.28%	53.72%
建筑装饰	83.62%	16.38%	87.99%	12.01%
交通运输	80.00%	20.00%	81.31%	18.69%
钢铁	79.06%	20.94%	96.03%	3.97%
食品饮料	72.07%	27.93%	63.59%	36.41%
国防军工	68.16%	31.84%	96.25%	3.75%
通信	67.94%	32.06%	67.71%	32.29%
房地产	67.40%	32.60%	70.71%	29.29%
非银金融	66.45%	33.55%	44.89%	55.11%
有色金属	58.52%	41.48%	65.56%	34.44%
建筑材料	56.12%	43.88%	59.79%	40.21%
社会服务	55.34%	44.66%	86.63%	13.37%
综合	50.89%	49.11%	64.68%	35.32%
商贸零售	50.44%	49.56%	65.34%	34.66%
环保	47.70%	52.30%	71.53%	28.47%
传媒	43.04%	56.96%	72.73%	27.27%
基础化工	37.88%	62.12%	79.57%	20.43%
汽车	31.57%	68.43%	79.46%	20.54%
计算机	30.03%	69.97%	59.85%	40.15%
机械设备	29.90%	70.10%	72.11%	27.89%
农林牧渔	19.25%	80.75%	74.70%	25.30%
电子	17.48%	82.52%	70.50%	29.50%
医药生物	17.15%	82.85%	50.00%	50.00%
电力设备	16.08%	83.92%	55.03%	44.97%
纺织服饰	15.54%	84.46%	43.58%	56.42%
家用电器	9.36%	90.64%	65.52%	34.48%
轻工制造	8.21%	91.79%	53.62%	46.38%
美容护理	8.01%	91.99%	77.73%	22.27%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 产业结构转型升级

1) 经济转型与产业演变

从产业结构来看，中国三大产业在 GDP 中的比重发生显著变化，反映出经济结构的深刻转型。中国经济正朝着高质量、可持续的方向稳步前进，持续优化产业结构。2000-2010 年，随着中国加入世界贸易组织（WTO），外贸依存度持续提升，其中第二产业（工业）主导了这一增长，占 GDP 的比重始终保持在约 45%。这一阶段受益于出口和投资的拉动，第三产业占 GDP 的比重也稳步上升，从 2000 年的 40.4% 上升至 2010 年的 45.1%。

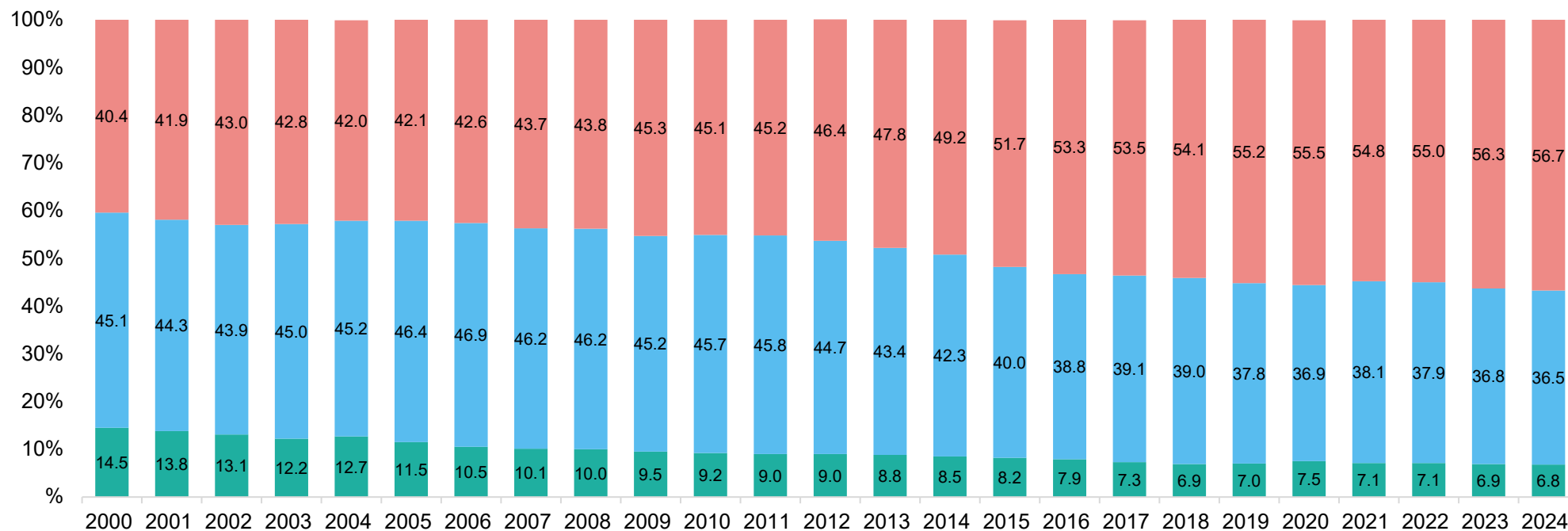
2010-2020 年，消费升级政策开始发挥显著效应，社会消费品零售总额在 2020 年突破了 40 万亿，引导服务消费占比升至 45.7%。在这一时期，第三产业占 GDP 比重首次突破 50%，成为经济增长的主要动力，而第二产业由于产能过剩和环保压力，其占比则出现下降。

2020-2024 年，“双碳”目标的实施推动了工业的转型，叠加数据要素的市场化推动了服务业全要素生产率的提升，算力规模的年均增速达 30%。在这一阶段，第三产业占 GDP 比重稳定在 55% 以上，疫情的影响也加速了线上服务的发展。尽管第二产业的占比经历了小幅回升，但随后又出现回落。

具体来看，第一产业占 GDP 的比重持续下降，第一产业占 GDP 的比重从 2000 年的 14.5% 降至 2024 年的 6.8%，年均降幅约为 0.6%。这种趋势反映了农业生产效率的不断提升以及资源配置的变化。第二产业方面，虽然工业占比从 2000 年的 45.1% 经历波动后下降至 2024 年的 36.5%，但其内部结构却显著优化。第三产业方面，服务业不仅已成为经济增长的新引擎，其占比也从 2000 年的 40.4% 跃升至 2024 年的 56.7%。值得注意的是，服务业在 2009 年首次超越工业，成为中国经济的主导产业。

图 22: 2000-2024 年中国各产业占 GDP 比重 (%)

■ 第一产业 ■ 第二产业 ■ 第三产业



数据来源: 万得, 金牛资产管理研究中心整理

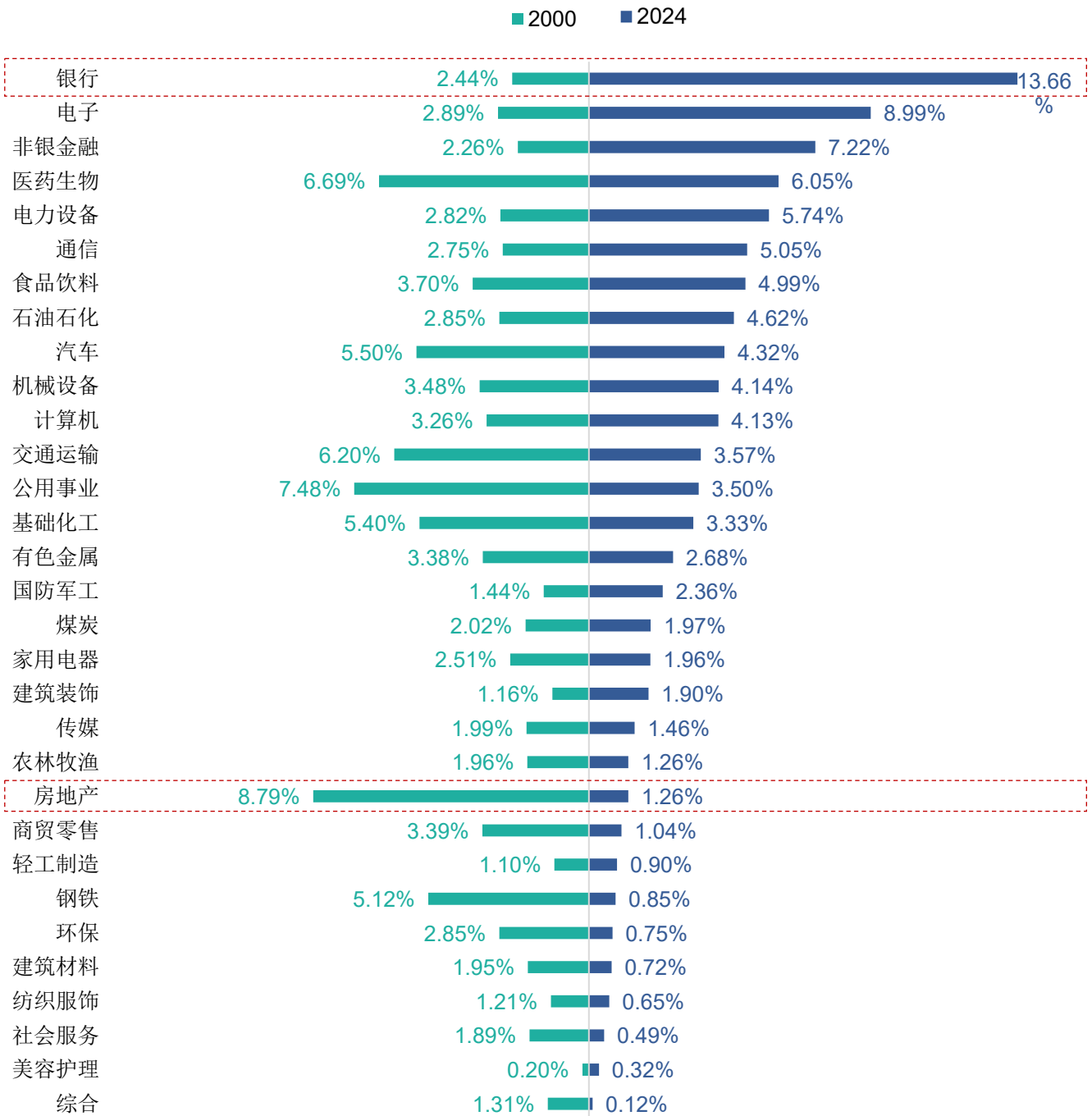
2) 行业市值与产业结构

从行业市值的角度来看,上市公司的市值与产业结构的长期演变趋势呈现出相似的特征,即第三产业的占比持续超过第二产业。此外,第二产业内部结构正在经历转型升级。能源结构方面,光伏和风电逐渐取代传统的火电;汽车产业中,新能源电动车正在逐步替代燃油车;芯片领域,国产芯片的市场份额不断提升,逐渐取代国外芯片。

从第三产业来看,早期房地产行业曾经历黄金时代,其市值居各行业之首,2000年市值占比高达8.79%,远超其他行业。这一时期,中国的城镇化进程加速,住房商品化改革有效释放了市场需求,加之土地财政的依赖,推动了房企的快速扩张。然而,随着政策环境的变化,行业面临了诸多约束,包括“三道红线”政策和预售资金监管等。同时,房企的债务风险逐渐暴露,例如恒大事件,导致市场对房地产行业长期盈利能力的预期显著恶化,房地产行业的市值逐步回落。2022年,房地产的市值占比已降至1.80%。2024年,房地产市值占比仅维持在1.26%的低位。然而,受政策端放宽限购、降低首付比例等措施影响,第三季度行业总市值实现了33.4%的增长,部分房企(如特发服务和阳光股份)的股价涨幅超过70%。

银行业在早期的市值占比相对较低,仅为2.44%。然而,2006年,随着工商银行、中国银行和建设银行的集中上市,银行业迎来了重要的发展机遇。其中,工商银行创下了当时全球最大IPO的纪录,总市值突破1.2万亿元,直接推动了行业整体市值的提升。同年,股权分置改革基本完成,银行股实现全流通,市场流动性显著增强,银行业的A股总市值占比迅速飙升至38.76%,成为各行业中的佼佼者。此后,银行业的主导地位逐渐得到巩固。2024年,低利率环境下,国有大行的平均股息率超过5%,吸引了大量避险资金的流入。同时,全球地缘政治风险的加剧使得银行股作为低波动、高分红的资产,成为资金的“避风港”。由此,2024年A股银行板块的市值表现尤为亮眼,总市值涨幅达到39.6%,位居申万一级行业榜首,银行指数全年上涨43.53%,创下近十年来的最大涨幅。

图 23：2000 年与 2024 年 A 股上市公司行业市值占比变迁（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从第二产业的角度来看，传统产业与新兴产业之间开始出现明显的分化。早期，全球化进程加速，中国加入 WTO 后，大宗商品需求激增，基础化工和机械设备等传统制造业的市值占比较高，分别达到 5.40% 和 3.48%，在各行业中名列前茅。同时，传统能源行业，如有色金属和石油化工，受益于资源价格的上涨，产业规模占比约为 3%。然而，随着时间的推移，传统产业面临产能过剩和日益严格的环保压力，导致市值增速放缓，传统行业的产值开

始逐年下降。2024 年，传统制造业的市值占比仍维持在约 3% 的低位，显示出其在整体经济结构中的相对弱势。

与此同时，新兴产业，如新能源、信息技术和高端制造等，正逐步崛起。2000 年前后，中国的电子行业主要以代工和低端制造为主，上市公司规模相对较小。然而，随着消费电子产品（如手机和电脑）需求的快速增长，电子行业的市值占比逐步提升。2005-2010 年，TMT（科技、媒体和电信）板块的市值占比从 3% 上升至 6.83%，其中电子和计算机行业成为主要驱动力。

随着智能手机和半导体产业的崛起，从 2011 年至 2018 年，TMT 板块的市值占比跃升至 14%，电子行业的年均增速超过 15%。2023 年，以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 技术在全球范围内掀起 AI 浪潮，电子板块作为 AI 技术的重要支撑领域，其估值体系经历了显著的重构。2024 年，电子行业的总市值实现 25.11% 的同比增长，其在 A 股市场中的占比也提升至 8.99%。其中，2024 年，A 股电子行业中的半导体子类市值达到 4.1 万亿元，占电子行业总市值的 48.8%，这一比例相比 2010 年的约 15% 大幅提升，创下历史新高。

图 24：2024 年市值排名前列公司历年市值排名跃迁情况

分类	证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
二产 产业升级	宁德时代									31	31	10	3	6	8	8
	比亚迪		27	28	26	28	27	28	29	34	38	16	11	13	15	14
二产 (居民消费)	贵州茅台	15	12	12	18	20	16	10	7	7	4	1	1	1	1	2
	五粮液	19	18	22	28	27	28	27	21	26	11	5	8	12	17	19
	美的集团				25	23	24	22	15	19	14	12	14	23	20	18
	迈瑞医疗									33	32	15	17	19	22	30
	海天味业					32	31	30	30	28	26	13	19	20	39	39
	立讯精密	33	34	34	34	37	36	37	35	40	35	22	25	35	31	35
	海尔智家	30	33	32	29	33	34	32	31	35	37	37	32	36	46	41
	格力电器	27	26	24	22	24	26	25	24	25	17	24	39	42	48	40
传统二产	中国石油	1	1	1	1	1	2	2	3	3	7	11	9	9	5	5
	长江电力	21	21	21	20	22	20	16	19	12	15	19	13	16	16	16
	中国石化	6	6	6	6	7	8	6	10	9	10	17	16	15	12	15
	中国电信												24	22	18	17
	万华化学	31	31	33	31	35	37	35	32	36	36	30	29	27	33	49
	紫金矿业	22	24	25	32	30	33	31	33	38	39	38	34	29	25	26
三产 (金融产业)	工商银行	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	2	2	2	2	1
	招商银行	11	11	11	11	10	9	9	9	8	8	6	4	7	9	9
	中国平安	9	9	9	8	8	7	7	4	5	2	3	7	11	10	11
	中信证券	20	20	18	17	12	19	21	26	30	27	25	28	28	28	23

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.4 美国科技产业成为核心

1) 后工业时代服务业崛起

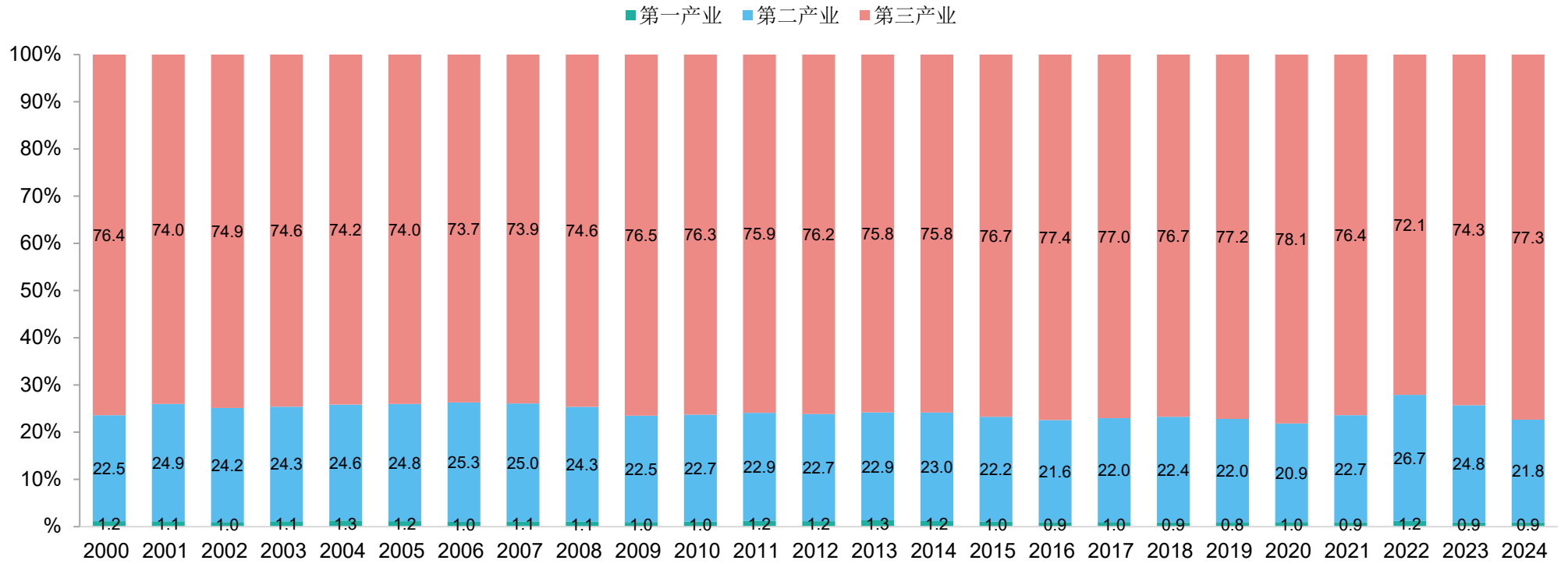
从产业结构的角度来看，美国三大产业占 GDP 的比重发生显著变化，反映出经济结构的深刻转型。2000-2010 年，随着中国加入世界贸易组织（WTO），美国的外贸依存度持续提升，第二产业在这一增长中发挥了主导作用，其比重始终保持在 40% 以上。在此期间，受益于出口和投资的推动，第三产业的比重也稳步上升，达到了约 45%。

与此同时，第一产业的占比持续萎缩。2000 年，农业在 GDP 中的比重为 1.2%，而到 2016 年后，这一比例降至 1% 以下，2019 年仅为 0.8%，2024 年，第一产业的比重仅为 0.9%。这一变化的主要原因在于转基因技术的普及，使得玉米和大豆的单产显著提高。然而，技术的集约化导致农场数量减少、规模扩大，从而造成就业人口的下降。

劳动密集型产业逐渐外迁至发展中国家，而美国本土则保留了高附加值的环节（如研发），这导致了产值占比的下降，但技术集中度却有所提高。美国制造业在 GDP 中的比重自 2000 年的 22.5% 开始波动下降，2024 年，制造业的比重将仅为 21.8%。

在后工业化阶段，服务业的比重必然上升，金融、房地产等行业的占比也随之提升。第三产业在 GDP 中的比重从 2000 年的 76.4% 波动上升至 2024 年的 77.3%。信息技术的快速发展（如云计算和人工智能）催生了金融科技、远程医疗等新兴业态，使得新兴服务业在 GDP 中的比重持续上升。

图 25: 2000-2024 年美国各产业占 GDP 比重 (%)



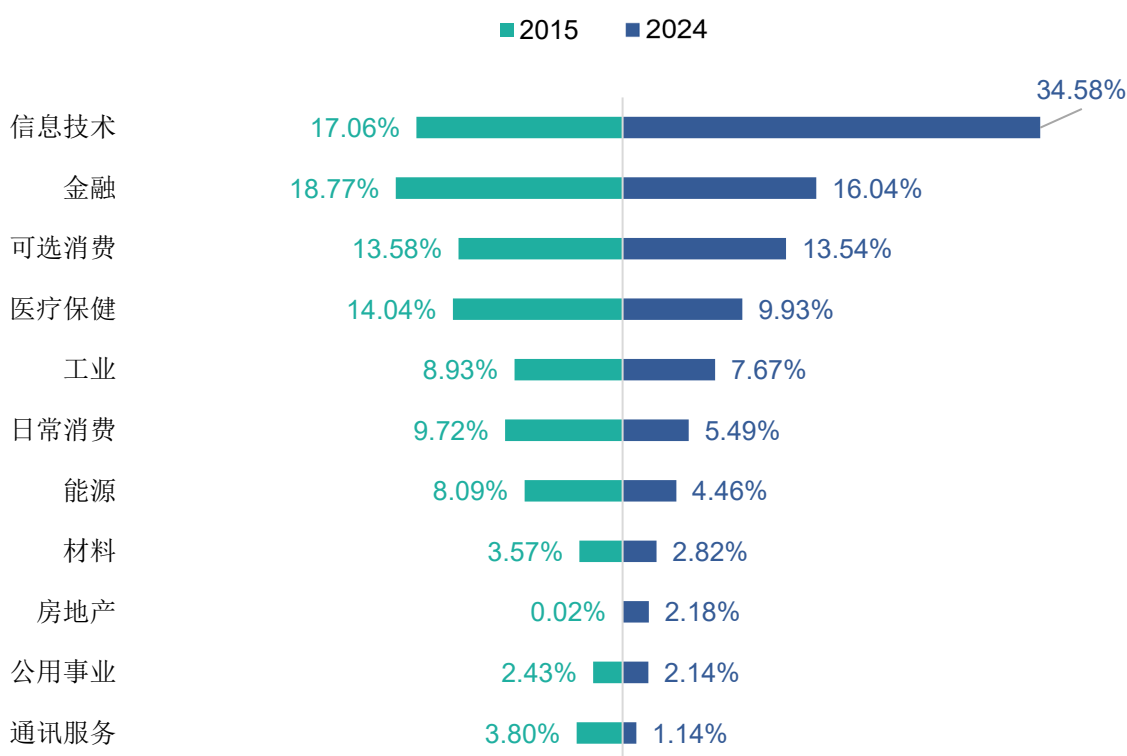
数据来源：世界银行，Statista，金牛资产管理研究中心整理

2) 科技企业引领美股市值增长

近年来，美股市值显著扩张，从 2000 年的约 51,737.25 亿美元增长到 2024 年的 769,263.09 亿美元，增长幅度约为 15 倍。科技企业逐渐取代传统行业，成为市值的核心。根据数据，2015 年信息技术行业在美股市场中的占比约为 17.06%，而到 2024 年这一比例跃升至 34.58%，成为美股第一大行业。科技巨头如英伟达等凭借其全球盈利能力和技术壁垒，使得市值不断扩大，尤其是在人工智能芯片需求激增的背景下，英伟达的市值一度超越苹果。2024 年，美股前十大市值公司中，有 9 家公司为科技企业，包括苹果、微软、英伟达和亚马逊等，仅有伯克希尔哈撒韦和联合健康集团是非科技公司。

相较之下，传统行业的表现则显得乏力。以金融行业为例，其在美股市场中的市值占比从 2015 年的 18.77% 降至 2024 年的 16.04%。传统金融机构如美国银行，受到利率波动和科技金融的冲击，增长乏力。同时，为了抑制通货膨胀，美联储于 2022 年启动了激进的加息周期，政策利率从 0%-0.25% 上调至 2023 年 7 月的 5.5%。此举导致金融机构持有的长期国债和商业抵押贷款市值大幅缩水。此外，自 2016 年起，众筹、首次代币发行（ICO）等新型融资渠道开始兴起，逐渐替代传统 IPO 和银行贷款。企业通过互联网平台直接融资，使得投行和商业银行的中介作用减弱，直接导致金融行业收入占比的下降。

图 26：2015 年与 2024 年美股上市公司行业市值占比变迁（%）



注：美国各行业市值数据最早更新至 2015 年。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（三） 分红情况

3.1 从自主到规范的政策演变

在分红制度的发展过程中，直到 2000 年以前，我国并未出台任何关于证券市场中分红的相关文件。此时，上市公司实施现金分红处于完全自主状态，导致现金分红的实施总体较为随意。许多上市公司更倾向于在市场上融资，而忽视了对投资者的回报，这在一定程度上造成了重融资轻回报的现象。

为了解决上市公司完全不分红而直接在证券市场融资的问题，证监会在 2000 年之后开始通过行政手段对上市公司分红进行规制，并将现金分红与再融资挂钩，逐步形成了半强制的分红政策。到 2004 年，我国的上市公司现金分红制度初步形成，标志着分红政策的规范化进程。此后 20 余年，更多鼓励分红的政策相继出台，涉及分红比例、频次、方案披露、形式以及税收等监管细分政策不断得到完善。

表 9：2000 年以后 A 股上市公司分红关键政策一览

时间	法规	关键内容
2000 年 11 月	《关于上市公司 2000 年度报告披露工作有关问题的通知》	上市公司需在年报中披露预计下一年度的利润分配政策。
2001 年 3 月	《上市公司新股发行管理办法》（已废止）	要求担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明，并明确指出公司最近三年未有分红派息，董事会应对不分配的理由作出合理解释。
2001 年 5 月	《中国证监会股票发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》	证监会在新股审核的过程当中，要关注该上市公司近 3 年的分红状况。
2004 年 12 月	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》	上市公司最近 3 年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份，我国上市公司现金分红制度初步形成。
2006 年 4 月	《上市公司证券发行管理办法》	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%。
2008 年 10 月	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。
2012 年 5 月	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	强调上市公司分红的制度化、公司章程化，从信息披露方面进一步鼓励上市公司实行现金分红。
2013 年 12 月	《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》	督促上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度，完善分红监管规定并加强监督检查力度。

续表

时间	法规	关键内容
2015年8月	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	鼓励上市公司增加现金分红在利润中的占比，增加分红频率。
2022年1月	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2022年修订）》	将涉及上市公司再融资方案中利润分配政策的披露要求引入，并明确列出了现金分红比例的计算规则和相关要求。
2023年10月	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	鼓励中期分红、约束异常高分红，明确未分红公司需说明原因及改进措施。

数据来源：中国证监会，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

在监管部门长期不懈的努力下，A股市场的现金分红制度不断优化完善，上市公司的现金分红水平显著提升。2024年，鼓励A股上市公司分红的政策频繁出台，通过风险警示、手续费减免、频次创新等组合拳，推动了分红规模和质量的双重提升，标志着A股市场向成熟资本市场迈出了重要一步。

2024年年初，《关于加强上市公司监管的意见（试行）》提出加强对上市公司现金分红的监管，以增强投资者的回报。4月，资本市场新“国九条”明确提出上市公司在分红方面应具备稳定性、持续性和可预期性。11月，《上市公司监管指引第10号——市值管理》正式落地，进一步规范了上市公司的分红行为。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》，要求引导控股上市公司牢固树立投资者回报意识，增加现金分红的频次、优化现金分红的节奏，并提高现金分红的比例。此外，沪深市场A股的分红派息手续费将实施减半收取的激励措施，以鼓励优质企业提升分红水平。

表 10：2024 年 A 股上市公司分红关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024年3月	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	加强现金分红监管，增强投资者回报。
2024年4月	《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》（新“国九条”）	明确提出增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红等。
2024年12月	《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》	指导中央企业控股上市公司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。
2024年12月	《关于对沪、深市场A股分红派息手续费实施优惠措施的通知》	自2025年1月1日起，沪深市场A股分红派息手续费将实施减半收取。

数据来源：中国证监会，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

3.2 分红市场全景

1) 分红规模增长迅速

总体来看，A股市场的分红规模和分红比例在过去近25年呈现显著提升态势，体现了上市公司盈利能力的提升和分红政策的持续优化。2024年，A股市场的分红总额达到2.40万亿元人民币，同比增长8.6%，创下历史新高。

2000年，A股市场的分红规模相对较小，分红公司数量仅为730家，分红总额为293亿元，股息率仅为0.38%。自2017年起，监管层强化了分红要求，将现金分红与再融资、减持等行为挂钩，推动上市公司增强回报意识。2017年，全市场的分红总额突破了1万亿元，较2000年增长近38倍，A股股息率达1.41%。

随后，A股的分红进入了加速增长阶段，2018-2022年的分红总额年均复合增长率约为14.8%。2023年，分红金额达到了2.23万亿元，占归母净利润的41.84%，创下历史新高。此外，股息率也从2022年的1.92%提升至2023年的2.14%。随着政策进一步明确分红比例和频率，2024年，分红公司数量约4,000家，分红总额高达2.40万亿元，股息率达2.50%。此外，分红公司占总上市公司比例也从2000年的68.87%提升至2024年的73.81%，显示出市场分红比例的持续优化。分红公司的平均分红金额也显著提升，从2000年的0.40亿元增加至2024年的6.04亿元，A股市场在分红回报方面正逐步向成熟市场靠拢。

分红频率和时间方面，A股市场的分红行为呈现较高的规律性。绝大多数上市公司选择在年报时进行分红，占比高达95.9%。少数公司会选择在半年报时进行分红，而一季报和三季度期间基本不进行分红。这一现象反映了上市公司分红的稳定性和规范性，也为投资者提供了较高的分红预期。

图 27：2000-2024 年上市公司分红总额（亿元）、公司数量（家）及股息率（%）

分红年限	分红总额(亿元)	分红公司数量 (家)	分红公司占比 (%)	股息率 (%)
2024	23,983.7	3,973	73.81%	2.50%
2023	22,291.4	3,897	73.05%	2.14%
2022	21,977.3	3,455	68.19%	1.92%
2021	18,657.4	3,295	70.33%	1.44%
2020	15,171.6	2,966	70.94%	1.44%
2019	13,590.9	2,674	71.12%	1.72%
2018	12,265.4	2,622	73.51%	2.19%
2017	11,593.6	2,801	80.79%	1.41%
2016	9,067.1	2,376	78.31%	1.32%
2015	8,193.1	2,172	77.35%	1.17%
2014	7,873.0	1,973	76.12%	1.58%
2013	7,503.4	1,890	76.58%	2.22%
2012	6,676.8	1,863	75.36%	2.07%
2011	5,958.3	1,655	71.34%	1.80%
2010	4,949.8	1,347	66.00%	1.14%
2009	3,827.2	1,013	59.73%	1.04%
2008	3,370.6	920	57.43%	2.07%
2007	2,776.2	964	63.13%	0.35%
2006	1,273.0	944	66.90%	0.86%
2005	760.2	681	50.15%	2.33%
2004	710.7	781	57.72%	1.49%
2003	540.6	665	52.65%	1.10%
2002	453.1	681	56.75%	1.09%
2001	409.7	744	65.49%	0.80%
2000	293.4	730	68.87%	0.38%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2) 行业分布趋向均衡

A 股市场的分红行业分布经历了显著的演变趋势，反映了经济结构的优化和行业竞争力的提升。A 股市场的分红行业分布正在经历从“传统行业主导”向“多元化发展”的转变。

从历史数据来看，石油石化、煤炭和钢铁等行业曾是 A 股分红的主要贡献者，这主要是由于资源型行业的分红稳定性较强。具体而言，2000-2007 年，钢铁行业的分红占比维持在约 15%；而 2008-2010 年，石油石化行业单独贡献了超过 30%的分红；同样，2008-2011 年，煤炭行业的分红占比始终保持在 10%以上。

然而，随着产业结构的升级和能源向绿色化转型，这三个传统高分红行业的贡献率持续下滑。截至 2024 年底，石油石化行业的分红总额占比已降至 13.15%，煤炭行业的占比降至 1.24%，而钢铁行业的分红占比则仅为 0.53%。

过去 10 年间，A 股市场的分红分布逐渐趋于均衡，反映出行业间分红能力的变化与发展。银行业作为高分红的主导者，其分红占比从 2014 年的 45.17% 下降至 2024 年的 37.51%。与此同时，非银金融行业的分红占比也呈现下降趋势，从 2015 年的 9.87% 降至 2024 年的 6.40%。这一变化表明，传统金融行业在分红方面的主导地位正在减弱。

随着通信、消费和生物医药等新兴行业的快速发展，这些行业的分红能力显著提升，其在分红总额中的占比逐步增加，显示出它们在资本市场中的重要性日益增强。通信行业的分红占比从 2014 年的 0.49% 上升至 2024 年的 10.35%。食品饮料行业的分红占比也从 2014 年的 2.60% 上升至 2024 年的 8.05%。此外，医药生物行业的分红占比从 2014 年的 1.83% 上升至 2024 年的 3.41%。这些数据表明，新兴行业在分红方面的表现越来越突出，逐渐成为市场关注的焦点。

2024 年新增的分红公司主要集中在新兴产业领域，进一步推动了行业分红格局的多元化发展。这一趋势不仅体现了经济结构的优化升级，也反映了资本市场改革对上市公司分红行为的深远影响。

表 11：2000-2024 年 A 股各行业分红占比变化（%）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
银行	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	45.17	41.77	37.58	30.82	32.31	31.53	31.53	30.72	27.37	27.62	37.51
石油石化	3.44	15.84	15.68	14.59	14.89	3.44	12.67	27.66	36.17	33.89	31.91	28.76	24.48	25.59	9.28	4.37	4.95	7.33	7.23	4.48	4.48	6.51	11.18	8.60	13.15
通信	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.49	0.53	0.32	0.36	0.51	0.42	0.42	1.31	5.19	5.95	10.35
食品饮料	3.55	3.85	2.32	2.94	2.18	3.55	3.56	2.27	2.61	3.21	3.14	4.35	6.77	5.78	2.60	3.36	3.78	3.48	4.56	4.87	4.87	4.81	5.94	6.56	8.05
非银金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.94	9.87	6.48	6.59	6.49	9.46	9.46	8.64	6.17	5.73	6.40
交通运输	8.86	6.39	8.23	8.48	8.49	8.86	13.47	11.79	10.33	7.10	7.37	7.62	6.68	6.36	3.12	3.18	3.12	2.87	2.90	2.61	2.61	3.77	4.91	3.49	3.90
医药生物	5.78	3.15	4.19	3.07	2.38	5.78	1.92	1.48	2.64	3.16	3.52	2.92	3.31	3.60	1.83	2.40	2.72	2.70	2.81	3.40	3.40	3.41	3.30	3.71	3.41
公用事业	10.72	12.39	12.31	13.25	11.29	10.72	11.82	8.42	4.37	6.66	5.32	4.31	6.11	8.58	4.56	5.61	4.49	3.47	3.59	4.19	4.19	2.87	2.89	3.61	1.83
电力设备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.18	1.32	1.29	1.29	1.19	1.54	1.54	1.70	2.64	3.82	1.70
汽车	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.59	4.39	4.96	4.36	3.51	2.75	2.75	2.59	1.86	2.53	1.49
有色金属	3.38	1.56	1.73	1.86	2.15	3.38	4.39	5.22	3.06	2.46	2.25	2.76	3.20	2.30	0.81	0.57	0.73	1.28	1.02	1.12	1.12	1.52	2.09	2.13	1.47
基础化工	10.52	19.38	19.01	19.27	19.22	10.52	15.44	12.24	9.19	10.65	9.62	11.80	11.10	10.85	4.18	3.69	5.45	7.40	7.10	4.82	4.82	3.08	2.77	2.37	1.44
煤炭	1.20	1.75	1.80	1.86	2.57	1.20	3.14	4.54	11.26	10.12	10.57	10.13	9.32	6.38	2.06	0.80	1.49	6.50	2.52	3.86	3.86	5.74	6.49	4.90	1.24
农林牧渔	2.40	0.98	1.14	0.99	0.75	2.40	0.72	0.47	0.56	0.60	0.53	1.18	0.74	0.69	0.40	0.78	1.51	0.78	0.83	1.32	1.32	0.36	0.64	0.42	1.06
机械设备	4.75	2.86	2.72	2.84	3.00	4.75	2.54	1.95	2.76	2.59	6.26	6.38	5.85	4.97	1.52	1.56	1.79	1.83	1.83	2.32	2.32	2.12	1.96	2.39	0.89

续表

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
电子	3.95	1.71	1.60	1.50	1.54	3.95	0.74	0.65	0.57	0.75	1.24	1.47	1.45	1.18	0.64	0.95	1.18	1.85	2.07	2.85	2.85	2.47	1.86	2.41	0.85
传媒	0.85	0.54	0.22	0.42	0.19	0.85	0.12	0.07	0.14	0.34	0.36	0.70	0.83	0.78	0.56	0.71	1.43	1.13	1.09	0.95	0.95	1.23	1.02	1.06	0.82
建筑装饰	1.68	1.10	1.22	0.64	0.63	1.68	0.73	0.50	1.96	3.17	3.08	2.53	4.11	4.80	2.24	2.52	2.48	2.35	2.34	2.26	2.26	2.21	2.03	2.15	0.66
钢铁	15.13	13.58	13.52	17.26	20.51	15.13	17.87	14.59	5.35	4.29	4.28	2.64	1.46	1.01	0.70	0.22	0.81	1.89	2.28	1.76	1.76	2.85	0.95	0.89	0.53
纺织服饰	2.78	2.30	2.26	2.07	1.42	2.78	1.49	1.28	1.09	1.42	1.40	1.69	1.67	1.78	0.97	0.96	1.07	1.07	0.84	0.61	0.61	1.21	0.78	0.88	0.51
家用电器	3.21	1.93	1.44	0.73	1.28	3.21	0.75	0.84	0.93	1.28	1.07	1.94	2.76	3.54	2.34	2.47	2.77	1.52	2.77	3.00	3.00	2.43	2.31	2.66	0.42
计算机	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.84	1.20	1.20	0.69	0.69	0.76	0.76	1.22	0.93	1.34	0.37
轻工制造	2.33	1.29	1.08	1.22	0.81	2.33	0.69	0.64	0.56	1.14	0.91	0.98	0.93	1.11	0.45	0.62	0.73	0.84	0.81	0.93	0.93	0.78	0.69	0.87	0.36
环保	2.86	2.10	1.88	1.18	0.67	2.86	0.70	0.38	0.39	0.37	0.73	0.77	0.82	0.84	0.41	0.48	0.51	0.47	0.43	0.52	0.52	0.51	0.47	0.49	0.32
建筑材料	2.62	1.67	1.39	1.50	0.94	2.62	1.33	0.39	0.86	1.13	1.23	1.60	1.26	1.57	0.91	0.62	0.76	0.95	1.43	1.66	1.66	1.98	1.05	0.89	0.30
国防军工	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.22	0.19	0.14	0.15	0.19	0.34	0.34	0.48	0.40	0.59	0.29
商贸零售	4.38	2.50	2.76	1.84	2.26	4.38	2.23	1.71	1.67	1.80	1.42	2.07	2.05	2.09	0.88	0.83	1.12	0.88	1.06	0.71	0.71	0.86	0.54	0.66	0.28
美容护理	0.04	0.06	0.10	0.07	0.08	0.04	0.02	0.06	0.06	0.08	0.05	0.08	0.12	0.11	0.05	0.09	0.02	0.04	0.04	0.16	0.16	0.14	0.15	0.20	0.16
社会服务	0.82	0.97	0.68	0.22	0.31	0.82	0.66	0.47	0.34	0.37	0.28	0.29	0.31	0.29	0.16	0.18	0.28	0.27	0.22	0.17	0.17	0.12	0.09	0.19	0.12
房地产	3.53	1.82	2.53	2.11	2.33	3.53	2.77	2.19	2.84	3.08	3.20	2.80	4.44	5.57	2.76	3.61	4.75	4.68	5.15	4.57	4.57	2.31	1.34	0.82	0.12
综合	1.23	0.29	0.19	0.09	0.11	1.23	0.23	0.17	0.30	0.34	0.24	0.22	0.22	0.23	0.12	0.13	0.11	0.18	0.20	0.06	0.06	0.07	0.01	0.07	0.00

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3) 股息率处于历史高位

从长期趋势来看，随着资本市场改革的推进和上市公司治理水平的提升，A 股市场的股息率经历了逐步提升后趋于稳定的过程，上市公司盈利能力的提升和分红政策的逐步优化。

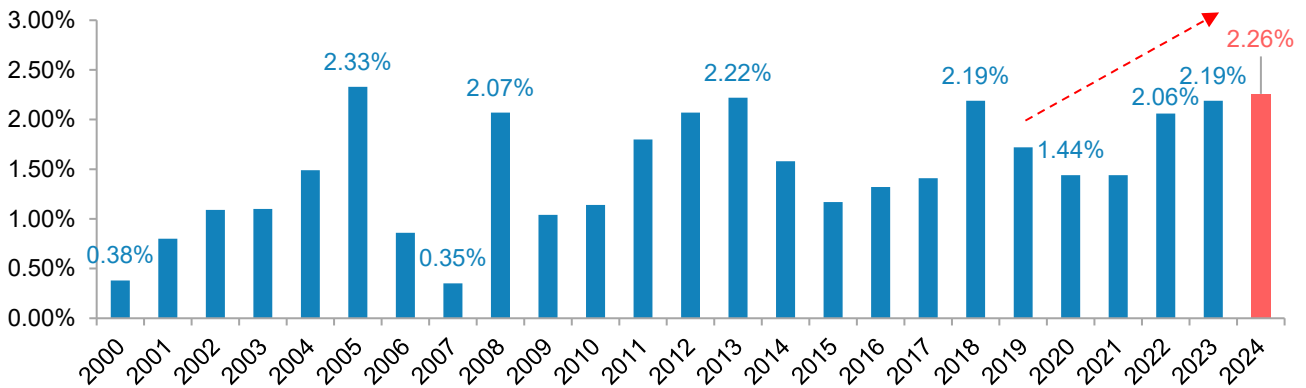
2000-2005 年，A 股市场的平均股息率从 0.38% 显著提升至 2.33%，创下历史新高。这一增长得益于 2005 年实施的新公司法，该法明确要求上市公司保障股东权益，并规定盈余分配需满足净资产门槛。这些政策推动了企业的分红意愿，尤其是在传统行业如公用事业和银行，由于这些行业拥有稳定的盈利模式，企业的高股息支付成为市场的主力。

然而，2006-2007 年，A 股市场的平均股息率出现了显著下滑，2007 年降至仅 0.35%。这一阶段的主要原因在于股市估值水平虚高，市盈率普遍偏高，使得企业盈利增速难以与估值扩张相匹配，从而导致股息率被稀释。随着中国经济增速的企稳，以及供给侧结构性改革的实施，企业盈利得到了修复，尤其是传统行业如能源和公用事业在成本控制和价格回升的促进下，盈利状况得到了显著改善。

2013-2018 年，A 股平均股息率波动回升，并在 2018 年达到 2.19%。然而，2018 年中国经济增速放缓，加之企业盈利增速承压和市场估值泡沫化，导致股息率再次短暂回落。进入 2022 年，在全球经济复苏的背景下，中国通过扩大内需和推动产业升级等政策，进一步改善了企业的盈利状况。同时，低利率环境也增强了企业的分红意愿。在 2024 年发布的新“国九条”中，明确要求提升企业的分红比例，使得民营企业的股利支付率达到了 39.7%。2024 年 A 股的平均股息率为 2.26%，维持在历史高位，显示出市场对股息分红的重视程度持续增强。这一趋势反映了投资者和市场对稳定收益的需求，以及企业在良性经济环境中对股东回报的积极回应。

总体来看，A 股市场的股息率和股利支付率在过去 10 年间呈现出总体向好的趋势，反映了上市公司盈利能力的提升和分红政策的逐步优化。随着资本市场改革的进一步推进和行业竞争力的提升，A 股市场的股息率和股利支付率有望保持稳定增长，为投资者提供更高的回报潜力。

图 28：2000-2024 年 A 股股息率平均数（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从行业股息率角度来看，高股息率行业主要集中在煤炭、银行、石油石化和纺织服饰等传统行业，主要得益于资本开支的减少和自由现金流的充裕，使得行业分红比例得以提升。2000-2024 年，煤炭行业的股息率位居各行业之首，呈现显著上涨态势，从 2000 年的 0.83% 上升至 2024 年的 5.97%。这一增长得益于供给侧改革的推动，优化了产能，同时煤价的高位运行也为行业的现金流提供了有力支撑。

银行业的股息率则表现出长期的稳定性，从 2000 年的 0.72% 上升至 2024 年的 4.83%。此外，石油石化、纺织服饰和钢铁等行业的股息率同样名列前茅，2024 年的股息率分别为 4.53%、4.00% 和 3.82%。自 2018 年以来，煤炭和银行行业的年均股息率均超过 4%，位居所有行业的前两位，而石油石化、钢铁、房地产和家用电器等行业的年均股息率也均超过 2%。

相对而言，科技与成长行业的股息率则长期处于较低水平，尤其是电子和计算机行业。主要原因在于这些行业高额的研发投入和再投资需求，导致其分红意愿较低。2000-2024 年，电子行业的股息率仅从 0.54% 缓慢上升至 0.88%，而计算机行业的股息率则从 0.51% 缓慢上升至 1.05%。

表 12: 2000-2024 年 A 股分行业股息率 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
煤炭	0.83	0.79	1.73	1.51	1.41	3.29	3.23	0.67	1.47	1.26	1.38	2.43	2.80	4.54	2.75	2.36	1.40	7.11	4.37	4.60	4.88	5.37	7.08	8.48	5.97
银行	0.72	1.06	1.17	1.53	1.11	1.29	0.93	0.35	3.15	2.18	3.00	3.15	4.19	5.64	4.05	4.44	4.43	3.37	4.02	3.84	4.60	4.75	5.72	5.99	4.83
石油石化	1.01	1.14	3.06	1.71	2.19	2.62	1.39	0.65	2.59	1.68	2.36	3.32	3.53	3.77	3.01	2.33	1.15	2.19	4.44	4.03	4.21	3.74	5.97	5.40	4.53
纺织服装	0.78	0.93	1.11	1.89	2.17	2.95	2.30	0.75	2.27	1.03	0.97	1.50	2.23	2.23	1.69	1.14	1.21	1.90	3.35	2.85	2.70	2.83	3.76	3.37	4.00
钢铁	2.41	2.16	2.94	2.43	4.10	7.72	3.32	1.38	6.05	1.44	1.77	3.16	2.65	2.23	0.80	1.83	0.75	1.65	4.81	5.18	3.51	4.88	5.98	3.28	3.82
建筑材料	0.71	1.11	1.22	1.24	1.93	2.39	1.01	0.58	1.29	0.61	0.77	1.49	1.69	1.28	1.15	1.26	0.92	1.03	2.52	2.37	2.14	1.94	3.94	3.35	3.34
交通运输	1.18	1.41	1.40	1.46	1.94	2.83	2.81	0.89	3.05	1.91	2.05	2.75	3.34	2.81	1.94	1.51	1.72	1.35	2.14	2.09	1.87	2.01	4.31	3.67	3.33
家用电器	1.60	1.46	2.05	2.15	1.81	3.29	1.75	0.60	1.97	0.74	1.09	1.76	2.18	2.07	2.45	2.46	2.54	2.01	2.93	2.36	1.90	2.42	3.27	3.48	3.33
食品饮料	1.48	1.23	1.65	1.52	1.80	2.01	0.81	0.43	1.40	0.80	0.75	1.08	1.60	2.66	2.02	1.63	2.11	1.29	2.22	1.48	0.91	1.07	1.90	2.45	3.28
建筑装饰	1.27	0.80	0.68	1.30	1.32	2.36	1.97	0.56	1.76	0.88	0.98	1.55	1.44	2.02	1.15	1.06	1.15	1.27	1.95	2.12	2.40	2.18	2.50	3.00	2.92
房地产	1.01	1.09	0.99	1.59	1.64	2.19	1.11	0.43	1.32	0.65	1.00	1.51	1.18	1.82	1.31	1.03	1.72	2.07	3.50	3.18	4.21	4.44	3.54	3.23	2.81
轻工制造	1.52	1.49	1.37	1.09	2.20	2.15	1.60	0.53	1.93	0.69	1.71	2.16	1.99	1.43	1.16	0.70	0.95	1.13	2.02	1.53	1.37	1.34	1.90	2.12	2.77
公用事业	1.34	1.49	2.28	1.83	2.35	4.10	2.76	1.07	2.54	1.07	2.05	2.44	1.92	2.87	2.12	2.15	2.87	2.57	2.66	2.56	2.58	2.15	2.37	2.52	2.56
传媒	1.02	1.25	1.54	1.16	2.47	2.45	1.08	0.21	0.97	0.54	0.58	0.83	1.29	0.69	0.52	0.29	0.51	0.88	1.36	1.40	1.37	1.73	2.61	2.54	2.37

续表

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
有色金属	1.11	1.30	1.32	1.09	1.56	2.39	1.32	0.65	2.42	0.59	0.46	0.90	1.00	1.63	0.86	0.69	0.56	0.57	1.27	1.12	0.80	0.79	1.34	2.14	2.13
基础化工	1.00	1.24	1.17	1.45	1.72	2.32	1.60	0.65	1.96	1.08	0.66	1.30	1.58	1.34	0.95	0.53	0.66	0.85	1.96	1.68	1.17	1.13	2.13	2.13	2.09
环保	1.10	1.97	1.93	2.01	2.33	1.59	2.49	0.67	2.12	0.99	0.92	1.61	1.50	1.04	0.85	0.61	0.79	0.85	1.71	1.57	1.53	1.37	1.85	2.14	2.05
商贸零售	0.89	1.17	1.07	1.64	1.78	2.29	1.96	0.64	1.59	0.65	0.72	1.06	1.62	1.54	1.28	0.80	0.86	1.06	1.82	2.13	1.57	1.18	1.55	1.90	2.05
非银金融	1.59	0.81	0.85	0.23	1.75	1.04	0.38	0.25	2.25	0.81	2.38	2.37	1.34	1.25	0.62	1.10	2.05	1.36	2.23	1.19	1.61	2.08	2.62	2.23	1.97
医药生物	0.64	0.95	0.84	1.40	1.53	2.10	1.56	0.46	1.04	0.79	0.70	1.17	1.03	0.86	0.78	0.65	0.71	0.81	1.28	0.94	0.67	0.83	1.18	1.48	1.94
通信	0.57	0.92	1.30	0.98	1.05	1.15	0.85	0.52	1.16	0.82	0.79	1.03	1.27	0.91	0.67	0.47	0.59	0.54	0.70	0.76	0.75	0.86	2.97	2.15	1.90
电力设备	0.76	1.41	1.06	1.09	1.01	1.74	1.10	0.34	0.52	0.61	0.63	1.46	1.73	1.25	0.87	0.69	0.80	0.84	1.54	1.02	0.51	0.37	0.63	1.62	1.73
汽车	1.74	1.35	1.53	1.63	2.92	4.45	2.04	0.66	3.46	0.51	0.91	1.93	1.85	2.16	2.24	1.99	2.39	2.44	3.96	2.68	1.48	1.53	1.56	1.55	1.71
综合	0.75	0.92	1.08	1.54	1.39	2.69	1.37	0.46	1.28	0.60	0.79	1.41	1.10	0.76	0.50	0.41	0.51	0.98	1.43	0.86	0.79	0.91	0.80	0.82	1.69
机械设备	0.93	1.12	1.30	1.33	1.86	2.82	1.42	0.68	1.98	0.62	0.55	1.29	1.83	1.44	0.95	0.53	0.70	0.87	1.44	1.33	0.99	1.19	1.64	1.57	1.61
美容护理	0.00	0.00	0.92	1.67	3.18	2.73	0.42	0.31	1.05	0.41	0.64	0.73	0.82	0.94	1.19	1.08	2.05	0.36	0.75	0.50	0.42	0.61	0.59	1.42	1.59
社会服务	0.99	0.94	1.43	1.34	1.47	2.35	1.17	0.56	2.05	1.06	1.03	1.10	1.22	0.92	0.67	0.40	0.58	0.85	1.12	1.00	0.51	0.59	0.60	1.09	1.57
农林牧渔	0.70	1.05	0.74	1.41	2.29	2.12	2.49	0.86	1.63	0.84	0.56	1.00	1.43	0.82	0.70	0.55	1.30	1.88	1.58	1.30	1.53	1.21	0.65	1.39	1.55
计算机	0.51	0.81	1.18	1.32	1.40	1.97	1.40	0.50	0.95	0.67	0.60	0.94	1.09	0.68	0.51	0.31	0.51	0.60	0.85	0.64	0.57	0.65	0.93	0.87	1.05
电子	0.54	1.18	1.00	1.27	1.45	2.44	1.35	0.85	2.42	0.83	0.53	1.20	1.30	0.77	0.61	0.34	0.49	0.57	1.15	0.70	0.56	0.58	1.21	1.01	0.88
国防军工	0.00	1.14	1.11	1.59	1.70	1.19	0.86	0.12	1.71	0.81	0.51	0.79	0.98	0.57	0.27	0.25	0.33	0.39	0.47	0.43	0.29	0.32	0.52	0.62	0.67

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

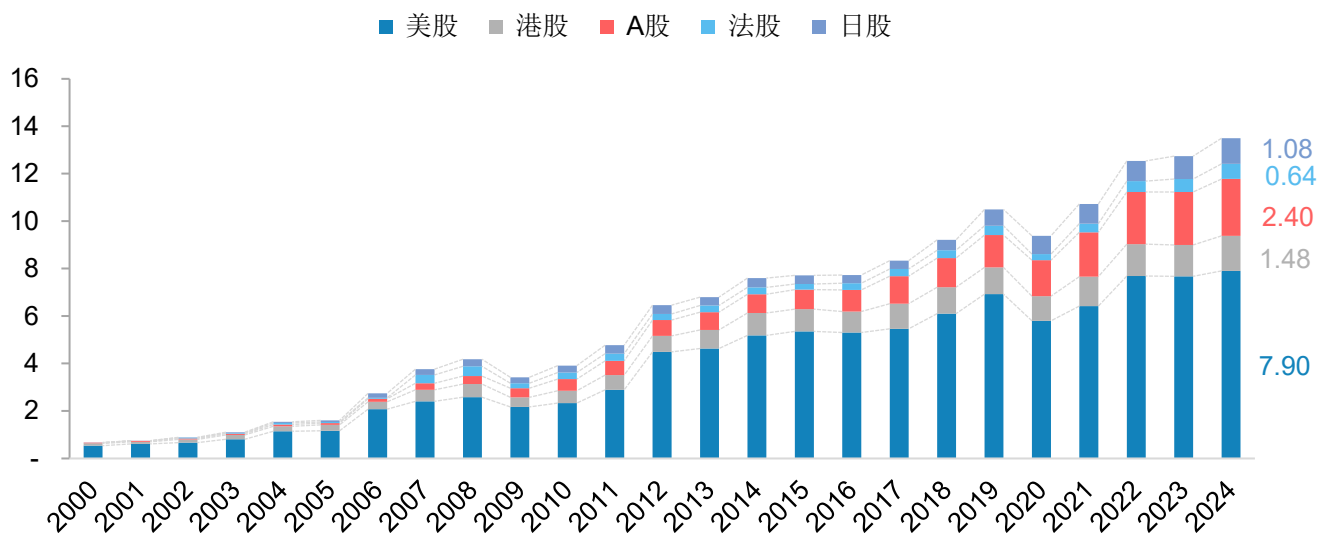
4) 与成熟市场差距有所减小

与成熟市场相比，A 股市场的分红总额保持较高增速，且分红上市公司数量占比更高，具备较强的红利投资基础，但在分红持续性方面仍与美国等发达市场存在一定差距。

具体而言，2024 年中国 A 股的分红总额达到 2.40 万亿人民币，超过中国香港市场的 1.48 万亿元、日本市场的 1.08 万亿元和法国市场的 0.64 万亿元。然而，与美国市场约 7.90 万亿元的水平相比，仍有较大差距。从分红增速来看，A 股市场的分红总额保持了良好的增长势头，连续 25 年实现正增长，近五年的年化平均增速达到 12%，远超美国和中国香港市场的 5%。此外，A 股上市公司整体的分红意识较强，2024 年分红上市公司的占比达到 73.8%，显著高于中国香港和美国市场的水平。

然而，从分红持续性来看，A 股市场仍显得较为薄弱。A 股约 70% 的企业能够坚持连续 20 年以上分红，而在美国市场，超过 50 家企业实现了连续 50 年增加股息的记录（如可口可乐和强生）。2010-2024 年，A 股中连续五年稳定分红的企业不足 30%，部分周期性行业的分红则受到大宗商品价格剧烈波动的影响。此外，A 股的分红高度依赖于国有企业和 AH 股（如中石油和中国移动），其分红政策受到国内监管和行业周期的显著影响。因此，尽管 A 股市场在分红总额和增速方面表现良好，但在分红的持续性和稳定性上仍需进一步提升。

图 29：2000-2024 年 A 股、美股、港股分红总额（万亿元人民币）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

股息率方面，港股和法股的股息率长期领先，均远高于 A 股水平，2024 年港股股息率高达 3.97%，法股股息率达 2.94%。然而，随着鼓励上市公司分红的政策不断出台，A 股上市公司的分红行为持续改善，股息率水平稳中有升。2024 年，A 股上市公司的股息率达到了 2.3%，创近 15 年的新高。

2008-2010 年，中国的股息率最低，2008 年金融危机期间股息率短暂上升，中国股息

率为 2.07%。日本的股息率略高于中国，2008 年的股息率为 2.21%。法国和中国香港股息率最高，2008 年中国香港股息率高达 5.05%，2010 年，法国股息率高达 3.96%。

2010-2024 年，随着国企改革和监管政策推动，中国股息率逐步提升。中国的股息率从 2011 年的 1.80% 提升至 2024 年的 2.26%。法国的股息率占据主导地位，2011 年的股息率为 4.90%，2024 年略微下滑至 2.94%。中国香港股息率持续领先，从 2011 年的 3.31% 提升至 2024 年的 3.97%。美联储加息周期导致国债收益率攀升，削弱股息吸引力，

2024 年，政策红利释放下，A 股股息率升至 2.26%。当前国内股息率已经和全球接轨，中国 A 股市场的股息率基本和美国、日本处于同一水平，2024 年美国股息率为 1.43%，日本股息率为 2.09%。

图 30：2008-2024 年中国、美国、中国香港、法国和日本的股息率情况

时间	中国	美国	中国香港	法国	日本
2008	2.07%	3.19%	5.05%	3.69%	2.21%
2009	1.04%	1.99%	2.10%	3.49%	1.53%
2010	1.14%	1.84%	2.25%	3.96%	1.71%
2011	1.80%	2.22%	3.31%	4.90%	2.27%
2012	2.07%	2.50%	2.84%	3.87%	1.96%
2013	2.22%	2.04%	3.01%	3.14%	1.37%
2014	1.58%	2.12%	3.47%	3.31%	1.48%
2015	1.17%	2.30%	3.51%	3.22%	1.70%
2016	1.32%	2.14%	3.28%	3.46%	1.70%
2017	1.41%	1.76%	2.87%	3.10%	1.62%
2018	2.19%	2.19%	3.42%	3.69%	2.21%
2019	1.72%	2.00%	2.73%	3.05%	1.91%
2020	1.44%	1.40%	2.05%	1.97%	1.51%
2021	1.44%	1.32%	2.76%	2.09%	1.63%
2022	2.06%	2.01%	3.54%	2.80%	2.46%
2023	2.19%	1.67%	4.05%	2.79%	2.30%
2024	2.26%	1.43%	3.97%	2.94%	2.09%

注：法国的股息率数据最早更新至 2008 年，为确保数据的一致性，统一将国家数据区间设定为 2008 年至 2024 年。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3.3 国企分红情况

1) 国企分红金额领先

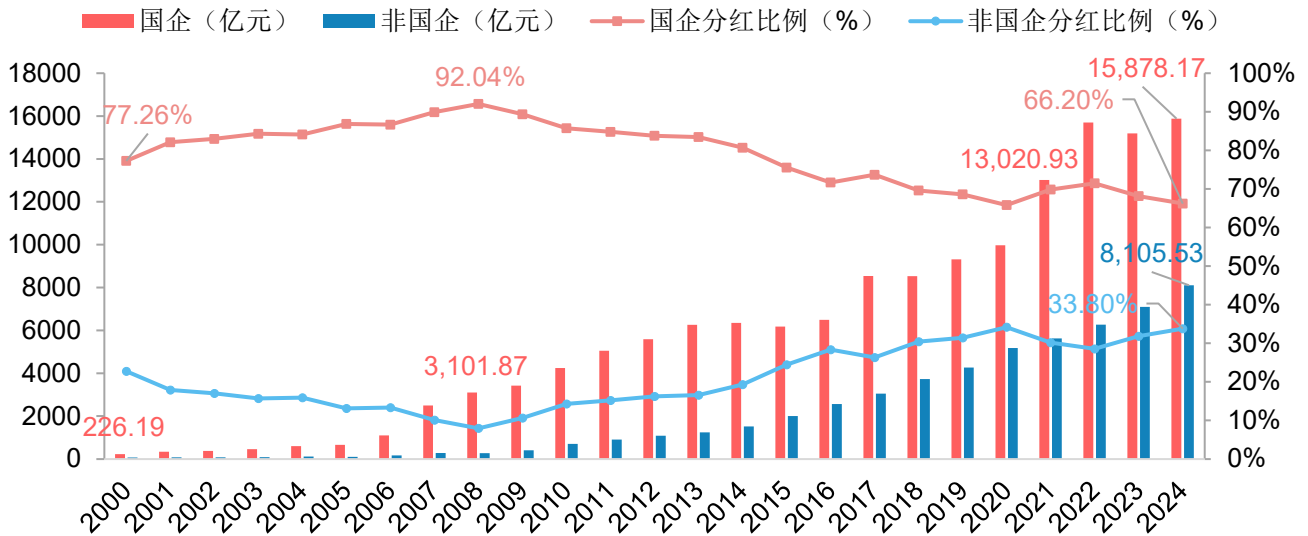
国有企业在 A 股市场的分红中始终扮演着绝对主力军的角色，这一地位在过去二十多年中不断得到巩固。2000 年，国有企业的分红仅为 226.19 亿元，但在 A 股上市公司中的占比高达 77.26%。2007 年，国企分红政策迎来了重要的转折点。国务院颁布了《关于试行国有资本经营预算的意见》，标志着我国国有资本经营预算的初步建立。这一政策的实施使国有企业从只上税不缴利的状态转变为既上税又缴利，结束了国有企业长达 13 年的“独享利润”历史。2008 年，国有企业的分红金额达 3101.87 亿元，占 A 股上市公司分红比重突破 90%，创下历史新高。

自此之后，2009-2020 年，随着国有资本经营预算制度的逐步完善，国有企业的分红总额逐年递增。2021 年，国企分红总额首次突破 1 万亿元，达到 1.30 万亿元。自 2022 年以来，国资委多次部署提高央企控股上市公司的质量，加强市值管理，并要求央企加大现金分红力度，以更好地回报投资者。随着国企改革的深入推进，现代企业制度初步建立，企业历史包袱基本解决，国有企业总体上已经走出困境，步入正常发展的轨道。特别是在传统优势行业，国企凭借规模和资源优势，保持了稳定的盈利水平。到 2024 年，国有企业的分红金额达 1.59 万亿元，分红比例为 66.20%，央国企上市公司的分红总额约占同年度 A 股所有上市公司分红总额的 50%。

相比之下，中国非国有企业的分红总额在过去二十多年中经历了从微不足道到规模可观的重要转变。从历史数据来看，2000 年至 2010 年期间，非国企的分红处于起步阶段，分红意识相对薄弱，分红总额在整个 A 股市场中的比重仅为 20% 左右。2010 年后，随着中国经济结构的调整和资本市场制度的完善，非国企的分红总额开始显著增长，尽管仍低于国企，但增长势头强劲，占比持续上升。2024 年，A 股非国有企业的分红总额突破 8000 亿元，分红率创历史新高，达到 33.80%。这一数据不仅体现了民营企业盈利能力的增强，更反映了其股东回报意识的根本性转变。

在这一背景下，龙头民营企业在分红方面表现尤为突出。例如，美的集团在 2024 年的分红接近 270 亿元，分红率接近 70%，均创下历史新高。宁德时代作为新能源领域的代表企业，其 2023 年分红预案为每 10 股派发 50.28 元，分红金额达到 220.6 亿元，分红率高达 50%。比亚迪自 2016 年以来持续分红，2024 年首次突破百亿元，达到 120.77 亿元。这些龙头企业的示范效应有力推动了整个民营企业群体分红水平的提升。

图 31：2000-2024 年 A 股国企和非国企分红总额（亿元）及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心

2) 国企股息率具备优势

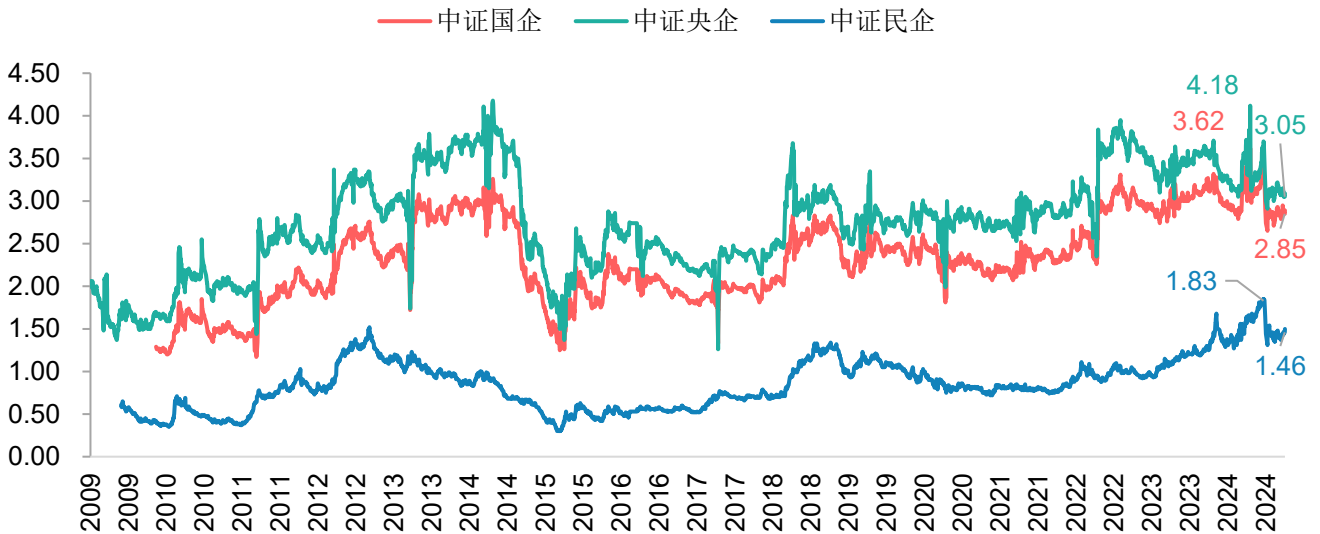
国企和央企长期在政策与市值考核的双重驱动下维持较高的分红水平，而民企在竞争和治理优化的背景下，股息率有望进一步提升，并加速缩小与国企之间的差距。其中，中央企业的表现尤为突出。2009-2010 年，中证央企指数的股息率大致维持在 1%-3% 之间。随着分红政策的优化和企业业绩的改善，2011-2014 年间，该指数的股息率上升至 2%-4%。2018 年-2020 年，股息率稳定在 2.5%-3% 左右。随着机构投资者（如保险资金、社保基金和合格境外机构投资者）持仓比例的提升，对高股息资产的配置需求增强，红利策略指数吸引了更多长线资金，进一步推高中证央企指数的股息率。2021-2024 年，指数股息率继续攀升，2024 年底达到约 4.1% 的高位。

国有企业方面，2010 年，国企红利指数的股息率多维持在 1%-1.5% 间。2011-2014 年，股息率整体上行至 2%-3%，这一期间政策推动和盈利改善是主要驱动因素。2018-2020 年，指数股息率稳定在 2%-3% 左右波动，红利支付率稳中有升。自 2020 年起，国资委将市值管理纳入央企负责人绩效考核，鼓励制定股东回报规划。2021-2024 年，股息率进一步增长，2024 年达到约 3.6% 的高位。

相比之下，民营企业的分红制度及股东回报意识尚在培育阶段，2009-2012 年期间整体股息率处于 0.3%-0.7% 之间。2013-2019 年，受国内分红政策尚未完善的影响，民企的指数股息率波动，但整体维持在约 0.5%-1.5% 左右。2020 年后，随着监管层对现金分红的持续鼓励以及沪深交易所“质量回报双提升”等行动的推行，民营企业的分红率不断上升，指数股息率逐步提升至 0.7%-1.8% 区间。企业治理水平的改善与机构投资者的偏好也为分红提

供了内生动力，2024 年指数股息率已达 1.5%左右。

图 32：2009-2024 年国企、央企和民企指数股息率变化情况（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心

3.4 上市公司分红的双重路径

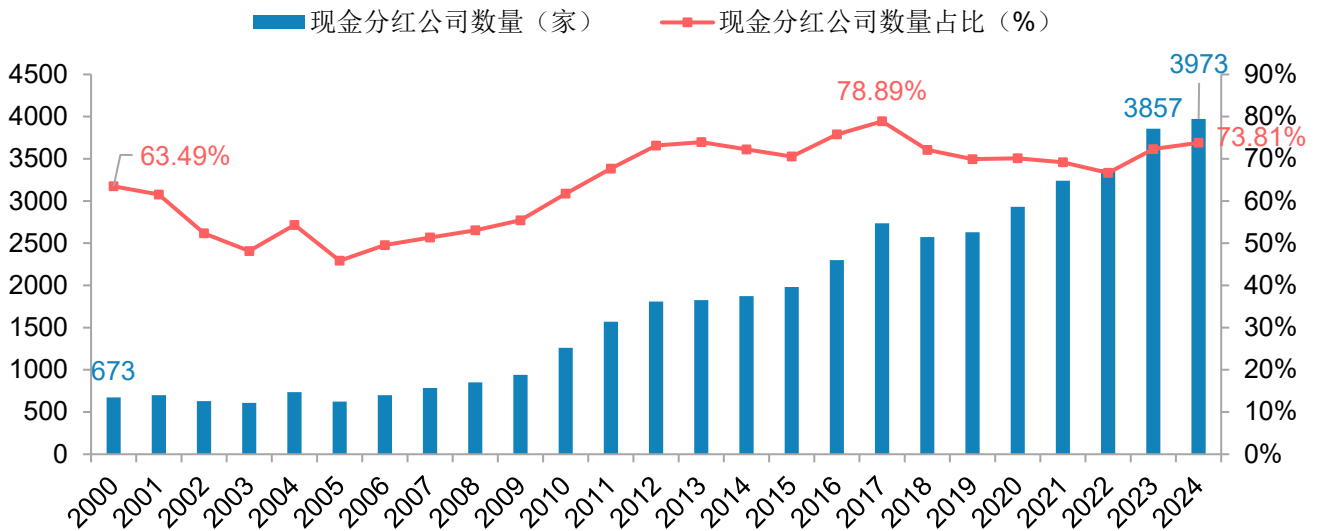
广义而言，上市公司的分红主要分为两大类：现金分红和股票股利。现金分红是指公司以现金的形式直接向投资者分配利润，这种方式能够使投资者立即获得分配的盈余。然而，由于公司通常希望留存现金以进行再投资，而投资者则期望获得实际收益，这种分配方式可能导致公司与投资者之间的利益冲突。

相对而言，股票股利是指上市公司在分配盈利时并不直接支付现金，而是通过赠送股票的方式，将投资者的利润转化为新的股票本金。这种方式不会影响公司的财务状况和债务负担，但也意味着投资者并未直接获得现金收益，因此在短期内可能无法满足投资者对现金流的需求。

此外，2022 年施行的《上市公司股份回购规则》进一步丰富了分红的形式。该规则规定，上市公司以现金为对价，通过要约方式或集中竞价方式回购股份的，视同于现金分红，并纳入现金分红的相关比例计算。这一规定意味着，上市公司通过回购股份的金额可以作为现金分红的一部分，计入现金分红率和现金分红比例等指标，从而增强了市场对分红政策的灵活性和多样性。

近年来，A 股市场的现金分红已成为主导趋势，现金分红的比例和分红金额均呈现稳步上升的态势。回顾 2000 年，仅有 673 家上市公司实施现金分红，占整体分红数量的 63.49%。而到 2024 年，共有 3973 家公司实施了现金分红，占上市公司总数的 73.81%。需要注意的是，股票股利未单独统计在内。

图 33：2000-2024 年 A 股现金分红公司数量及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

这一显著增长的数据表明，上市公司的治理水平不断提高，分红政策的引导作用逐渐显现，反映出市场对分红的重视程度日益增强。随着公司对投资者回报的关注加深，现金分红不仅成为公司盈利能力的体现，也成为吸引投资者的重要因素。

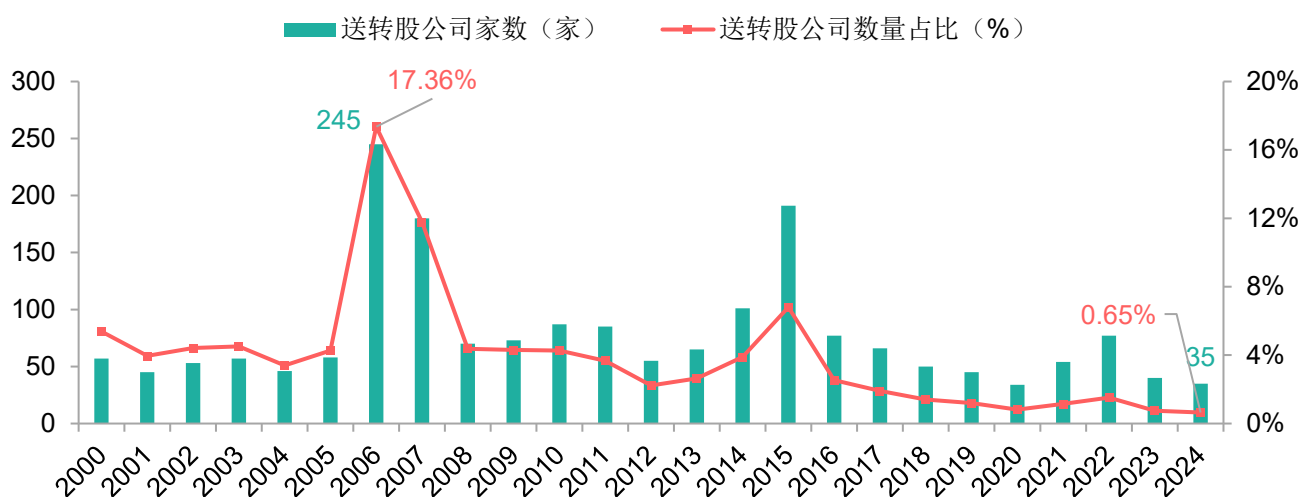
从股票分红的角度来看，分红主要有两种形式：送股和转股。两者的主要区别在于，送股是将所有者权益表上的盈余公积和未分配利润转换为股份，而转股则是将资本公积转换为股份。

2000-2015 年，股票分红公司的数量显著增加，这一趋势主要源于政策对送转的监管相对宽松。企业通过高比例送转吸引散户投资者，并与定向增发解禁配合，以此来提升市场关注度。尤其在 2006 年，股票分红公司的数量达 245 家，送转股公司数量占比高达 17.36%。在这一时期，高比例的送转案例频繁出现，例如，2010 年每 10 股送转合计 5 股的送转比例逐步上升至 2015 年的每 10 股送转合计 20 股。海澜之家在 2007 年实施的 10 转增 10 股，反映了这一阶段高比例扩张股本的普遍性。

然而，自 2016 年起，送转比例逐渐收敛，“高送转”现象显著减少。2017 年，《证券法》的修订加强了对现金分红的引导，交易所通过问询函制度抑制“高送转炒作”，多数公司开始转向中低比例的现金分配。此后 A 股市场现金分红的比例显著提升，企业的分红策略也逐渐倾向于现金。

2024 年，新“国九条”政策进一步鼓励企业进行一年多次的现金分红，推动了现金分红公司的数量激增。2024 年，实施股票分红的公司仅有 35 家，占比仅为 0.65%。

图 34：2000-2024 年股票分红公司数量及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（四） 股份回购情况

4.1 从限制到灵活激励的政策转型

A 股的回购制度可追溯到 20 世纪 90 年代，1994 年前总体上为“原则禁止，例外允许”。2000-2024 年，A 股回购政策经历了从制度探索到市场化深化的系统性变革。

在早期阶段（2000-2005 年），政策主要集中在建立回购框架上，明确回购仅限于减资等特定情形。在 2005 年以前，极少数公司进行回购，主要是以国有股减资和调整股本结构为目的，政策秉持“原则禁止”的态度，回购行为需向监管机构申报。自 2005 年起，公开市场回购的规定首次出台，证监会颁布了《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，对股份回购的条件、方式、程序和信息披露进行了详尽规定，并放宽了回购公众股份的条件，标志着公开市场股票回购的正式开启。

2008 年金融危机后，政策转向简化流程，例如采用备案制取代审批制，并逐步拓展回购功能，新增股权激励和市值管理等多元化目标，这一变化在 2015 年修订的《公司法》中得到了体现。进入 2018 年后，政策进入高速发展阶段，延长了库存股的期限，放宽了触发回购的条件，推动了回购规模的爆发式增长。2022 年，政策进一步降低了跌幅门槛，强化了逆周期调节的属性。2023 年 12 月，证监会颁布《上市公司股份回购规则》，旨在降低“维护公司价值及股东权益所必需”的回购门槛、缩短回购窗口期、放宽次新股回购限制、鼓励信息披露、进一步简化回购程序等。

表 13：2000-2023 年 A 股回购关键政策一览

时间	法规	关键内容
2005 年 6 月	《上市公司回购社会股票管理办法（试行）》	首次允许通过集中竞价交易回购，明确了公司可以用股份回购进行减资和股权激励，标志着中国公开市场股份回购正式开启。
2005 年 10 月	《公司法》修订	第 143 条规定了股份回购的四种情形并且允许将回购股份奖励公司员工。
2008 年 10 月	《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》	取消了回购的行政许可，简化了回购程序，鼓励公司回购。
2013 年 12 月	《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》	完善股份回购制度，引导上市公司承诺在出现股价低于每股净资产等情形时回购股份。
2015 年 8 月	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	积极鼓励上市公司现金分红，支持上市公司回购股份。
2018 年 10 月	《公司法》修订	进一步扩大股份回购的范围与简化决策程序。

续表

时间	法规	关键内容
2019年1月	《上市公司回购股份实施细则》	落实公司法修改决定，完善股份回购制度。
2022年10月	《上市公司股份回购规则》	《回购规则》涉及回购条件、方式、实施期限，回购程序和信息披露等重要方面，并对“以集中竞价交易方式回购股份”和“以要约方式回购股份”提出具体要求。
2023年8月	《上市公司股份回购规则》	降低了回购门槛，减小了回购窗口期以及新股回购门槛等，进一步鼓励上市公司回购。

数据来源：中国证监会，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

2024年，A股回购政策迎来了系统性升级，重点围绕“市值管理考核”和“推动优质上市公司回购”展开，相关政策相继出台。这一系列措施不仅推动了A股回购从规模扩张转向质量优化，也标志着资本市场回购进入了价值驱动的新阶段。

年初，国资委召开会议，提出将市值管理纳入央企绩效考核的新措施，以“注销式”回购为导向，鼓励优质企业进行股份回购。4月12日，新“国九条”再次强调市值管理的重要性，明确指出要推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引，并研究将市值管理纳入企业内外部考核评价体系。此外，政策引导上市公司在回购股份后依法进行注销，鼓励企业聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。

5月10日，证监会在修订《关于加强上市证券公司监管的规定》中指出，上市公司应当牢固树立回报股东的意识，鼓励形成实施股份回购的机制性安排，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报，优化治理结构。6月19日，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上表示，证监会将进一步引导上市公司树立积极主动回报投资者的意识，加强与投资者的沟通，提升信息透明度和治理规范性，更好运用现金分红、回购注销等方式回馈投资者。

表 14：2024 年 A 股上市公司回购关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024 年 1 月	证监会 2024 年系统工作会议	督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。
2024 年 1 月	国新办新闻发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度。
2024 年 3 月	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	压实上市公司市值管理主体责任、提升股份回购效果和监管约束力等。
2024 年 4 月	《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》	引导上市公司回购股份后依法注销。
2024 年 9 月	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	上市公司可以综合应用并购重组、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、股份回购等方式提升上市公司投资价值。
2024 年 10 月	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立首期额度 3000 亿元股票回购增持再贷款，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贷款，支持其回购和增持上市公司股票。

数据来源：中国证监会，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

4.2 回购市场全景

1) 回购行为逐步稳定

A 股市场的股票回购行为自 2018 年《公司法》修改后进入快速发展阶段，展现出显著的市场化特征和公司治理的进步。2008-2012 年，年均回购金额不足 30 亿元，而在 2013-2017 年，这一数字逐步增长至年均 73 亿元。2018 年，受国内金融去杠杆和国际中美贸易摩擦的影响，回购金额将近 500 亿元，占股权融资比例提升至 0.1%。2021 年，尽管面临美债利率大幅上行和核心资产回调的压力，3 月的预计回购金额达到了阶段峰值 900 亿元。2022 年，在俄乌冲突、美联储超预期加息以及国内疫情反复等多重因素的影响下，市场遭遇大幅调整，7 月的预计回购金额再次达到阶段峰值 1067 亿元。

从长期趋势来看，A 股市场的回购行为已形成较为稳定的市场化机制，成为上市公司优化股权结构和稳定市场预期的重要工具。

从回购规模来看，A 股市场的股份回购规模相对较小，显著低于分红总额。分红和回购作为回馈股东的两大主要方式，A 股企业更倾向于通过分红来回馈股东，而对股份回购的运

用则相对较少，这导致回购规模与分红金额之间存在较大的差距。

A 股市场的回购参与公司数量在近 20 年间经历了显著增长，从 2005 年的仅 1 家增至 2024 年的 2192 家。这一变化不仅反映了市场环境的改善，也表明了企业对回购政策的积极响应。与此同时，回购总额也创下历史新高，2024 年 A 股上市公司回购总金额达到 1659.28 亿元，较 2023 年的 913.30 亿元增长约 60.59%。这一趋势表明，越来越多的企业选择通过回购股份来优化资本结构、提升股东价值，反映出 A 股市场在资本运作方面的不断成熟。此外，A 股回购金额占市值的比重也在不断上升，从 2008 年的 0% 增长至 2024 年的 0.17%。

2019-2024 年，实施回购的上市企业占 A 股上市公司比例始终稳定在 20-23%。2024 年，A 股市场共有 2153 家公司发布回购预案，较去年翻倍，再创历史新高。这一增长趋势反映上市公司对市值管理和股东价值提升的重视。尽管预案数量快速增长，整体实施金额规模保持相对平稳，近三年平均每年实施金额约在 1000 亿元左右。总体而言，A 股市场的回购潮不仅反映了上市公司在市场调整中的积极作为，也为市场提供了重要的流动性支撑和信心增强。

市场低迷时期，股份回购向市场传递股价被低估的信号，同时增加市场上的流通资金，有助于提振市场情绪和风险偏好。历史上股份回购高峰大多发生在市场低迷时期。股份回购的最终目的是增加公司价值。理论上讲，股份回购可以减少公司外部流通股的数量，从而提升每股收益（EPS），有助于推升股票价格。向市场传递股价被低估的信号，稳定股价和市值。股份回购将公司价值被低估这一信息传递给市场，有利于稳定股价和市值，增强投资者信心。

图 35：2008-2024 年 A 股回购情况统计

年份	回购金额 (亿元)	回购公司 (家)	回购数量 (万股)	回购金额占市值比重 (%)
2024	1,659.28	2192	213.63	0.17%
2023	913.30	1365	87.68	0.10%
2022	1,020.17	1149	110.66	0.12%
2021	1,208.22	976	115.26	0.12%
2020	677.15	885	107.76	0.08%
2019	1,008.24	1005	132.56	0.15%
2018	491.92	763	69.75	0.10%
2017	74.02	358	15.15	0.01%
2016	95.18	269	18.30	0.02%
2015	45.37	177	4.84	0.01%
2014	88.19	134	27.91	0.02%
2013	63.14	72	12.23	0.02%
2012	26.35	34	5.56	0.01%
2011	4.85	11	0.48	0.00%
2010	0.63	5	0.16	0.00%
2009	1.16	4	0.13	0.00%
2008	0.12	2	0.04	0.00%

注：2005 年以前没有上市公司回购数据。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

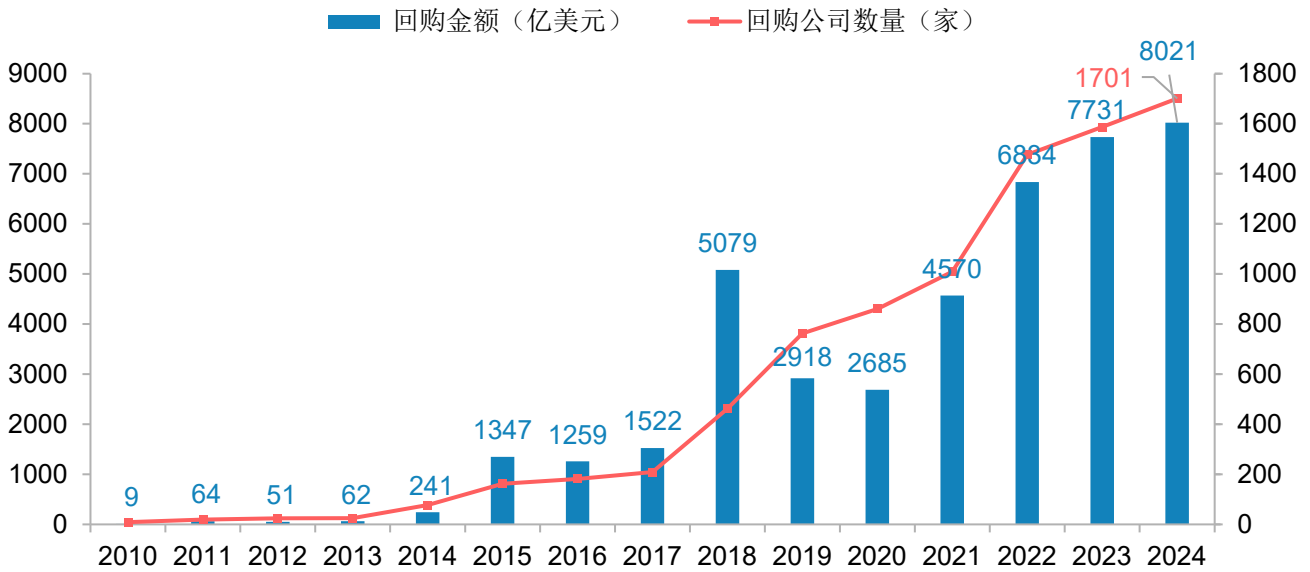
2) 美国回购市场更为活跃

在全球资本市场中，A 股市场则一直以来更重视分红，回购的运用相对较少。相较而言，美国市场对股份回购拥有明显偏好。2024 年，美国回购规模占全球市场回购总额的近 60%。中美两国市场在分红与回购的比例上存在显著差异。美国市场通过灵活的回购策略不断推高股价，而 A 股则以相对稳定的分红政策为主导。

美股长期占据全球市场股份回购的主导地位，市场回购规模持续增长。2010-2023 年，美股的年复合增长率达到 61.91%，回购规模从 9 亿美元增长至 7731 亿美元。2024 年，回购规模进一步攀升至 8021 亿美元，创下新的历史峰值，同比增长 3.8%。2010-2024 年，美股市场股票回购的总额约为 4.2 万亿美元，这一增长主要得益于企业盈利的韧性和低利率环境的预期。

相比之下，A 股市场回购规模整体低于美股市场。不同于 A 股市场分红金额明显高于股票回购规模，美股市场股票回购规模与分红规模接近。2020 年以来，美股市场的回购与分红规模之比逐年上升，从 2020 年的 39.7% 增长至 2023 年的 79.1%。

图 36：2010-2024 年美股回购情况统计

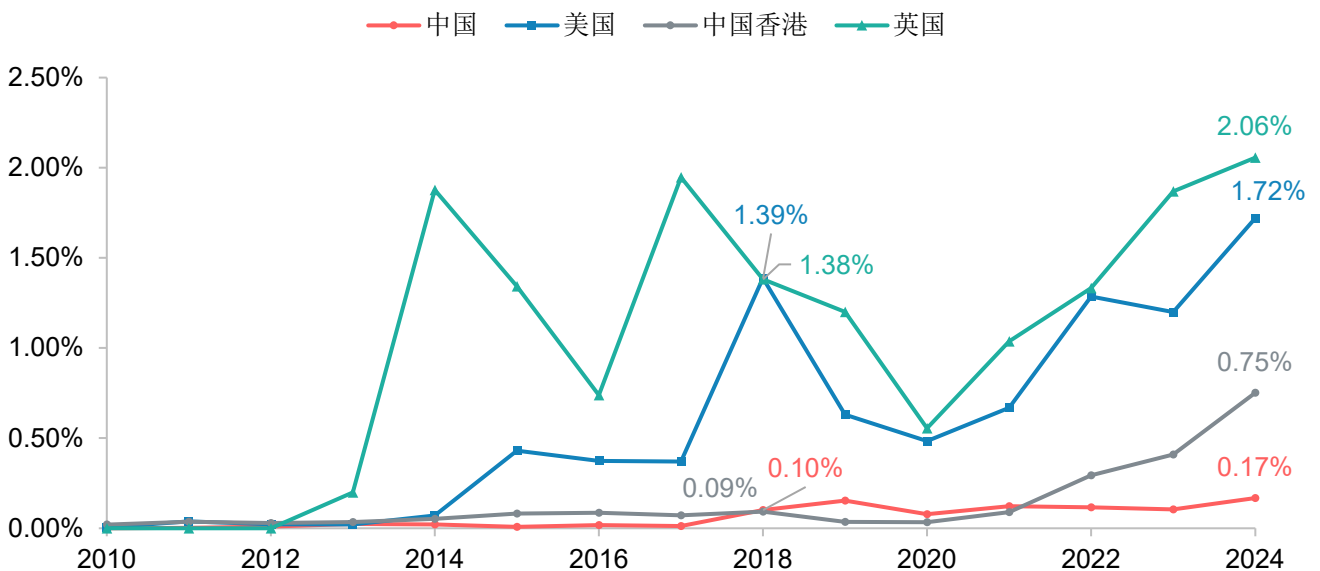


注：美国市场选取 NYSE、NASDAQ、AMEX 三大交易所的数据进行统计。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从回购金额占市值比重的角度看，2018-2024 年，A 股市场的回购规模占总市值的比例处于全球市场的最低水平，平均仅为 0.12%，略低于中国香港市场的 0.24%。在此期间，英国的回购规模占总市值的比例最高，达 1.35%，而美国则以 1.05% 位居第二。

图 37：2010-2024 中国、中国香港、美国和英国回购金额占总市值情况 (%)



注：按照最新公告日统计，剔除回购进度为“停止实施”“失效”“未通过”、处于股东提议及董事会预案进度的情形；美国市场选取 NYSE、NASDAQ、AMEX 三大交易所的数据进行统计。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

尽管 2024 年被认为是 A 股回购力度最大的年份，但全年累计回购金额占当前 A 股整体市值的比例却是最低，仅约为 0.17%。与其他国家市场相比，2024 年 A 股的回购表现显得相对逊色。例如，英国市场的累计回购金额占其市值的比例高达 2.06，是 A 股的近 12 倍；美国市场的回购金额占比也达到 1.72%。

4.3 新兴产业回购行为显著

从行业分布来看，A 股上市公司回购数量占比较高的行业主要集中成长股较多的新兴产业，包括 TMT、高端制造、医药生物等。其中，医药生物、电子和基础化工行业在 2018-2023 年的回购预案量增长率超过 70%，展现出较高的回购活跃度。与此同时，消费和 TMT 行业在回购参与度方面表现尤为突出，成为回购行为的主力行业。

行业方面，2024 年，医药生物、电力设备和电子行业的回购金额位居前三，均超过 190 亿元。其中，医药生物行业在实施回购金额和参与回购的上市公司数量上均居首位，回购金额达到 248.05 亿元，参与回购的上市公司数量为 252 家。其中，药明康德为 2024 年以来回购金额最高个股，高达 30 亿元。电子行业紧随其后，共有 239 家公司参与回购，回购金额也达到了 197.29 亿元，三安光电和韦尔股份等公司在这一领域的贡献显著。此外，医药生物、电力设备和电子三大行业的合计回购金额占比超过 40%，体现出明显的头部效应。

从行业占比的角度来看，下游消费和 TMT 行业的股份回购比例相对较高，其中家电、轻工、计算机和电子行业表现尤为突出。特别是美容护理行业，自 2021 年以来，其回购意愿显著提升，显示出市场对该行业的信心增强。以计算机行业为例，自 2018 年《公司法》修订及相关政策发布后，实施回购的企业数量在所有一级行业中持续领先，2018 年和 2019 年，每年均有超过 40% 的企业发布回购公告，反映出该行业对回购政策的积极响应。

此外，电子和通信行业自 2018 年起，每年也有超过 25% 的企业实施回购，进一步巩固了其在回购活动中的地位。相比之下，可选消费板块内的回购意愿则呈现出明显的分化趋势。家电和美容护理行业在近两年内实施回购的企业数量占比均超过 30%，而轻工行业的回购比例接近 30%。相对而言，零售和社会服务等行业的回购比例则较低，基本维持在 20% 以内。

表 15: 2012-2024 年各行业回购预案数量（件）

行业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
上游资源	石油石化	0	2	1	0	2	0	8	7	6	3	10	9	14
	煤炭	0	0	0	0	1	1	4	2	4	2	0	5	5
	有色金属	0	1	1	2	6	12	23	17	20	20	26	47	56
	钢铁	1	0	1	1	1	1	3	8	10	8	9	29	25
	基础化工	3	5	7	17	17	21	60	53	61	75	83	168	197
中游制造	建筑材料	1	1	6	6	7	9	20	15	18	11	14	22	28
	机械设备	2	6	13	15	24	38	85	72	74	83	99	182	231
	建筑装饰	0	2	2	3	6	15	26	26	22	28	31	39	54
	电力设备	1	7	13	20	34	33	76	58	62	68	85	181	176
	国防军工	0	0	3	3	3	9	23	21	21	19	28	40	37
	汽车	2	2	5	9	9	10	49	43	48	46	56	100	98
下游 可选消费	家用电器	0	3	3	7	8	8	22	15	18	24	30	51	52
	轻工制造	2	3	6	6	2	4	35	35	34	41	44	55	83
	商贸零售	0	0	2	3	3	8	13	15	11	16	23	30	29
	社会服务	0	1	2	3	6	6	8	12	12	8	12	19	24
	美容护理	0	1	1	0	2	2	4	5	5	9	9	14	14

续表

行业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
下游 必选消费	食品饮料	0	3	2	5	7	12	21	21	16	27	35	67	57
	纺织服饰	2	2	4	4	6	6	32	22	25	24	26	35	47
	医药生物	2	8	21	25	40	52	93	76	77	103	117	226	252
	农林牧渔	0	0	1	2	6	5	22	15	16	19	27	40	38
TMT	电子	2	10	15	18	30	38	68	74	83	93	121	208	239
	计算机	5	10	21	26	40	68	99	93	88	101	103	148	173
	通信	1	3	4	6	9	13	34	30	31	28	32	56	49
	传媒	0	3	4	5	12	20	34	26	23	29	26	29	29
大金融	银行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	非银金融	0	0	1	0	0	1	7	7	4	7	8	11	14
	房地产	0	1	3	3	8	9	22	18	17	16	10	9	17
支持类行业	公用事业	2	2	3	2	6	10	17	13	12	14	14	37	29
	交通运输	0	1	1	2	1	3	15	13	15	20	27	33	38
	环保	0	2	4	3	5	9	20	15	15	18	17	34	46
综合	0	0	0	0	0	1	2	1	0	0	4	6	5	

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

表 16：2012-2024 年实施回购企业占行业全部公司比（%）

行业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
上游资源	石油石化	0%	9%	4%	0%	7%	0%	24%	21%	16%	7%	21%	20%	29%
	煤炭	0%	0%	0%	0%	3%	3%	11%	6%	11%	5%	0%	13%	14%
	有色金属	0%	1%	1%	2%	6%	11%	21%	15%	16%	16%	19%	34%	41%
	钢铁	3%	0%	3%	3%	3%	3%	8%	21%	24%	18%	20%	64%	56%
	基础化工	1%	2%	3%	7%	6%	7%	20%	16%	17%	21%	22%	41%	46%
中游制造	建筑材料	1%	1%	8%	8%	9%	11%	25%	20%	23%	14%	18%	28%	38%
	机械设备	1%	3%	6%	6%	8%	12%	25%	20%	18%	18%	19%	32%	40%
	建筑装饰	0%	3%	3%	4%	6%	12%	20%	20%	16%	18%	19%	23%	33%
	电力设备	1%	6%	10%	14%	23%	19%	44%	32%	30%	24%	26%	49%	47%
	国防军工	0%	0%	6%	6%	5%	13%	32%	27%	23%	16%	22%	29%	26%
	汽车	2%	2%	5%	8%	7%	6%	28%	24%	24%	19%	22%	35%	34%
下游 可选消费	家用电器	0%	7%	7%	14%	15%	14%	36%	25%	27%	29%	34%	55%	51%
	轻工制造	4%	6%	12%	10%	3%	4%	36%	34%	29%	30%	29%	34%	51%
	商贸零售	0%	0%	2%	3%	3%	8%	13%	14%	10%	16%	22%	29%	29%
	社会服务	0%	3%	5%	7%	13%	12%	15%	22%	21%	11%	16%	24%	31%
	美容护理	0%	20%	20%	0%	40%	25%	36%	38%	28%	31%	31%	44%	42%

续表

行业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
下游 必选消费	食品饮料	0%	5%	3%	7%	9%	14%	23%	21%	14%	23%	29%	54%	45%
	纺织服饰	3%	3%	5%	5%	7%	6%	33%	23%	25%	21%	23%	31%	44%
	医药生物	1%	5%	11%	12%	18%	19%	33%	25%	21%	24%	25%	46%	51%
	农林牧渔	0%	0%	1%	3%	7%	6%	25%	18%	18%	19%	25%	36%	34%
TMT	电子	2%	8%	11%	11%	17%	18%	30%	29%	28%	26%	28%	44%	50%
	计算机	4%	8%	16%	17%	23%	35%	48%	41%	33%	34%	30%	42%	48%
	通信	2%	6%	8%	11%	14%	15%	37%	32%	30%	25%	26%	42%	37%
	传媒	0%	4%	6%	6%	13%	17%	27%	19%	17%	20%	18%	22%	22%
大金融	银行	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	非银金融	0%	0%	3%	0%	0%	2%	10%	9%	5%	8%	9%	13%	16%
	房地产	0%	1%	2%	2%	5%	6%	17%	14%	13%	13%	9%	8%	17%
支持类行业	公用事业	3%	3%	4%	2%	7%	10%	17%	13%	11%	12%	11%	29%	22%
	交通运输	0%	1%	1%	2%	1%	3%	14%	11%	13%	16%	21%	26%	30%
	环保	0%	6%	11%	7%	11%	15%	32%	21%	17%	16%	13%	25%	34%
综合	0%	0%	0%	0%	0%	2%	4%	2%	0%	0%	17%	27%	24%	

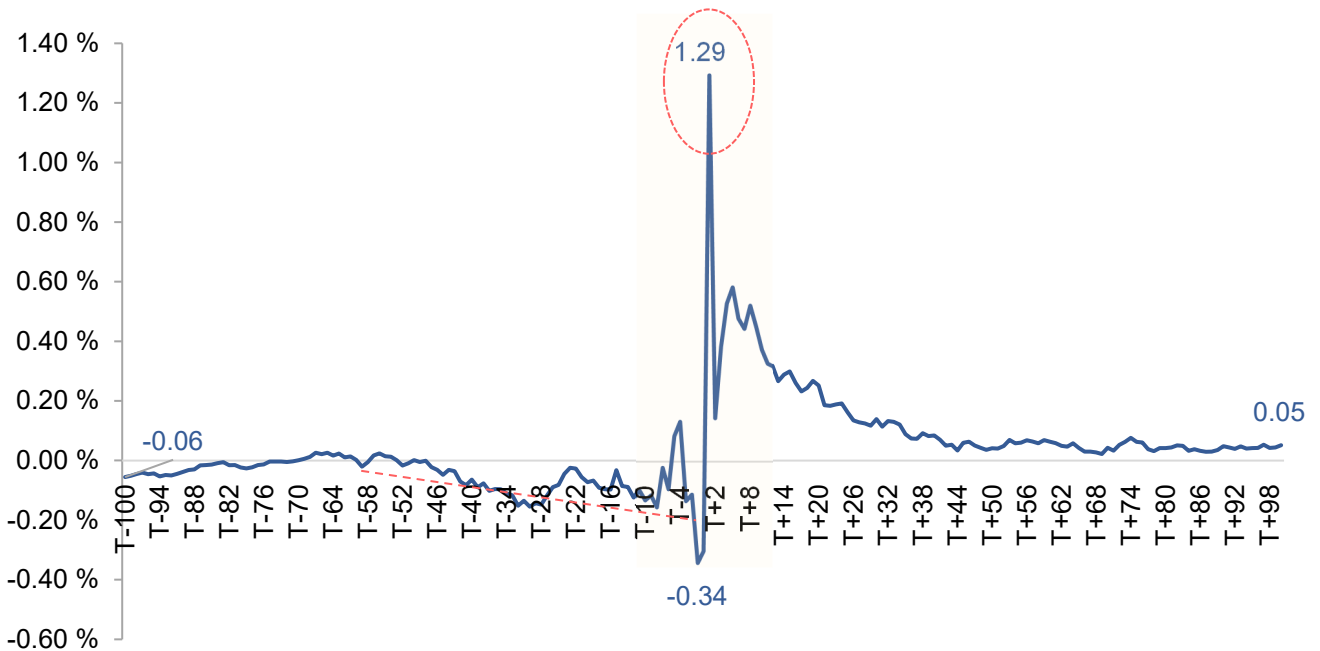
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

4.4 回购对股价的积极影响

市场低迷期，上市公司实施股份回购往往产生多重正面效应。一方面，回购行为本身向市场释放了“公司股价被低估”的强烈信号，帮助投资者重新评估企业的内在价值。另一方面，回购减少了可交易股份的数量，相当于在短期内向市场投放流动性，为资金面提供一定支撑，并在情绪层面提振投资者的风险偏好。

数据的样本空间基于 2000 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日所有已完成或正在实施的回购案例，并剔除其中回购目的为“股权激励注销”和“盈利补偿”（被动回购事项）以及回购进度为“停止实施”“失效”“未通过”的样本，最终样本数共计 4325 个。日均超额收益以万得全 A 为基准进行计算，计算公式为回购预案的平均日均超额收益=（各回购预案日均涨跌幅-万得全 A 日均涨跌幅）总和/回购预案数量。

图 38：回购预案发布前后 100 个交易日的日均超额收益（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

短期内，回购预案展现出明显的公告效应。通过将每条回购公告的预案日计为 T+0 日，并计算每家公司的前后 100 个交易日的日度超额收益并取平均值，可以观察到回购公告在预案日当日或后一交易日存在显著的公告效应。

在回购公告日当天，超额收益达到 1.29%，这表明回购相关公告能够带来脉冲式的超额收益。中期来看，回购预案的提振作用仍然存在，但预案日后个股的日均超额收益呈现明显递减的趋势，维持在约 0.4% 左右。经历了预案日的超额收益脉冲后，日均超额收益逐渐趋于平稳，保持在 0.05% 左右。这一现象表明，回购公告不仅能够在短期内推动股价上涨，还对股价下行具有一定的纠偏效果，反映市场对回购行为的积极反应。

三、A 股市场投资者

（一）资金流动趋势

1.1 北向资金

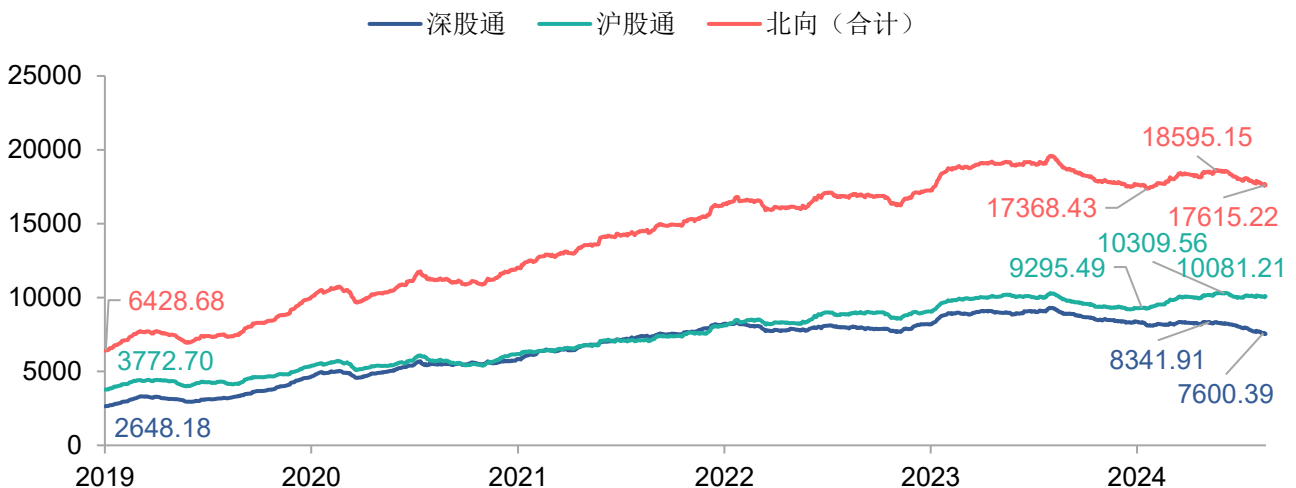
1) 北向资金影响力增强

北向资金在 A 股市场的影响力持续增强，呈现长期增长和短期波动特征。从长期趋势来看，北向资金在 A 股市场的成交占比从 2019 年的 7.7% 持续提升至 2023 年的 11.7%，其中 2023 年 9 月更是达 12.6% 的月度高点。截至 2023 年底，北向资金累计净流入 A 股市场达到 1.83 万亿元，较 2019 年底增长 84%，体现外资对 A 股市场的持续关注和配置意愿。

然而，北向资金的流入也呈现出明显的波动性特征。2020 年后，北向资金净流入的滚动波动率较 2015-2019 年均值提升了 2.7 倍，反映出外资投资者对全球宏观环境和市场情绪的高度敏感。2023 年，受地缘政治冲突和美联储加息周期的影响，北向资金呈现“前高后低”的流入趋势，8 月后连续五个月出现净流出，显示出外资在复杂环境下的谨慎态度。

2024 年，北向资金在 A 股市场的活跃度创下历史新高，全年北向资金买卖总额达到 34.63 万亿元，同比增长 37.85%，占 A 股市场总成交额的比例进一步提升至 13.61%。其中，2024 年 10 月 8 日的单日最高成交额达到 5101.01 亿元，彰显了北向资金在市场波动中的重要作用。从净流入情况来看，2024 年呈现“先抑后扬”的趋势。年初 1 月出现净流出 145 亿元，但在 2 月迅速逆转为净流入 607.44 亿元，3 月继续流入 196.5 亿元。截至 5 月 10 日，累计净流入已超 790 亿元，远超 2023 年全年 437 亿元的水平。

图 39：2019-2024 年 8 月北向资金累计净买入（亿元）



注：自 2024 年 8 月 19 日起，沪深港通交易信披机制调整，北向资金由按日公布改为按季度公布。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2024年第三季度，北向资金流入的步伐明显放缓，主要原因是全球高利率环境未见明显缓解，加之欧美宏观经济动荡加剧，导致境外投资者的观望情绪上升。第四季度，市场风格发生骤变，北向资金出现大幅净流出，单季度净买入额为-1256.8亿元，导致2024年全年累计净买入额转为-334.6亿元。

然而，2025年上半年，北向资金再次持续流入A股市场，累计净流入约724亿元人民币，整体净流入节奏呈现出先缓后快的态势。其中，第一季度净流入120亿元，而第二季度的流入加速至604亿元。4月，随着政策预期的改善和业绩季的到来，单月净流入分别达到了400亿元、500亿元和285亿元，推动了第二季度净流入的显著攀升。

2) 北向资金增配新兴行业

北向资金的行业配置正在经历显著的转变，从传统的金融和消费等传统行业逐步向新能源和科技等新兴行业倾斜。与2019-2020年重仓银行、食品饮料等传统行业相比，自2021年起，北向资金明显增配具备成长空间且确定性较高的新经济板块。

中国碳达峰碳中和政策目标的确立，为新能源产业提供了明确的发展方向，直接推动了北向资金对电力设备行业的大幅加仓。与此同时，科技创新驱动发展战略的实施，使得电子和计算机等科技行业成为外资关注的重点。在北向资金的配置中，电力设备行业经历了最为显著的变化。2019年，北向资金在电力设备的持仓市值为439.04亿元，占总持仓市值的比重仅为3.07%。这一趋势在随后的几年中持续强化，2023年，电力设备已成为北向资金重仓的核心行业之一，全年加仓金额达到1906.13亿元。2024年，电力设备行业的持股市值达2808.94亿元，持仓比例上升至12.75%。2025年，受益于国内“双碳”目标的推动，光伏、储能和电池等细分领域的景气度持续上行，电力设备行业的持仓市值从一季度末的2730.48亿元增至二季度末的2814.63亿元，增加了84.15亿元，位居所有行业之首。

在全球产业链重塑的背景下，中国在新能源和电子制造等领域的竞争优势日益凸显。北向资金的配置变化反映了国际投资者对中国在全球价值链中地位提升的认可，尤其是在新能源汽车、光伏产业和半导体等关键领域的投资比重持续上升。电子行业在北向资金配置中展现出相对稳定的增长态势。2019年，北向资金对电子行业的持仓市值仅为521.66亿元，占总持仓市值的比重为3.65%，但随后迅速反弹。2024年，北向资金对电子行业的持仓显著提升，持仓市值达到2088.59亿元。2025年上半年，电子行业的持仓市值从2300.48亿元微升至2330.23亿元，增幅为29.75亿元。这一增长得益于半导体国产化进程的加快以及5G和人工智能应用的加速落地，电子板块中核心龙头企业的盈利预期进一步改善，从而推动了该行业市值的稳步上涨。

食品饮料行业在北向资金配置中经历了从高位持仓到相对调整的过程。2020年，食品饮料行业一直是北向资金配置的第一大行业，持仓比例约为20%。2021年，该行业仍位居

北向资金持仓首位，持仓市值达到 3919.28 亿元。然而，2022 年出现了明显的转折点，北向资金对食品饮料行业的减仓金额超过 700 亿元，成为减仓金额最大的行业。尽管如此，食品饮料行业依然保持了相当规模的持仓，2024 年持仓市值为 2152.43 亿元，位列第三大重仓行业。2025 年上半年，食品饮料行业的持仓市值由一季度末的 2169.15 亿元回落至 1915.62 亿元，减少了 253.53 亿元。这一下降主要是由于白酒板块在二季度受到“禁酒令”等监管政策的不确定性影响，消费淡季的需求未能有效提振。

银行业作为北向资金的传统重仓行业，保持了相对稳定的持仓比例。尽管 2020 年该行业的持仓比例有所下降至 6.34%，较 2019 年减少了 3.31%，但随后逐步回升。2024 年，银行业的持仓市值为 2175.73 亿元，持仓比例为 9.88%，位列第三大重仓行业。2025 年上半年，由 2275.72 亿元大幅提升至 2541.68 亿元，增加 265.96 亿元。银行板块作为高股息、盈利稳定的防御性资产，在全球流动性充裕与国内利差优势共振背景下，再加之宏观政策对信贷支持的预期强化，使其成为外资重点加仓对象。

表 17：北向资金各行业持股市值（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.06
电力设备	439.04	1782.71	567.50	557.03	1906.13	2808.74	2814.63
银行	1378.71	1482.84	1846.79	1698.48	1272.65	2175.73	2541.68
食品饮料	360.95	4346.42	3919.28	3217.85	630.07	2152.43	1915.62
电子	521.66	1298.58	2082.95	3162.93	930.09	2088.59	2330.23
非银金融	1254.96	1491.55	1386.06	1102.25	1595.89	1492.39	1565.53
医药生物	484.24	2860.58	606.82	1128.89	667.00	1481.43	1610.90
家用电器	174.50	2109.82	1102.08	971.33	228.74	1427.65	1201.07
汽车	210.44	762.17	369.57	170.67	879.92	1114.26	1362.96
机械设备	1381.86	1020.77	2622.57	274.66	665.34	981.77	1074.59
公用事业	391.79	346.52	234.27	245.88	302.53	813.37	753.57
有色金属	113.83	315.92	1749.25	325.87	410.28	679.69	909.33
交通运输	1614.24	614.70	298.80	698.61	520.73	637.79	669.74
计算机	140.04	829.62	305.06	652.56	650.75	582.29	616.37
基础化工	105.86	363.68	794.29	597.25	2542.87	545.12	505.89
通信	145.99	167.84	301.35	431.80	239.76	463.06	495.29
传媒	545.73	317.92	1095.30	276.92	162.69	302.08	298.85
建筑装饰	2501.19	158.09	250.76	1362.84	1391.42	286.73	295.41
石油石化	435.80	168.86	753.93	752.06	147.55	283.58	229.09
建筑材料	165.33	558.17	618.32	207.02	300.26	242.65	208.15
煤炭	227.39	89.23	193.87	252.98	204.07	237.12	182.58
国防军工	99.29	224.29	255.41	186.22	78.67	217.50	261.35
农林牧渔	70.07	250.92	526.40	520.50	180.00	195.31	198.03
房地产	341.11	429.89	598.53	2043.42	1017.08	158.55	136.74
商贸零售	290.01	661.14	209.19	343.54	297.37	132.60	197.31
钢铁	607.50	207.48	4238.97	680.31	2241.84	129.62	133.04
轻工制造	101.94	201.07	168.85	119.72	159.03	99.61	92.02
美容护理	16.77	54.68	149.19	175.04	124.42	93.71	79.82
社会服务	99.55	215.83	254.96	180.85	129.63	76.31	93.16
纺织服饰	32.94	34.39	45.19	37.04	69.56	65.26	59.77
环保	35.04	29.48	53.01	31.10	40.02	48.56	47.08
综合	4.47	3.60	4.24	4.07	6.54	7.76	9.17

数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

1.2 南向资金

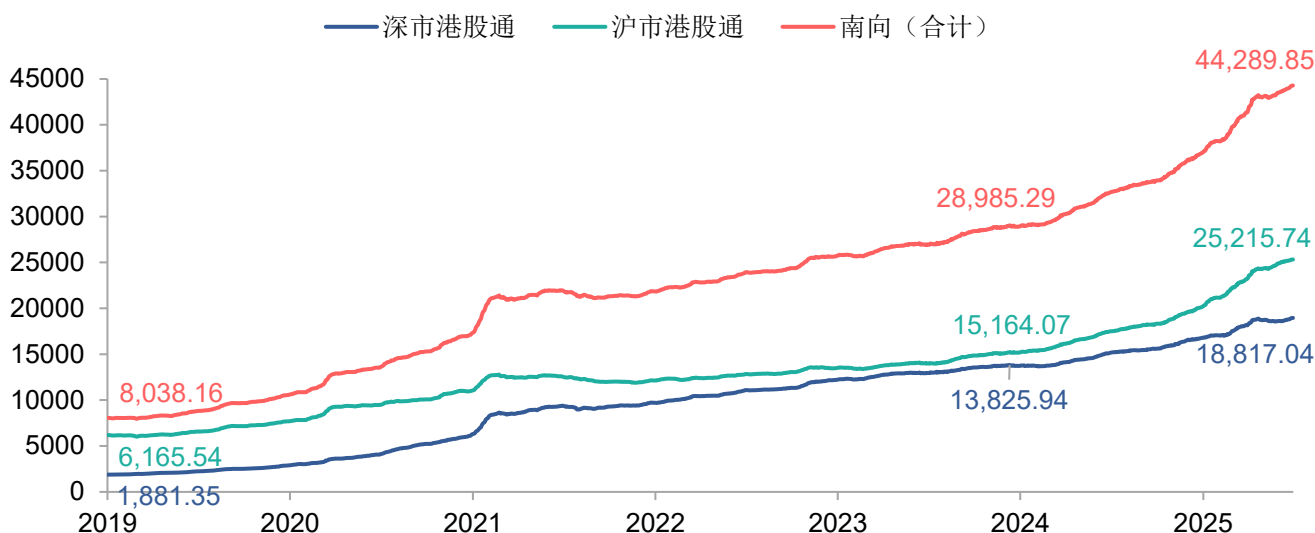
1) 南向资金长期向好

南向资金在港股市场同样呈现出长期增长趋势。从长期趋势来看，南向资金在港股市场的成交占比从 2019 年的 15.6% 大幅提升至 2023 年的 33.4%，表明南向资金对港股市场的影响力显著增强。这一现象背后反映了港股市场在估值洼地、高股息配置需求以及稀缺资产配置等方面的独特吸引力，同时也对 A 股市场流动性产生了结构性的分流效应。

2023 年，南向资金在港股市场的净流入表现稳定，截至 2024 年 6 月 7 日，全年南向资金净流入达到 3110 亿港元，显示出内地投资者对港股市场的持续信心。然而，2024 年南向资金的活跃度有所下降，日均成交额为 314.2 亿港元，同比减少 16.8%。同时，南向资金的成交占比从年初的 16.9% 下降至 3 月底的 14.0%，反映了投资者对港股市场短期热情的减弱。

2024 年，尽管全年南向资金的活跃度有所下降，截至 6 月 7 日，年内累计净流入仍达 3110 亿港元，表明南向资金对港股市场的投资意愿依然存在。然而，整体活跃度的下降可能反映出投资者对港股市场短期表现的谨慎态度，尤其是在全球经济不确定性和地缘政治风险增加的背景下。尽管南向资金的长期趋势向好，但短期内市场情绪和外部环境仍对投资决策产生重要影响。

图 40：2019-2025 年 6 月南向资金累计净买入（亿港元）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2025 年上半年，南向资金通过沪港通和深港通持续大规模流入香港市场，累计净流入达到 7311.93 亿港元，创下历史同期新高，仅次于 2024 年全年 8078.69 亿港元的规模。在此期间，1 月至 4 月连续四个单月净流入均超过 1000 亿港元，其中 4 月份的单月净流入达到 1666.72 亿港元，创下历史第二，仅次于 2025 年 2 月的单月纪录。这一现象表明，

在港股估值处于低位以及内地资金配置需求的双重驱动下，即使在市场大幅波动的情况下，南向资金依然展现出“越跌越买”的坚定态势，反映出投资者对香港市场的信心和长期看好。

资金南向的核心驱动因素主要体现在两个方面。首先，港股的估值洼地效应以及 AH 股溢价的长期存在，为南向资金提供了套利空间和投资机会。其中，超过三成的 AH 股溢价率落在 50%至 100%的区间。自 2021 年底以来，恒生指数进入破净状态，使港股成为全球资本市场中的估值洼地。截至 2024 年 12 月 31 日，恒生指数的市净率估值为 0.96 倍，处于近 10 年以来的 27.99%分位数水平。

另一方面，港股市场中高股息资产的丰富性也成为南向资金的重要配置动机。无风险利率的持续下行为高股息港股的配置提供了良好的宏观环境支持。目前，国内无风险利率的下行趋势相较于海外更加确定，这一趋势推动了内资净流入港股市场的空间。

2) 南向资金偏好数字经济

南向资金作为连接内地与香港资本市场的重要纽带，其行业配置轨迹深刻反映了中国经济转型与全球资本流动之间的互动关系。在全球低利率环境的推动下，南向资金逐渐追逐成长性资产，科技板块的持仓占比也逐年提升。

在南向资金的配置中，银行业始终占据核心地位。2019-2024 年，银行业的持仓市值从 3952.95 亿元攀升至 6741.59 亿元。然而，银行业的持仓比例却从 2019 年的 34.67%显著下滑至 18.64%，内部结构发生了显著变化。国有大行 H 股的持仓占比从 2019 年的 68%降至 2024 年的 59%，而保险板块的持仓占比则从 7.2%提升至 12.5%。与此同时，头部股份制银行的持仓规模增长超过 300%。2025 年上半年，银行板块的持仓市值增长最为显著，较 2024 年底增加超过 3000 亿元，持有市值达 9866.76 亿元。这种转变体现了南向资金对金融板块的价值重估，更加侧重于资产质量稳健且具备跨境服务能力的机构。

传媒行业在此期间实现了快速崛起，持仓市值从 2019 年的 112.24 亿元增至 2024 年的 4526.19 亿元，增幅达到 23%。其持仓比例也从 0.98%攀升至 12.52%，在 2024 年位列第二大重仓行业。结构层面上，传统媒体与新兴媒体之间出现了明显的分化，网络视频平台持仓规模在五年内增长了 470%，而出版印刷板块则缩减了 62%。政策监管的边际放松释放行业活力，2022 年网络游戏版号恢复审批后，头部游戏公司获南向资金增持超 200 亿港元。2025 年上半年，受益于内地资本对在线视频、网络游戏及数字广告行业长期增长的预期，南向资金对传媒龙头持续加码，传媒板块持仓市值同样较年初增长超 1400 亿元。

通信行业的持仓市值同样显著增长，从 2019 年的 645.00 亿元攀升至 2024 年的 3131.92 亿元，持仓占比从 5.66%提升至 8.66%，位列第三大重仓行业。三大运营商的持仓集中度持续提升，中国移动单个股的持仓占比从 2019 年的 28%升至 2024 年的 43%。5G 网络建设

周期带来了资本开支的增长，2020-2024年，三大运营商累计5G投资达1.2万亿元，推动通信设备商的营收年均增长15%。算力基础设施建设的加速也为行业带来了机遇，2024年数据中心光模块的采购量同比增长40%，推动中际旭创等标的获得南向资金增持89%。2025年6月，通信行业持仓市值亦实现超800亿元的增量，背后驱动因素包括内地5G网络建设进入深水区，带动中国移动、中国联通等标的业绩和现金流稳定改善

人工智能技术的突破重构了估值体系，DeepSeek等大模型技术的商业化落地使得电子行业的持仓规模从2019年的38.33亿元跃升至2024年的2540.66亿港元，持仓占比从0.34%猛增至7.03%。AI算力需求的爆发拉动了芯片制造，2024年全球AI芯片市场规模突破800亿美元，叠加国产替代进程的加速，吸引南向资金持续加码。此外，消费电子的创新周期也在重启，2023年折叠屏手机的出货量同比增长230%，推动京东方精电等企业年内涨幅超过150%。2025年6月，电子板块持仓市值增长达4053.28亿元，主要由于港股电子行业龙头在全球智能手机、可穿戴设备及物联网领域的竞争优势日益凸显，再加上内地半导体国产化政策持续发力，外资对电子板块的成长预期不断提升。

表 18：南向资金各行业持股市值（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.06
银行	3952.95	4483.25	4027.53	3551.05	3753.92	6741.59	9866.76
传媒	112.24	246.50	1244.23	1298.65	3112.30	4526.19	5979.59
通信	645.00	1515.10	568.97	2134.48	1442.41	3131.92	3986.20
电子	38.33	85.02	54.09	633.14	902.45	2540.66	4053.28
非银金融	1253.47	1237.81	1067.85	1382.08	1444.85	2479.12	3388.55
石油石化	441.21	1042.31	1007.57	933.85	654.51	2463.91	2483.44
医药生物	759.58	2723.60	1607.51	583.12	2137.42	2292.83	4400.29
社会服务	425.32	996.88	270.13	927.78	183.44	1348.42	1599.61
汽车	150.67	211.47	831.48	810.38	1076.42	1319.44	1718.18
公用事业	205.46	242.40	3105.52	3547.62	1936.29	1198.06	1461.59
房地产	281.59	1756.63	1593.94	1241.50	815.26	955.84	1214.14
商贸零售	1154.76	271.20	831.12	77.78	98.60	908.75	1899.27
煤炭	48.95	529.63	231.24	774.13	446.88	862.62	998.83
交通运输	310.58	220.87	1744.61	222.61	386.50	764.75	1021.91
有色金属	114.90	389.90	167.91	171.11	461.74	695.83	1320.11
计算机	155.29	1616.44	1041.97	1563.18	1060.84	656.43	1004.89
食品饮料	163.82	48.11	334.28	376.68	444.28	619.74	674.14
纺织服饰	66.25	173.42	168.80	129.42	102.68	468.42	694.02
建筑装饰	207.59	486.26	729.60	316.23	180.44	370.51	381.55
电力设备	345.42	1855.16	318.57	356.57	450.38	290.86	277.77
机械设备	105.30	198.71	320.89	177.90	588.57	290.20	453.70
轻工制造	114.07	160.46	120.41	112.38	47.30	244.20	692.86
环保	100.27	135.04	318.41	454.32	165.14	208.88	267.39
家用电器	13.17	10.63	27.06	30.56	32.81	167.14	218.68
综合	15.07	59.98	128.55	60.94	103.83	167.06	241.27
建筑材料	142.91	126.15	180.66	146.22	101.72	164.24	152.67
美容护理	2.54	2.59	21.17	42.72	81.22	121.47	238.56
基础化工	49.38	162.46	223.38	141.06	120.07	83.13	114.48
国防军工	5.78	34.64	42.21	19.18	82.47	49.84	81.11
钢铁	14.46	116.23	167.50	109.87	17.35	20.71	28.13
农林牧渔	4.29	13.21	0.19	0.13	0.22	5.32	31.98

数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

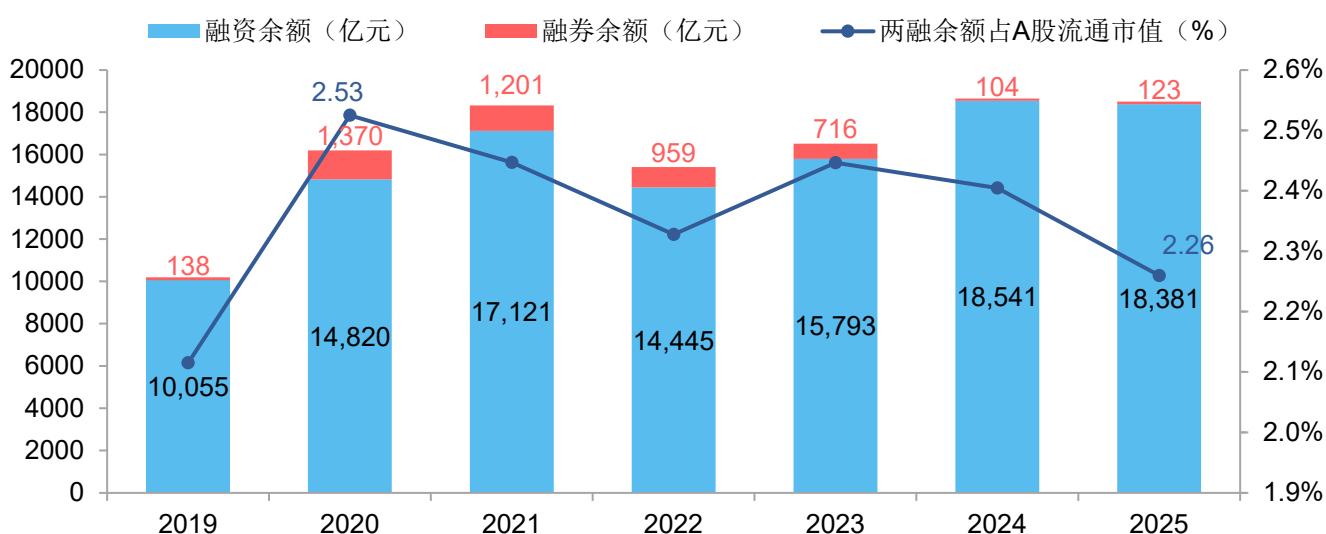
1.3 两融资金显著波动

中国股市的两融资金（融资融券）市场在近年来经历了显著的波动与调整，但总体呈现出逐步恢复和增长的趋势。自 2020 年资本市场改革启动以来，两融资金规模逐步回升，然而 2021 年两融成交占比依然低于历史高位。2024 年，随着政策支持和市场环境的改善，两融成交占比已恢复至 8.92%，显示出一定的恢复势头。

2024 年，两融余额从年初约 16,000 亿元波动上升，至年底达到 18,802 亿元，较 2023 年末增长 2,248 亿元，创 2015 年以来新高。其中，四季度的增长尤为显著，仅在 9 月至 11 月期间，融资余额就增加逾 3,800 亿元，显示出资金的强劲流入势头。值得注意的是，融资余额占比超过 95%，成为增长的主要驱动力，而融券余额则持续回落，年末规模不足百亿元（如 9 月末为 97.94 亿元），反映出市场参与者更倾向于融资操作。

政策效应的持续释放使得融资余额占流通市值比例在 2024 年回升至 1.9% 至 2.4%，交易额占比升至 8.92%。此外，自 2024 年 9 月后，两融资金接替北向资金成为市场主要增量来源。然而，两融资金的流动性和参与度仍具有较强的顺周期特征，受政策监管和市场情绪影响较大。2024 年末融资余额的回落，也反映了杠杆资金对市场波动的敏感性。

图 41：2019-2025 年 6 月两融余额情况（亿元）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2025 年上半年，两融余额整体呈现出“先升后降再回升”的波动格局。1 月 2 日，两融余额达到 1.86 万亿元。随后，随着股指的持续反弹，融资融券杠杆资金迅速回流，至 3 月一度突破 1.9 万亿元的高点。然而，进入 4 月后，A 股面临调整压力，加之监管收紧情绪的影响，两融余额迅速回落至 1.80 万亿元出头，并在 5 月维持在低位。6 月中下旬，随着稳增长政策的落地、两融标的的扩容以及市场风险偏好的回暖，两融余额再次企稳回升，重新突破至约 1.80 万亿元以上。

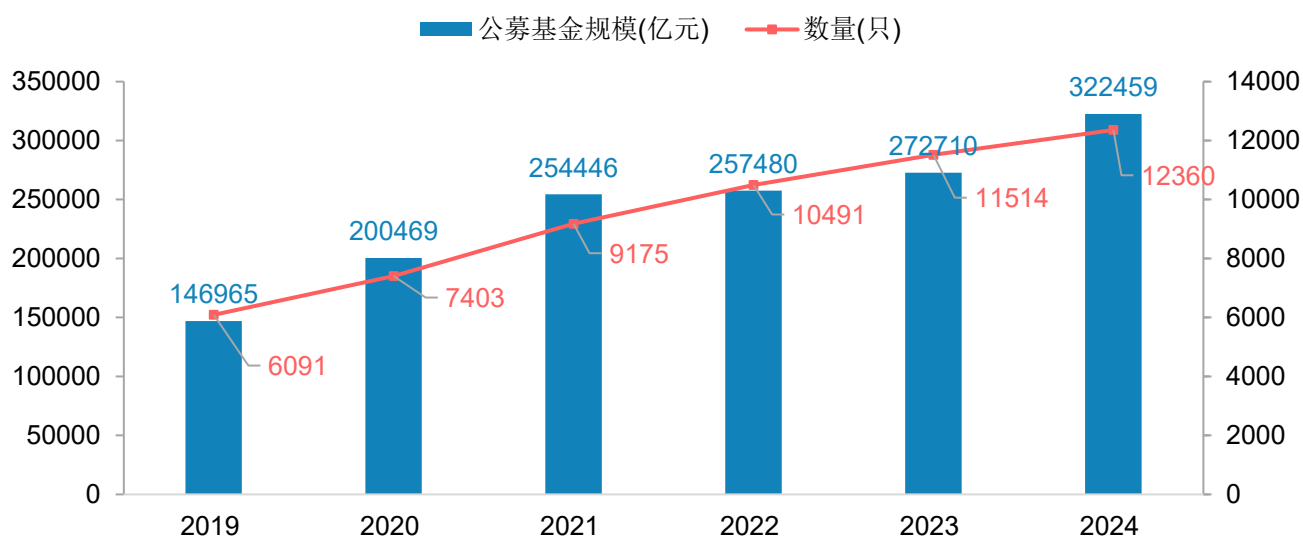
（二）公募基金持仓情况

2.1 基金规模稳步增长

参照中国证券投资基金业协会的分类方法将 A 股专业机构投资者进一步划分为八大类：公募基金、私募基金、保险机构、社保基金、证券机构、信托机构、其他境内机构、外资机构。

公募基金是专业机构中的第一大主力军，也是最早参与 A 股的机构投资者。公募基金市场规模在显著增长后，近两年的增速有所放缓，但仍保持每年正增长的趋势。公募基金规模从 2019 年的 14.70 万亿元增长至 2021 年的 25.44 亿元。2023 年，公募基金产品规模达到 27.27 万亿元，同期银行理财规模 26.80 万亿元，公募基金资产规模首次超越银行理财，一举打破银行理财多年资管行业头把交椅的江湖地位。公募基金市场规模在明显攀升后，近两年增速放缓，但仍保持每年正增长的趋势。从 2020 年的同比增长 36% 和 2021 年同比增长，回落至 2023 年同比增长 6%。2024 年，受益于资本市场开放和养老金入市等政策支持，叠加被动投资工具普及，公募基金规模增长至 32.25 万亿元，增速为 18%。近年来固定收益基金规模明显增加，QDII（合格境内机构投资者）基金规模增幅较大。2024 年固定收益基金规模增加 1.37 万亿，股票权益基金规模增加 9752 亿，QDII 基金规模增幅达 43.75%。

图 42：2019-2024 年公募基金规模（亿元）



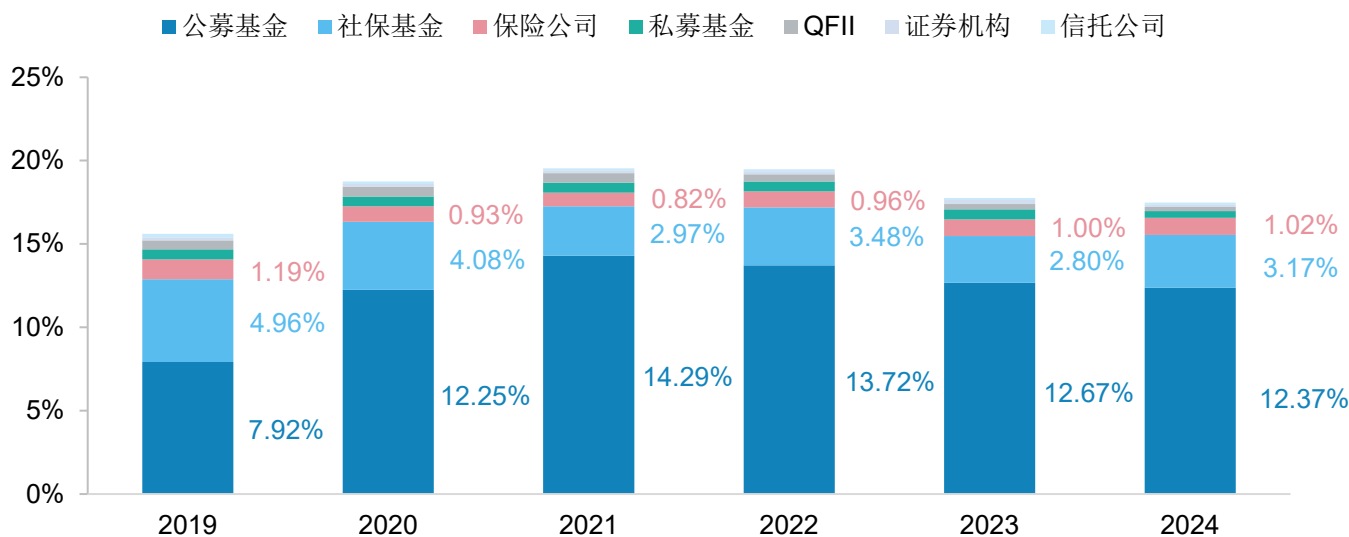
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从 A 股持仓市值来看，公募基金在所有机构投资者中占据首位。2019-2021 年，公募基金的持仓市值持续增长，从 2019 年的 2.45 万亿元增至 2021 年的 6.45 万亿元，其占比也从 7.92% 上升至 14.29%。这一增长反映了 2020 年结构性牛市行情下，公募基金增配权益资产的趋势。

然而，自 2022 年起，公募基金在 A 股的持有市值占比开始出现下滑，主要原因是市

场行情整体不佳，导致主动权益类基金的管理规模大幅下降。2023-2024 年，公募基金持有 A 股的市值比重维持在约 12.5% 左右，依然位居各机构之首。到 2024 年，公募基金持有的 A 股市值达到 5.87 万亿元，占 A 股总市值的比例为 12.37%。这一数据表明，公募基金作为市场主要机构投资者的实力得到了恢复和提升。

图 43：2019-2024 年重点机构持仓市值占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.2 货币市场型基金持续扩张

从分类来看，货币市场型基金是当前规模最大的基金类型，2024 年其管理规模达到 13.61 万亿元，占公募基金总规模的 42.41%，全年增长 2.33 万亿元。这一增长主要受到全球股市波动的影响，例如 2022 年股债双杀和 2023 年 A 股震荡，导致资金从高风险的权益类基金（如股票型和混合型）向低风险资产转移。此外，2019 年至 2024 年，央行多次降息，2024 年 1 年期 LPR 降至 3.45%，虽然货币市场利率同步下行，但货币基金的收益率仍显著高于活期存款，从而吸引了资金的持续流入。

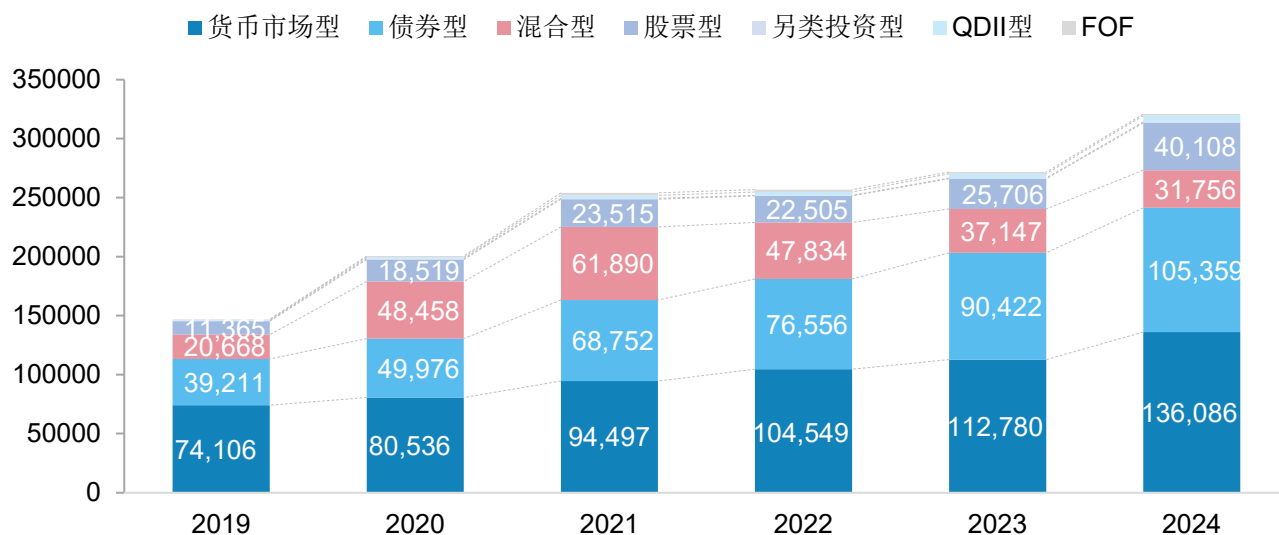
债券型基金的规模为 10.54 万亿元，占公募基金总规模的 32.83%，较 2023 年增长约 16%，全年新增规模为 1.49 万亿元。2024 年，新发债券型基金的规模达到 8316 亿元，居各类型之首，第四季度单季发行 1598 亿元，反映出市场对稳健理财的需求旺盛。

股票型基金与混合型基金的资产规模分别为 4.01 万亿元和 3.18 万亿元，在公募基金总规模中占比为 12.50% 和 9.90%。股票型基金的增长主要得益于被动指数型基金的爆发式增长，尤其是宽基指数和红利主题 ETF，全年股票型 ETF 新增规模达到 1.49 万亿元。

在这四种类型中，除混合型基金外，其余三种均在年内实现了良好的规模增长。其中，股票型基金的管理规模从 2019 年的 1.14 万亿元一举突破 4 万亿元大关，显著增长至 4.01

万亿元，增幅达到 56%。同时，货币市场型基金与债券型基金的增幅均超过 15%。此外，另类投资基金、QDII 基金以及 REITs（不动产投资信托基金）的管理规模也展现出扩张趋势，另类投资基金和 QDII 型基金的管理规模同比增长分别高达 105.58%和 44.04%。其中，另类投资基金是指不属于传统投资范畴的金融资产，包括私募股权、房地产、基础设施、对冲基金等多种形式。

图 44：2019-2024 年公募基金分类型规模（亿元）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 红利和科技双轮驱动

公募基金的行业配置与持仓结构经历了显著的周期性轮动和结构性调整。2019 年，在结构性牛市的推动下，消费与科技成为市场的双主线，食品饮料、医药生物、电子和家电等板块成为核心持仓，导致大盘蓝筹股的集中度升至历史高位。

2020 年，疫情的冲击使市场呈现出防御与科技并行的格局。医药、食品饮料和电子板块继续保持强势，同时基金加大了对港股的布局，电力设备和新能源等周期性板块开始崛起。2021 年，随着制造业升级政策的实施，持仓重心逐渐转向高端制造领域，如新能源和半导体，金融板块的占比则有所收缩。然而，部分基金因过度偏好周期股，导致估值泡沫隐现。

2022 年，市场风格发生切换，TMT 和医药生物板块反弹，而电力设备、新能源和食品饮料等板块则遭到减持。此时，基金的偏好转向高成长和小市值标的，港股及科创板的持仓比例持续提升。2023 年，电子与医药生物行业复苏，但电力设备板块因产能过剩的担忧而回落，周期板块内部出现分化，农林牧渔等低估值领域获得了超百亿的增持。

2024 年，行业配置呈现出科技与红利的双轮驱动特征，电子、医药生物和电力设备仍

将是核心赛道。其中，电子行业以 15.39% 的持股市值比重稳居首位，反映出基金经理对芯片、半导体及消费电子领域业绩弹性和技术迭代的高度认可。医药生物行业紧随其后，占比 9.49%，得益于创新药获批数量的增加以及老龄化所驱动的市场空间扩张。此外，银行板块的配置比重为 6%，这反映出在存贷利差收窄的背景下，市场对大型银行稳定分红和资产质量的平衡考量。

2025 年上半年，行业配置将继续保持科技与金融双核驱动的特征。电子板块将受益于 AI 算力链的发展和半导体国产替代的持续升温，持股市值比重上升至 16.65%，稳居首位。医药生物板块同样表现出色，得益于创新药审批的加速以及老龄化带来的市场需求持续扩大，其比重高达 9.77%。银行及非银金融板块由于其稳定的分红收益和非银金融的估值回归，分别吸引资金配置至约 7.46% 和 7.30%。这一配置策略体现了机构对信息基础设施及金融业态的均衡布局，反映出市场对未来增长潜力的谨慎乐观态度。

整体来看，公募基金的持仓结构从消费与科技主导转向高端制造、TMT 与医药的轮动，反映出经济转型、产业政策与市场风险偏好的动态平衡。此外，港股及科创板的配置深化，以及成长与价值风格的周期交替，进一步凸显了公募基金在复杂市场环境中的策略灵活性。

表 19：公募基金各行业持股市值比重（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.6
电子	9.87	10.64	12.12	9.15	13.64	15.39	16.65
医药生物	11.25	13.17	10.90	11.99	13.93	9.49	9.77
电力设备	3.42	6.69	14.25	13.72	8.81	9.40	8.35
食品饮料	10.06	14.06	10.98	10.98	8.86	7.06	8.05
银行	7.62	4.05	3.47	3.37	3.10	6.00	7.46
非银金融	8.31	6.17	4.50	4.06	4.32	5.98	7.30
汽车	2.92	2.94	4.05	3.67	4.11	4.52	4.76
计算机	6.38	5.42	4.42	4.64	5.69	4.11	2.96
通信	1.66	0.86	1.26	1.42	2.53	3.69	3.98
机械设备	3.36	4.52	3.16	3.56	4.35	3.54	2.42
有色金属	2.29	2.90	3.76	3.79	3.66	3.31	4.13
国防军工	1.98	2.65	4.09	4.12	3.49	3.15	2.75
家用电器	4.11	3.30	1.89	1.76	2.26	3.01	3.35
交通运输	2.15	1.77	1.49	2.42	1.98	2.55	1.57
基础化工	3.23	4.78	3.41	3.45	2.91	2.54	1.53
传媒	3.58	3.39	2.17	2.02	2.38	2.48	4.11
公用事业	1.15	0.45	1.70	1.53	1.94	2.26	2.05
煤炭	0.63	0.36	0.66	1.18	1.51	1.34	0.55
石油石化	0.64	0.16	0.83	1.12	1.22	1.32	0.80
建筑装饰	1.35	0.58	0.91	1.04	0.97	1.17	0.43
房地产	4.77	2.02	1.91	2.11	1.27	1.16	0.83
农林牧渔	1.82	1.31	1.23	1.44	1.70	1.09	1.09
商贸零售	0.97	0.48	0.90	1.08	0.53	0.98	1.57
社会服务	1.63	2.93	1.21	1.84	1.02	0.93	0.99
轻工制造	1.02	1.13	1.00	0.97	0.88	0.81	0.90
纺织服装	0.50	0.61	0.75	0.80	0.75	0.62	0.41
钢铁	0.63	0.36	0.96	0.57	0.67	0.56	0.22
建筑材料	1.83	1.48	1.23	0.96	0.60	0.56	0.31
环保	0.27	0.22	0.36	0.40	0.40	0.41	0.24
美容护理	0.23	0.27	0.40	0.81	0.46	0.40	0.38
综合	0.30	0.28	0.01	0.02	0.06	0.08	0.09

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（三）个人投资者持仓情况

3.1 个人投资者参与度减弱

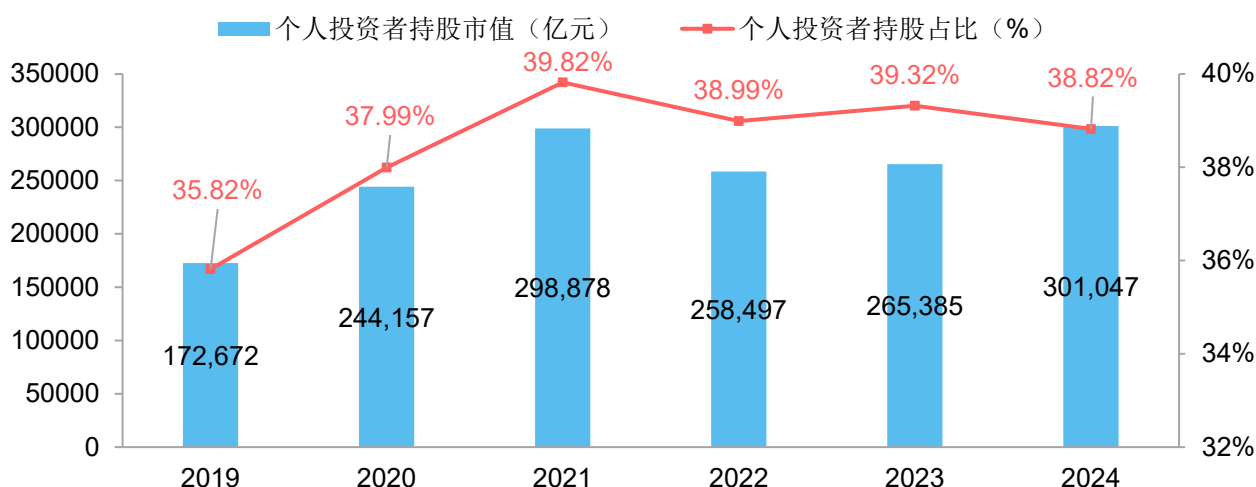
从历史趋势来看，A 股市场的“散户化”程度呈现出波动下降的趋势，个人投资者的持股比例在 2007 年达到历史峰值后逐步回落。根据中国证券登记结算公司的数据，2013 年个人投资者的持股比例超过 33%，2015 年更是达到 40% 的高点，但随后呈现震荡下行趋势。这一变化表明，A 股市场正逐步向更加机构化、专业化的方向发展。

自 2019 年注册制试点以来，新股定价机制的市场化彻底改变了打新套利的生态。主板 23 倍 PE 限制的取消使得新股的破发率从 2019 年的 5% 跃升至 2024 年的 28%，导致打新的绝对收益显著下降。这一制度变革不仅瓦解了散户的传统盈利模式，还引发了资金向机构端的聚集。在注册制下，IPO 的常态化带来了股票供给的扩容，进一步稀释了散户在定价体系中的话语权。在这一背景下，合格投资者的规模不断扩大，散户的交易占比也随之下降，散户的交易量占比持续下滑。

2019-2020 年，在科创板开市的影响下，A 股市场中个人投资者的持仓市值短暂回升，持仓市值从 2019 年的 17.27 万亿元上升至 2021 年的 29.89 万亿元。2021 年成为关键转折点，得益于社交平台投资社区兴起，个人投资者持仓市值达到 29.89 万亿元，持股比重上升至 39.82%。

随后，受房地产债务危机与美联储加息影响，从 2022 年开始，个人投资者的持仓市值下降至 25.85 万亿元。2024 年，个人投资者持仓市值微升至 30.10 万亿元，持股占比降至 38.82%。这一趋势不仅反映了市场结构的变化，也表明了机构投资者在市场中的主导地位日益增强。

图 45：2019-2024 年个人投资者持股情况

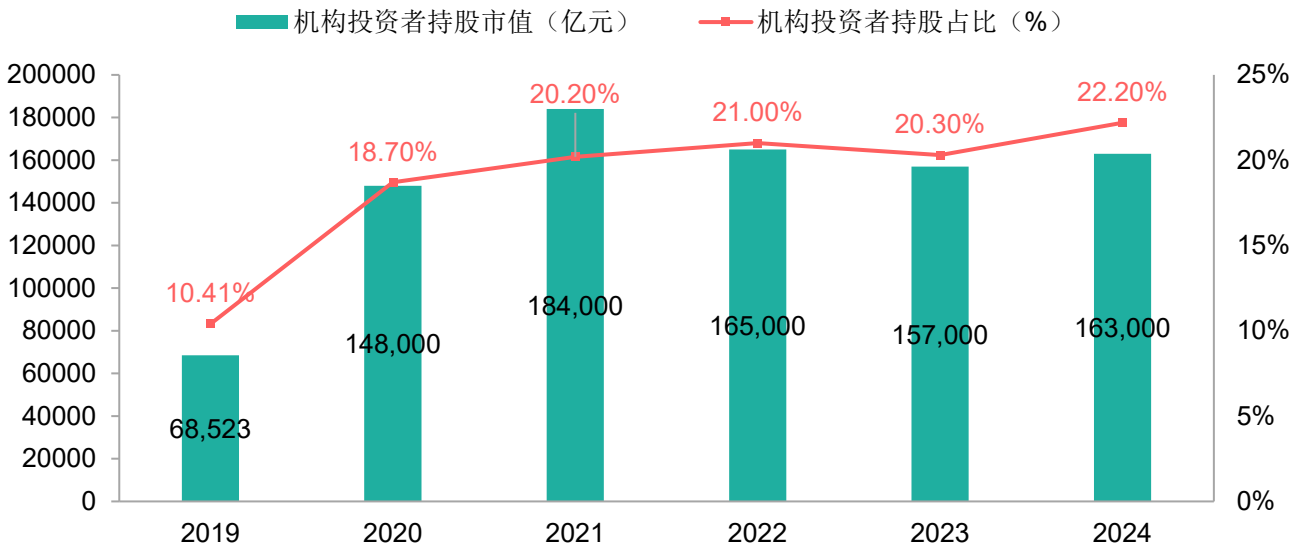


数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2019-2021 年，外资持股市值的年均增速超过 40%，持股市值成功突破 3 万亿元。同时，公募基金的持股市值也达到了 4.6 万亿元，同比增长 77%，占流通市值的比例为 10%。科创板的设立与注册制试点有效推动了专业机构的加速进场，机构投资者的持股占比首次突破 20%，持股市值创下近三年的新高，达到 18.4 万亿元。

此外，随着资管新规的实施，居民投资逐渐从银行理财和信托转向公募基金，进一步提升了公募基金的持股市值占比。养老金第三支柱政策的落地带来了年均 800 亿元的增量资金，社保基金的持股规模也突破了 2 万亿元。2024 年，机构投资者的持股市值高达 16.3 万亿元，持股占比进一步提升至 22.20%。这一系列变化表明，机构投资者在 A 股市场中的地位日益增强，市场结构正朝着更加专业化和机构化的方向发展。

图 46：2019-2024 年机构投资者持股情况

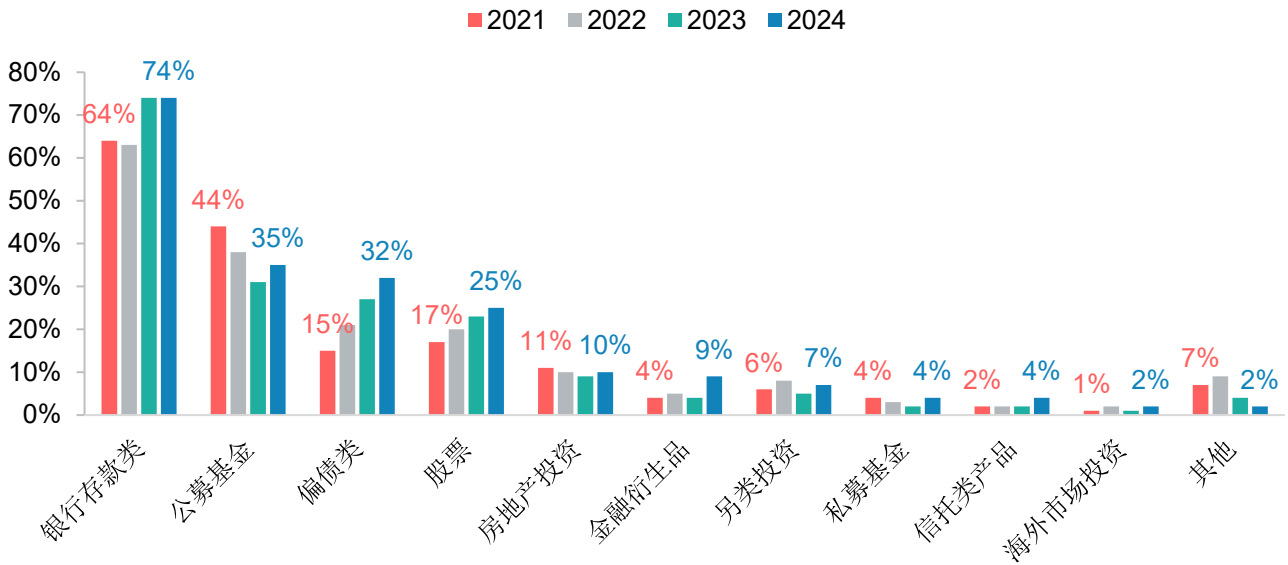


数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3.2 偏好低风险资产配置

2024 年，个人投资者的资产配置中，银行存款类、公募基金和债券类资产仍然占据最高的比例。其中，银行存款类资产依然是个人投资者资产配置组合的核心，投资于银行存款的个人投资者占比维持在 74%。与此同时，债券类资产在过去三年中持续增长，从 2021 年的 15% 提升至 2024 年的 32%。公募基金的持仓比例保持在个人投资者的第二位，2024 年的比例较去年有所回升，达到了 35%。尽管私募基金的持仓比例有所提高，但整体占比仍然较小，仅为 4%。总体来看，权益类资产（包括股票、公募基金和私募基金）的持仓比例有所回升，但与固收类资产相比，中国居民对权益类资产的偏好依然较低。

图 47：2021-2024 年个人投资者配置资产类型



数据来源：《中国居民投资理财行为调研报告》，金牛资产管理研究中心整理

进一步细分公募基金配置种类可以看到，货币市场基金依然占据首位，其主导地位得到了进一步强化。2024 年，个人投资者持有的货币市场基金净值达到 91,258.53 亿元，占比 69.20%，成为规模最大的基金类型。这一现象反映了在市场震荡背景下，投资者对避险需求的上升。其次，混合型基金的个人持有比例也表现出显著增长，达到了 81.15%，持有净值为 26,896.09 亿元，相较于 2019 年的 74.13%有了明显提升，显示出投资者对灵活配置策略的持续偏好。

2024 年，个人投资者对债券基金的配置显著增加，持有债基的份额占比显著上升，持有净值达 18,257.04 亿元。债券基金成为个人投资者占比增长最快的类型，其比例从 2019 年的 11.17% 上升至 2024 年的 17.54%。随着银行理财产品的净值化转型，个人投资者逐渐通过债券基金替代传统理财产品，从而提高了偏债资产的持仓比例，进一步加剧了居民资产配置集中度。

表 20：2019-2024 年个人及机构投资者持有基金净值（亿元）及占比（%）

个人投资者	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
股票型基金	6,035.12	50.47%	12,718.31	64.47%	16,658.63	65.59%	15,404.01	62.58%	16,264.88	57.91%	18,817.38	43.95%
混合型基金	14,798.88	74.13%	35,623.97	78.43%	48,730.26	80.94%	38,252.68	80.29%	29,915.29	80.72%	26,242.74	82.97%
债券型基金	3,931.74	11.17%	3,990.85	8.41%	8,386.23	12.69%	9,981.26	13.48%	13,744.50	15.68%	18,257.04	17.54%
货币市场型基金	45,569.46	61.49%	50,467.29	62.66%	477.91	60.83%	67,012.76	64.10%	81,810.91	72.54%	98,066.38	72.06%
另类投资基金	248.03	56.42%	431.21	43.14%	186.47	36.96%	310.83	27.87%	368.87	24.13%	784.10	28.99%
QDII基金	628.99	70.24%	877.27	69.69%	1,354.78	77.70%	2,270.08	69.48%	2,750.03	65.87%	3,966.82	65.07%
FOF基金	269.05	93.53%	751.02	90.14%	0.43	94.63%	1,742.22	92.09%	1,394.89	90.61%	1,177.54	89.10%

机构投资者	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
股票型基金	5,922.69	49.53%	7,009.26	35.53%	8,739.78	34.41%	9,211.39	37.42%	11,823.04	42.09%	23,994.26	56.05%
混合型基金	5,165.24	25.87%	9,798.66	21.57%	11,471.69	19.06%	9,393.12	19.71%	7,143.08	19.28%	5,385.06	17.03%
债券型基金	31,269.25	88.83%	43,457.35	91.59%	57,717.35	87.31%	64,074.44	86.52%	73,912.16	84.32%	85,858.62	82.46%
货币市场型基金	28,536.15	38.51%	30,068.47	37.34%	36,964.08	39.17%	37,535.41	35.90%	30,969.46	27.46%	38,019.38	27.94%
另类投资基金	191.58	43.58%	568.35	56.86%	815.22	63.04%	804.52	72.13%	1,159.60	75.87%	1,920.83	71.01%
QDII基金	266.53	29.76%	381.61	30.31%	566.03	22.30%	996.95	30.52%	1,424.71	34.13%	2,129.08	34.93%
FOF基金	18.61	6.47%	82.18	9.86%	103.73	5.37%	149.58	7.91%	144.60	9.39%	144.07	10.90%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

四、A 股市场上市公司

（一）盈利能力分析

1.1 ROE 水平波动下行

从市场整体来看，2019 年至 2024 年，A 股的整体净资产收益率（ROE）水平持续下行，但仍维持在约 8% 的水平。具体来看，2019 年 A 股的 ROE 水平为 9.49%，然而由于 2020 年受到新冠疫情的冲击，行业盈利能力普遍下滑，部分企业的 ROE 降至低点，整体 ROE 水平降至 8.92%。2021 年，随着经济的复苏，A 股的 ROE 短暂回升至 9.63%。但自 2022 年开始，内需疲软、成本压力加大以及地缘政治风险的影响使得 ROE 再次回落，2023 年 ROE 降至 8.46%。

2024 年，由于居民消费倾向的下降以及房地产销售的低迷，企业的收入增长面临较大压力，导致 ROE 整体处于周期性低位，创下近五年的新低，最终下降至 7.88%。

图 48：2019-2024 年 A 股盈利能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)		9.49	8.92	9.63	9.04	8.46	7.88
ROA (%)		4.93	4.67	5.08	4.62	4.51	4.97
毛利率 (%)		25.05	24.34	23.35	22.94	23.49	23.89
净利率 (%)		6.58	6.56	6.63	6.13	6.89	7.94

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

根据杜邦分析法，净资产收益率（ROE）的变化是由净利率、资产周转率和权益乘数共同驱动的。在这三者中，资产周转率是导致 ROE 下降的主要因素，而净利率则有小幅回升，权益乘数短暂微升。

从净利率的角度来看，A 股的净利率自 2019 年的 6.58% 上升至 2021 年的 6.63%。这一增长主要受益于供给侧改革后的价格修复，特别是在钢铁和化工行业以及疫情后出口红利的带动下，家电和电子行业也表现亮眼。然而，受到内需疲软和人工及研发费用等成本上升因素的影响，2022 年净利率短暂回落至 6.13%。随后，2024 年，得益于原材料价格的回落和费用优化，净利率再次回升至 7.94%。

资产周转率方面，自 2019 年至 2024 年，A 股的资产周转率持续走弱，从 2019 年的 0.67 次下降至 2024 年的 0.58 次。收入增速的弱修复与产能扩张和收入增长之间的不匹配

导致了资产周转率的下滑，从而影响了整体的 ROE 表现。

权益乘数方面，由于内生需求的不足以及政策的不确定性，企业主动收缩资产负债表，因此权益乘数维持在低位。受到监管政策的影响，要求银行在 2018 年底前完成资本充足率达标，权益乘数从 2019 年的 2.95 下降至 2020 年的 2.93。此后，企业依赖被动负债扩张而非主动融资的策略使得权益乘数在 2023 年保持在 2.93，并在 2024 年小幅上升至 2.95。

图 49：2019-2024 年 A 股杜邦分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)		9.49	8.92	9.63	9.04	8.46	7.88
净利率 (%)		6.58	6.56	6.63	6.13	6.89	7.94
总资产周转率 (次)		0.67	0.63	0.67	0.64	0.62	0.58
权益乘数		2.95	2.93	2.96	2.99	2.93	2.95

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

1.2 非国企盈利波动更大

2019-2024 年，国有企业在 ROE、毛利率和净利率等关键财务指标上表现出较强的稳定性，而非国有企业则呈现出更大的波动性，尽管在某些行业和特定时期内展现出更高的盈利效率。

具体来看，国有企业的 ROE 总体上高于非国有企业，并且波动性较小，显示出更强的稳定性。2020 年，受新冠疫情及其他多重因素的影响，国有企业的 ROE 回落至 8.55%，经营面临较大压力。然而，随着经济的复苏和国企改革的深入推进，国有企业的盈利能力逐步恢复，2021 年至 2024 年间，ROE 基本维持在 9.10% 左右。

相比之下，非国有企业的 ROE 在同一时期内波动较大。2021 年，受益于部分行业的高景气度，非国有企业的 ROE 达到了阶段性高点 10.13%。然而，自 2022 年起，随着经济增速放缓和行业竞争加剧，民营企业的 ROE 开始呈现下降趋势。在 2022 年至 2024 年间，ROE 从 8.98% 一路下降至 6.74%。总体而言，在行业周期向上阶段，非国有企业的 ROE 增长速度更快，峰值更高；而在周期向下阶段，国有企业的 ROE 下降幅度较小，表现出更强的抗风险能力。

综上所述，2019-2024 年，国有企业的 ROE 稳定性优于非国有企业，而非国有企业在某些时期和行业的 ROE 峰值则高于国有企业。这一现象反映了国有企业在经济波动中的韧性以及非国有企业在特定市场环境下的盈利潜力。

图 50：2019-2024 年 A 股国企和非国企盈利分析

指标	企业	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)	国有		9.33	8.55	9.13	9.10	9.14	9.02
	非国有		9.65	9.29	10.13	8.98	7.78	6.74
ROA (%)	国有		4.23	4.10	4.50	4.70	4.26	3.37
	非国有		5.63	5.24	5.66	4.54	4.76	6.57
毛利率 (%)	国有		16.17	15.46	15.33	16.23	18.08	20.26
	非国有		33.93	33.22	31.37	29.65	28.90	27.52
净利率 (%)	国有		7.91	7.85	7.99	6.74	6.87	6.96
	非国有		5.25	5.27	5.27	5.52	6.91	8.92

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

毛利率方面，国有企业的毛利率总体保持相对稳定，但也受到行业和经济环境的影响而出现波动。从 2019 年至 2021 年，由于原材料价格普遍上涨和市场环境的不利影响，国有企业的毛利率从 16.17% 略微下滑至 15.33%。然而，自 2022 年起，随着部分国有企业扩大海外市场和优化国内销售结构，毛利率有所回升，至 2024 年时，国企的毛利率已回升至 20.26%。

整体趋势显示，非国有企业的毛利率水平普遍高于国有企业，这反映出民营企业在产品定价和成本控制方面可能具有更大的灵活性。在 2019 年至 2021 年期间，非国有企业的毛利率基本维持在 31% 以上，主要得益于其在高毛利行业的布局以及灵活的经营策略。然而，自 2023 年以来，受经济下行和行业竞争加剧的影响，部分非国有企业的毛利率开始承压，至 2024 年整体毛利率回落至 27.52%。

净利率方面，国有企业，特别是中央企业的净利率水平总体高于非国有企业，且波动性较小。从 2022 年至 2024 年，国有企业的净利率基本维持在 6.8% 左右。这一稳定性主要得益于国有企业在重要行业的垄断地位、较低的融资成本以及政策支持。

然而，在市场化程度较高的行业中，优质民营企业的净利率可能高于国有企业。2019-

2024 年，非国有企业的净利率呈现波动上升趋势，从 5.25% 上升至 8.92%。这一增长主要归因于非国有企业通过技术升级和流程优化，有效降低了生产成本，从而直接推高了毛利率，并进一步拉动了净利率的上升。

图 51：2019-2024 年 A 股国企和非国企杜邦分析

指标	企业	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)	国有		9.33	8.55	9.13	9.10	9.14	9.02
	非国有		9.65	9.29	10.13	8.98	7.78	6.74
净利率 (%)	国有		7.91	7.85	7.99	6.74	6.87	6.96
	非国有		5.25	5.27	5.27	5.52	6.91	8.92
总资产周转率 (次)	国有		0.66	0.63	0.68	0.64	0.61	0.57
	非国有		0.68	0.63	0.66	0.64	0.63	0.59
权益乘数	国有		2.62	2.63	2.67	2.70	2.72	2.76
	非国有		3.28	3.23	3.25	3.28	3.14	3.14

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

1.3 消费行业表现亮眼

从行业角度来看，自 2019 年以来，ROE 水平维持在 8% 以上的行业主要包括食品饮料、家用电器和煤炭等。2022 年至今，ROE 能够保持在 8% 以上的行业新增了有色金属、石油石化、电力设备和通信等。

食品饮料行业，2019 年和 2020 年的 ROE 分别为 19.36% 和 19.62%，持续位居行业首位。自 2021 年起，该行业的终端产品提价能力显著增强，尤其是在白酒领域，加之通胀预期促进了定价权的强化，使得 ROE 从 2021 年的 18.96% 稳步增长至 2024 年的 25.01%。头部企业的盈利能力改善明显，产业周期的驱动下费用率得到了优化。

家用电器行业则以第二高的 ROE 排名继续领跑，整体盈利能力展现强劲。2020 年至 2023 年期间，该行业的 ROE 通过费用率的降低及规模效应的提升来稀释成本，同时周转率的提高也支持了 ROE 稳定在 15% 以上。伴随海内外需求的回升，尤其是在白电领域，净利率得到了显著改善。

煤炭行业，ROE 也显著改善，主要受益于产能利用率的提高和库存优化，从 2019 年的 10.55% 上升至 2022 年的 20.49%。然而，由于国内保供政策与海外能源危机的交互作用，

自 2023 年开始，ROE 逐渐回落，2024 年下降至 12.88%。

非银金融行业而言，2019 年至 2021 年期间，股权质押业务的风险集中暴露，券商因计提大额资产减值损失（如股票质押坏账），直接侵蚀了净利润，ROE 从 2019 年的 11.3% 下滑至 2021 年的 9.9%。随着权益市场的反弹带动投资收益增长，券商和保险业务逐步复苏，ROE 显著提升，从 2022 年的 6.86% 回升至 2024 年的 11.28%。这一变化显示出非银金融行业逐渐走出了低谷，恢复了盈利能力。

表 21：2019-2024 年各行业 ROE (%)

行业名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
食品饮料	19.36	19.62	18.96	19.48	20.86	25.01
家用电器	16.23	15.17	16.05	16.38	16.46	15.60
煤炭	10.55	9.81	15.56	20.49	14.92	12.88
汽车	5.77	5.58	6.17	5.39	7.57	12.20
非银金融	11.30	9.79	9.90	6.86	6.47	11.28
有色金属	1.89	4.85	11.94	16.50	10.69	11.11
石油石化	5.74	3.61	8.63	11.85	10.93	11.02
电力设备	5.13	7.57	9.07	12.50	10.05	10.28
美容护理	8.82	7.58	10.67	6.04	9.75	10.15
农林牧渔	14.61	15.23	-7.29	3.22	-0.94	10.06
交通运输	7.70	0.66	8.98	4.79	7.61	9.37
纺织服饰	4.12	3.29	6.84	4.33	7.84	9.18
通信	-2.29	3.62	3.73	8.36	8.32	9.09
银行	11.11	10.09	10.20	10.13	9.45	8.97
基础化工	5.92	7.06	15.97	13.02	6.52	8.80
公用事业	6.42	7.61	3.09	5.45	8.57	8.55
医药生物	7.81	8.68	11.61	10.20	7.02	8.27
机械设备	4.43	7.89	7.85	6.91	6.59	8.12
建筑装饰	9.50	8.93	7.91	8.01	8.11	7.70
环保	5.74	5.29	6.19	5.54	5.26	6.52
计算机	2.84	3.61	5.61	3.15	2.86	5.99
电子	7.45	7.96	10.62	6.66	4.09	5.54
综合	3.04	0.73	-2.44	-2.20	-6.48	5.41
社会服务	8.65	-0.22	-5.00	-5.96	5.75	5.27
国防军工	3.03	4.37	4.84	4.49	4.40	4.93
商贸零售	6.63	2.25	-2.29	-1.09	2.73	4.32
传媒	-0.44	0.46	5.74	2.03	5.52	4.17
建筑材料	15.71	15.32	14.09	7.51	4.96	2.79
轻工制造	6.02	7.51	8.88	5.86	6.65	1.75
钢铁	7.88	7.67	13.42	3.61	3.07	-1.64
房地产	13.22	10.81	1.62	-4.75	-1.90	-8.49

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

表 22：按行业 ROE 杜邦分解

行业名称	ROE(%)						净利率 (%)						总资产周转率(次)						权益乘数					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
食品饮料	19.36	19.62	18.96	19.48	20.86	25.01	17.28	18.49	18.16	19.00	20.54	25.80	0.78	0.75	0.74	0.70	0.69	0.89	1.56	1.52	1.56	1.55	1.53	1.43
家用电器	16.23	15.17	16.05	16.38	16.46	15.60	6.79	6.97	6.57	7.21	7.70	7.40	0.97	0.89	0.95	0.87	0.85	1.05	2.73	2.70	2.72	2.71	2.63	2.60
煤炭	10.55	9.81	15.56	20.49	14.92	12.88	10.48	9.92	13.82	18.22	15.39	14.67	0.54	0.52	0.63	0.66	0.56	0.51	2.14	2.16	2.15	2.00	2.00	1.90
汽车	5.77	5.58	6.17	5.39	7.57	12.20	3.24	3.16	3.44	2.95	3.75	4.97	0.85	0.81	0.83	0.78	0.80	0.89	2.63	2.68	2.54	2.66	2.72	2.88
非银金融	11.30	9.79	9.90	6.86	6.47	11.28	12.12	10.52	11.87	9.54	11.06	16.98	0.15	0.14	0.13	0.11	0.09	0.09	7.02	7.13	7.33	7.46	7.48	8.66
有色金属	1.89	4.85	11.94	16.50	10.69	11.11	0.98	2.21	4.55	7.03	5.38	5.61	0.98	1.07	1.33	1.29	1.17	1.19	2.45	2.36	2.29	2.20	2.16	2.12
石油石化	5.74	3.61	8.63	11.85	10.93	11.02	2.69	2.35	4.04	4.89	4.92	5.54	1.20	0.89	1.14	1.21	1.11	1.12	2.23	2.17	2.23	2.11	2.08	1.88
电力设备	5.13	7.57	9.07	12.50	10.05	10.28	4.44	6.45	6.76	8.65	6.87	7.15	0.52	0.55	0.62	0.68	0.64	0.57	2.46	2.39	2.50	2.57	2.59	2.84
美容护理	8.82	7.58	10.67	6.04	9.75	10.15	7.39	6.98	11.01	6.13	10.74	15.17	0.71	0.73	0.67	0.65	0.63	0.39	1.84	1.65	1.49	1.56	1.49	1.43
农林牧渔	14.61	15.23	7.29	3.22	-0.94	10.06	8.95	9.01	-3.22	1.39	-0.54	5.09	0.94	0.98	0.94	0.97	0.97	0.86	1.88	2.02	2.50	2.48	2.55	2.33
交通运输	7.70	0.66	8.98	4.79	7.61	9.37	5.17	0.77	4.73	2.77	4.15	7.20	0.67	0.59	0.85	0.83	0.76	0.50	2.60	2.63	2.63	2.68	2.63	2.71
纺织服饰	4.12	3.29	6.84	4.33	7.84	9.18	2.72	2.97	4.81	3.28	5.90	8.04	0.82	0.65	0.81	0.75	0.80	0.81	2.05	1.73	1.82	1.79	1.72	1.60
通信	-2.29	3.62	3.73	8.36	8.32	9.09	-0.33	3.38	3.37	8.44	8.41	9.50	0.59	0.59	0.63	0.57	0.57	0.55	2.44	2.32	2.10	1.77	1.77	1.76
银行	11.11	10.09	10.20	10.13	9.45	8.97	33.64	32.09	33.46	35.59	37.55	38.41	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	12.47	12.42	12.02	12.37	12.67	12.67
基础化工	5.92	7.06	15.97	13.02	6.52	8.80	2.68	4.09	11.90	9.83	5.54	7.66	1.13	0.88	0.78	0.78	0.65	0.62	2.27	2.17	1.92	1.91	1.94	1.99
公用事业	6.42	7.61	3.09	5.45	8.57	8.55	8.54	10.81	3.41	5.99	9.78	8.32	0.30	0.30	0.34	0.35	0.34	0.41	3.11	2.98	3.23	3.23	3.32	3.78
医药生物	7.81	8.68	11.61	10.20	7.02	8.27	6.02	7.11	9.36	8.59	6.70	7.36	0.77	0.74	0.75	0.72	0.65	0.73	1.88	1.84	1.79	1.77	1.67	1.71
机械设备	4.43	7.89	7.85	6.91	6.59	8.12	3.93	6.60	6.20	6.08	6.43	7.14	0.55	0.57	0.61	0.56	0.52	0.48	2.31	2.28	2.26	2.23	2.12	2.26
建筑装饰	9.50	8.93	7.91	8.01	8.11	7.70	3.45	3.25	2.83	2.69	2.75	2.73	0.68	0.69	0.71	0.70	0.67	0.82	4.93	5.00	5.10	5.26	5.35	5.69
环保	5.74	5.29	6.19	5.54	5.26	6.52	8.26	7.56	8.10	7.96	7.71	10.18	0.30	0.29	0.32	0.30	0.29	0.27	2.54	2.64	2.53	2.53	2.47	2.76
计算机	2.84	3.61	5.61	3.15	2.86	5.99	2.83	3.54	4.79	2.91	2.69	3.81	0.67	0.66	0.73	0.69	0.64	0.57	1.88	1.85	1.82	1.78	1.77	1.89
电子	7.45	7.96	10.62	6.66	4.09	5.54	3.48	4.10	6.14	3.73	3.17	5.48	0.87	0.86	0.86	0.78	0.64	0.65	2.33	2.31	2.17	2.11	1.95	1.80
综合	3.04	0.73	-2.44	-2.20	-6.48	5.41	3.29	1.31	-2.57	-3.20	-4.36	4.70	0.39	0.42	0.42	0.35	0.54	0.26	2.36	2.40	2.59	3.02	3.02	2.35
社会服务	8.65	-0.22	-5.00	-5.96	5.75	5.27	7.09	0.56	-6.21	-8.53	6.92	7.30	0.73	0.49	0.40	0.33	0.45	0.25	1.85	1.94	2.09	2.16	1.95	2.09
国防军工	3.03	4.37	4.84	4.49	4.40	4.93	3.47	5.35	5.87	5.54	5.50	5.73	0.43	0.43	0.42	0.40	0.40	0.33	2.11	2.09	2.14	2.16	2.07	2.10
商贸零售	6.63	2.25	-2.29	-1.09	2.73	4.32	2.47	0.90	-0.48	-0.12	1.40	2.37	1.17	1.14	0.92	0.79	0.85	0.76	2.55	2.66	3.05	2.94	2.78	2.80
传媒	-0.44	0.46	5.74	2.03	5.52	4.17	0.03	0.65	7.07	2.75	7.10	5.31	0.61	0.56	0.53	0.48	0.49	0.33	1.70	1.67	1.63	1.64	1.62	1.67
建筑材料	15.71	15.32	14.09	7.51	4.96	2.79	12.73	13.05	11.47	6.92	4.52	3.00	0.63	0.64	0.70	0.52	0.50	0.38	2.09	1.96	2.09	2.11	2.11	2.11
轻工制造	6.02	7.51	8.88	5.86	6.65	1.75	4.39	5.79	6.30	4.19	5.07	1.11	0.67	0.67	0.74	0.71	0.67	0.74	2.10	1.99	2.01	1.98	1.97	2.12
钢铁	7.88	7.67	13.42	3.61	3.07	-1.64	3.92	3.82	5.38	1.64	1.48	-0.53	0.91	0.90	1.15	1.02	0.95	0.94	2.43	2.45	2.36	2.40	2.40	2.32
房地产	13.22	10.81	1.62	-4.75	-1.90	-8.49	11.70	9.59	2.48	-1.91	-0.62	-7.00	0.23	0.22	0.22	0.20	0.22	0.19	6.37	6.66	7.10	7.40	6.30	5.15

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

1.4 港股盈利波动下滑，美股盈利表现优异

受新冠疫情、地缘冲突及监管收紧的影响，港股 ROE 承压。2019 年，港股 ROE 为 9.54%，但由于疫情对经济和企业盈利的冲击，2020 年 ROE 下降至 8.51%。2021 年，随着全球经济复苏和周期性行业盈利的爆发，港股 ROE 回升至 9.67%。然而，2022-2023 年，美联储的激进加息导致全球资金回流至美元资产，同时疫情的反复使得消费需求萎缩，零售和旅游等行业的 ROE 大幅下滑，2023 年 ROE 降至 7.19%。2024 年，政策支持与科技板块盈利的修复推动了 ROE 的回升，港股整体 ROE 小幅上升至 7.96%。

毛利率方面，港股呈现出波动下降的趋势，毛利率从 2019 年的 27.24% 下降至 2024 年的 23.79%。原因在于港股市场竞争白热化，企业通过争份降价的方式争取市场份额，整体利润压缩，导致港股收入弹性不足，难抵成本上升压力。

然而，由于大宗商品价格飙升，中下游制造业和消费行业面临的成本压力加剧，港股的净利率从 2019 年的 7.08% 下降至 2021 年的 4.57%。2022 年，受到外部冲击与内部经济疲软的双重压力，港股净利率进一步下降至 3.33%。随着美联储加息周期的见顶以及中国稳增长政策的发力，净利率在 2023 年回升至 5.42%，并在 2024 年进一步上升至 6.38%。

图 52：2019-2024 年港股盈利能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)		9.54	8.51	9.67	7.76	7.19	7.96
ROA (%)		5.25	4.44	4.50	4.45	4.60	4.87
毛利率 (%)		27.24	24.63	25.55	25.97	22.67	23.79
净利率 (%)		7.08	7.15	4.57	3.33	5.42	6.38

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2019-2024 年，美国股市的整体 ROE 呈现出先抑后扬的波动趋势，均值接近 24%，显著高于中国 A 股和香港股市。这一现象凸显了美国股市在盈利能力方面的结构性优势。其主要原因在于美联储实施的宽松货币政策，特别是 2020 年的零利率政策，降低了企业的融资成本，推动了科技巨头的加杠杆扩张。ROE 从 2019 年的 21.00% 上升至 2024 年的 30.77%。

与此同时，净利润率和毛利率也实现了稳步上涨。科技巨头通过持续的研发投入，形成了显著的垄断优势。美联储的零利率政策以及 2024 年基准利率从 5.5% 降至 4.75% 的降息措施，进一步降低了企业的债务滚动成本。毛利率在此期间呈现出轻微上升的趋势，从 2019

年的 32.89% 上涨至 2024 年的 34.47%。净利率同样呈现增长趋势，从 2019 年的 11.55% 上升至 2024 年的 14.41%。

图 53：2019-2024 年美股盈利能力

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROE (%)		21.00	18.22	25.87	25.11	27.61	30.77
ROA (%)		7.01	5.02	8.14	8.05	7.54	7.73
毛利率 (%)		32.89	32.87	33.58	33.83	33.89	34.47
净利率 (%)		11.55	7.56	13.01	14.00	14.02	14.41

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2019-2024 年，A 股、港股和美股的整体净资产收益率（ROE）和盈利能力表现出显著差异。A 股的 ROE 持续下滑，从 2019 年的 9.49% 下降至 2024 年的 7.88%，创下近五年的新低。相比之下，港股的 ROE 在 2019 年为 9.54%，随后经历波动，最终在 2024 年降至 7.96%。美国股市的 ROE 表现最为强劲，从 2019 年的 21.00% 上升至 2024 年的 30.77%。

总体来看，A 股和港股在 ROE 和盈利能力方面均受到内外部经济环境的影响，表现出一定的波动性。相对而言，美国股市凭借其强大的科技行业和宽松的货币政策，展现出更高的 ROE 和稳定的盈利能力。

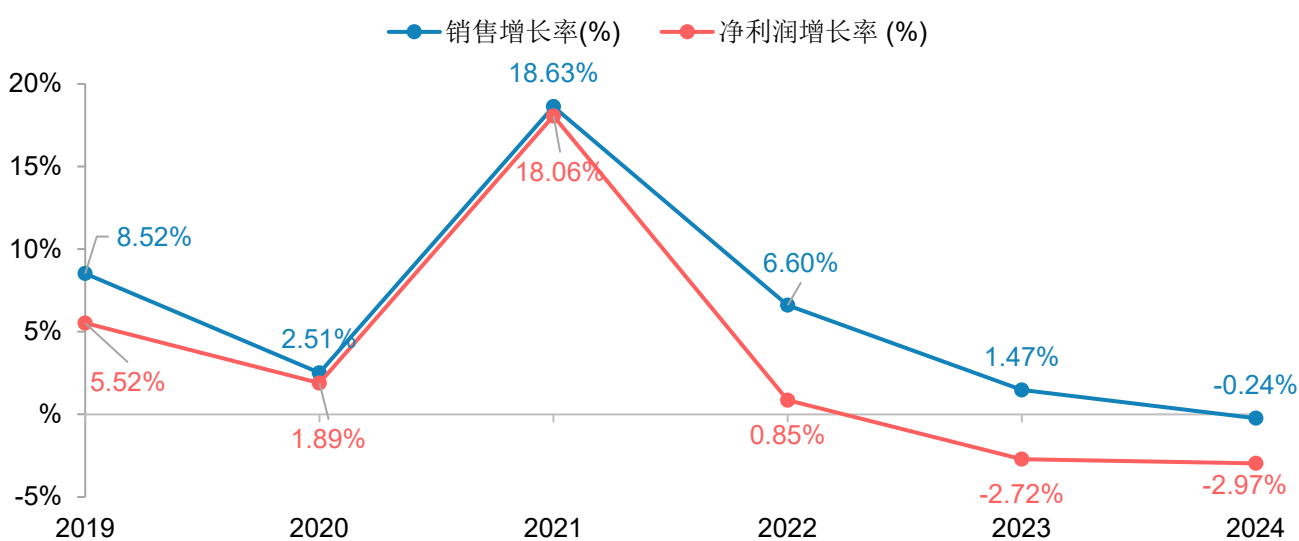
（二）成长能力分析

2.1 成长能力逐步回暖

A 股企业的营收与净利润变化呈现出显著的阶段性特征，深刻反映了经济环境的变化、行业周期的波动以及政策影响的叠加效应。从营收变化来看，2019-2022 年是快速增长期，2019 年 A 股企业总营收达到 50.42 万亿元，同比增长 8.52%，展现了较强的增长动能。2020-2022 年，尽管营收持续增长，至 2022 年达到 71.53 万亿元，但增速呈现逐年放缓的态势，2020 年为 2.51%，2021 年为 18.63%，2022 年为 6.60%。这种增速变化既反映了疫情初期对经济的冲击，也体现了需求恢复和政策刺激的叠加效应。

自 2023 年以来，宏观经济压力加大，部分行业面临产能过剩和竞争加剧的双重挑战，导致企业盈利能力承压。2023 年，A 股企业营收同比仅增长 1.47%，总额为 72.70 万亿元。2024 年，A 股企业的营收和净利润同比双降，营收总额为 71.92 万亿元，营收同比由正转为负，营收同比亏损达 0.24%，剔除金融和石油石化行业后同比亏损幅度加大至 5.83%。随着 2024 年四季度政策支持的逐步落地（如设备更新投资、消费刺激等），部分行业出现了回暖信号。

图 54：2019-2024 年 A 股上市公司销售和净利润增长率（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从净利润变化来看，2019 年 A 股企业净利润为 3.79 万亿元，同比增长 5.52%。在 2020 至 2021 年期间，随着疫情初期影响的逐步消退，企业盈利能力迅速恢复，2021 年净利润同比增长 18.06%，达到较高增速。然而，从 2022 年起，净利润增速大幅下滑，2022 年仅增长 0.85%，而 2023 年净利润增长率转为负数，净利润同比下降至-2.72%。2024 年，政策调控措施(如房地产去杠杆)导致相关行业的亏损扩大，进而影响了整体市场的盈利能力。2024 年，净利润同比进一步下降至-2.97%；剔除金融和石油石化企业后，净利润增长率下

降高达-16.51%。这一变化趋势反映了企业在经济下行背景下面临的盈利压力，以及成本上升和市场竞争加剧的双重影响。

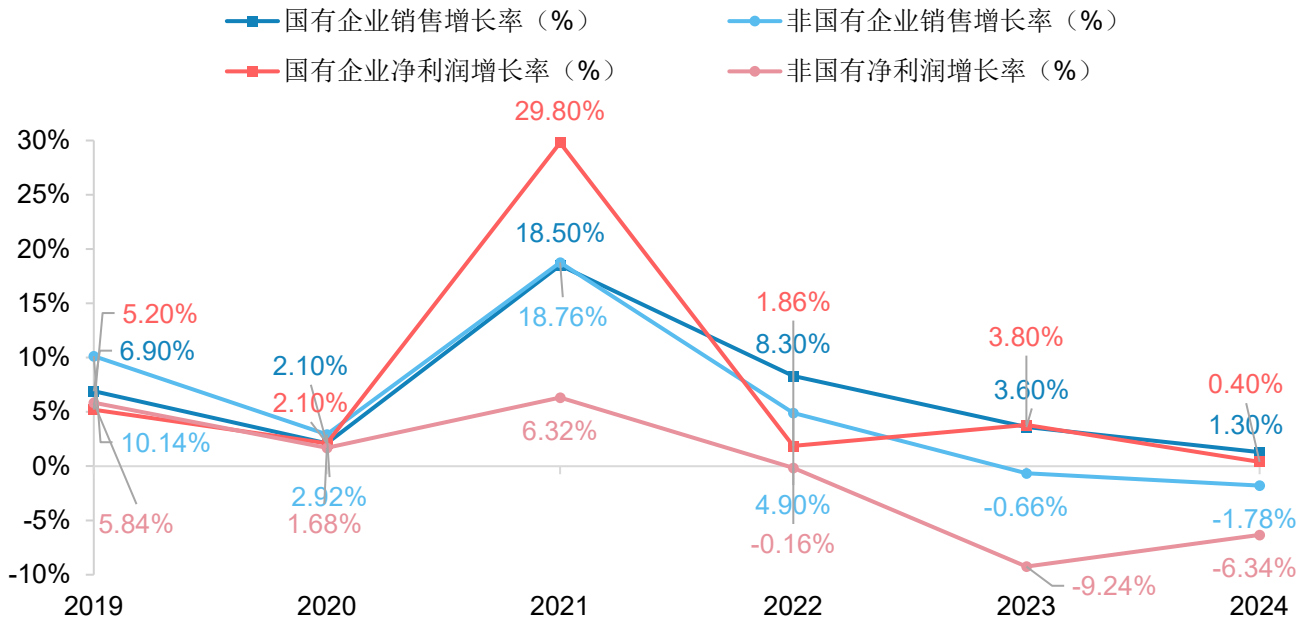
2.2 国企成长动能收缩

2019-2024年，国有企业的成长能力经历了从强劲扩张到持续收缩的转折，这一变化轨迹反映了国有企业在复杂经济环境中面临的多重挑战。与此同时，非国有企业对市场环境变化的高度敏感性导致其出现显著的波动下滑趋势。

具体来看，国有企业的销售增长率和净利润增长率在近年来呈现出波动下滑的趋势。2019年，国有企业的销售增长率为6.90%，净利润增长率为5.2%。在“六稳”、“六保”政策框架下，国有企业承担了更多的经济稳定责任，加之全球供应链重组和大宗商品价格上涨，为其带来了额外的增长动力，国有企业在2021年实现了销售增长率的峰值，达到18.5%，净利润增长率激增至29.8%。然而，随着宏观经济增长放缓，国内外需求的收缩对国有企业的冲击愈发明显，2022年国有企业的销售增长率急剧下滑至8.30%，净利润增长率也降至1.86%。尽管在2023年，销售和净利润增长率短暂回暖，这一回暖主要得益于政策支持和市场信心的恢复，但这种回暖并未持续，2024年销售增长率再次下滑至1.30%，净利润增长率降至0.4%。

相比之下，非国有企业的销售增长率呈现出先降后升的态势。2019年，非国有企业的销售增长率为10.14%，净利润增长率为5.84%。到2021年，销售增长率达到峰值18.76%，净利润增长率上升至6.32%，这主要得益于疫情引发的国际订单转移，推动了出口型民营企业的业绩飙升，2021年民营企业的出口总额达2.39万亿美元，同比增长21.2%，对销售增长的贡献率达到42%。然而，随着需求端的持续疲软，传统制造业营收占比超过60%的民营企业面临产能出清，2023年纺织、建材等行业的营收降幅达到15%-20%。因此，非国有企业的销售增长率连续三年下滑，2023年首次转负为-0.66%，2024年进一步降至-1.78%；净利润增长率在2022年降至-0.16%，2023年至2024年降幅进一步加深，2024年下降达-6.34%。

图 55：2019-2024 年 A 股国企和非国企销售和净利润增长率（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 行业表现结构性分化

2024 年，A 股市场普遍面临业绩增速放缓的压力。在这一背景下，部分行业仍然展现出一定的韧性，营业总收入和净利润增速都保持正增长的行业包括食品饮料、家用电器、社会服务、汽车、电子、通信、银行和非银金融等。这些行业在经济增长放缓的环境中，能够维持相对稳定的增长态势。

然而，长期稳定增长的行业在当前经济形势下显得愈加稀缺。自 2019 年以来，能够保持每年行业合计收入正增长的行业仅有食品饮料。这一现象表明，尽管整体市场增速放缓，但某些行业仍能在波动中找到增长机会，尤其是食品饮料行业，其作为必需消费品，受经济波动的影响相对较小。相对而言，部分行业如房地产行业自 2019 年后，其行业营收增速由正转负，2024 年降幅扩大至 20% 以上，主要原因在于销售疲软、房价下跌及竣工压力。自 2022 年起，房地产行业由盈转亏，2023 年全行业出现亏损，2024 年亏损幅度更是达到了历史峰值。

表 23：2019-2024 年各行业销售增长率（%）

行业	2019	2020	2021	2022	2023	2024
电子	8.24	15.99	27.38	6.36	-1.36	17.41
非银金融	17.65	9.10	4.66	-5.14	0.63	16.48
社会服务	4.61	-34.83	-4.19	-4.68	28.34	6.99
汽车	-1.35	-1.40	10.48	4.35	15.08	6.87
有色金属	11.41	14.57	35.51	13.49	1.54	5.85
机械设备	7.76	9.60	18.86	-2.08	2.75	5.02
计算机	13.91	-0.95	15.55	1.15	2.93	4.94
家用电器	4.90	1.92	16.15	-0.62	6.47	4.73
通信	1.16	4.16	11.77	9.29	5.65	3.99
食品饮料	14.93	7.44	11.17	7.46	7.83	3.91
基础化工	0.83	2.11	33.31	14.75	-6.41	2.67
美容护理	18.07	24.35	2.87	7.75	-6.27	2.58
轻工制造	6.91	6.53	26.57	2.02	-2.39	0.94
银行	10.21	5.47	7.93	0.71	-0.81	0.08
传媒	2.06	-2.98	8.60	-6.56	5.77	-0.01
交通运输	10.20	5.33	30.51	3.72	-2.86	-0.53
环保	1.65	10.04	17.65	-2.25	0.39	-0.68
医药生物	14.06	7.39	13.31	9.91	0.87	-0.99
国防军工	7.01	6.19	13.43	7.44	5.88	-1.11
公用事业	6.69	0.59	18.92	14.08	2.81	-1.51
纺织服饰	2.72	-10.81	20.63	-1.63	7.40	-1.51
农林牧渔	12.06	22.07	16.20	12.37	3.14	-1.56
石油石化	4.60	-22.90	32.96	24.01	-2.37	-2.80
综合	1.43	17.55	7.65	4.19	-4.63	-3.04
建筑装饰	15.64	12.24	15.21	7.39	6.73	-3.89
煤炭	5.08	-0.44	33.70	7.53	-11.62	-5.14
商贸零售	6.72	-8.46	8.48	-6.94	1.15	-7.37
电力设备	12.10	15.32	35.98	47.40	7.68	-8.33
钢铁	1.52	2.05	40.44	-6.42	-4.73	-9.58
建筑材料	13.26	10.66	11.23	-12.64	-1.37	-12.41
房地产	20.14	11.84	12.70	-7.79	-1.04	-21.15

数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

A股市场在2024年呈现出显著的行业分化与结构性变化，高新技术产业表现强劲，而传统周期行业与部分制造业则面临压力。国家补贴政策的出台，特别是在家电和数码产品等消费电子领域的补贴，显著刺激了市场需求。高新技术产业如电子行业在2024年实现了全面复苏，营收同比增长17.41%，归母净利润增长27.58%。这一增长主要得益于终端消费电子的复苏以及半导体设备的增长，其中半导体、元件和消费电子等子行业均实现了两位数的增长。具体来看，半导体板块在2024年归母净利润增速达到74.67%，而光学光电子板块的净利润同比激增503.46%，展现出显著的增长动能。

此外，汽车行业在2024年表现出显著的分化特征，其中新能源车和汽车零部件成为主要增长引擎。2024年，汽车板块整体营收增长6.87%，归母净利润增长10.83%。国家补贴政策持续发力，通过降低购车成本、优化充电基础设施，刺激了消费者购买意愿，同时带动了汽车电子产业链的产能释放。新能源车渗透率的提升显著推动了汽车电子行业的突出表现，新能源车相关业务的营收和净利润分别同比增长19.31%和28.90%。与此同时，汽车零部件板块的营收和净利润也表现优异，分别增长7.74%和23.64%，均优于行业整体水平。

然而，传统周期行业在2024年整体表现疲软，房地产行业的营收与净利润均大幅下滑，亏损面扩大，行业进入深度调整期。2024年房地产行业营收同比降幅扩大，总营收同比下降达21.15%，且行业营业总收入自2022年起连续负增长。归母净利润方面，2024年房地产行业增速持续为负，归母净利润增速下降至-703.91%。多家头部房企从盈利转为巨亏，万科在2023年盈利121.63亿元，2024年亏损450亿元。

电力设备行业同样面临挑战，2024年营收同比下降8.33%至1.57万亿元，归母净利润同比下滑61.32%至2333.78亿元，其中光伏设备营收暴跌20.9%，成为主要拖累因素。光伏产业链的产能过剩直接导致产品价格持续下滑，尤其硅料价格已大幅下降超过70%，进一步压缩了企业的利润空间。此外，钢铁行业整体下滑，亏损加剧，2024年营业收入下滑9.58%，至15,251.78亿元，归母净利润亏损扩大至122.16%。这些数据反映出传统行业在经济环境变化中的脆弱性，亟须调整策略以应对市场挑战。

表 24：2019-2024 年各行业净利润增长率（%）

行业	2019	2020	2021	2022	2023	2024
农林牧渔	126.85	40.33	-137.72	163.80	-126.27	1033.04
综合	135.04	-143.95	273.23	-107.92	-1976.44	69.97
非银金融	61.61	2.60	5.77	-22.83	-11.49	42.52
电子	13.49	70.17	82.89	-31.29	-29.75	27.58
汽车	-38.64	15.51	6.90	2.58	37.03	10.83
交通运输	12.09	-93.86	1720.90	-37.66	41.36	9.81
家用电器	28.16	5.30	6.36	6.88	14.21	8.35
通信	-2.87	-1.02	11.87	15.30	5.64	6.98
公用事业	12.53	20.36	-61.24	60.82	62.93	6.73
食品饮料	14.05	17.81	9.11	11.62	16.40	5.68
银行	7.38	0.59	12.41	7.20	1.68	2.37
商贸零售	-13.66	-44.06	-112.15	365.46	155.79	1.45
石油石化	2.20	-41.70	144.98	19.85	-1.77	0.11
有色金属	-33.94	160.28	130.32	61.23	-17.94	-1.01
机械设备	43.04	34.78	6.43	-6.06	1.31	-7.39
基础化工	-59.16	112.66	127.15	-4.61	-46.04	-8.92
环保	-33.69	160.62	-13.21	-17.14	-5.06	-12.27
医药生物	-1.40	40.20	54.38	-4.76	-19.07	-12.97
建筑装饰	12.81	7.87	0.97	2.56	8.65	-15.21
美容护理	34.79	64.90	-30.93	-18.78	42.60	-16.77
煤炭	-1.81	-5.96	80.50	47.78	-26.00	-18.67
社会服务	19.03	-144.17	21.24	-86.62	327.24	-29.24
轻工制造	11.75	1.31	-0.20	-29.64	14.56	-33.03
国防军工	49.45	47.50	10.09	-3.83	-5.18	-36.29
纺织服饰	-7.12	-25.37	58.51	-38.05	57.70	-36.54
计算机	40.28	-6.36	-1.51	-38.46	-12.78	-43.86
建筑材料	16.07	12.92	3.25	-47.61	-35.96	-50.09
传媒	-24.61	19.58	108.27	-61.03	110.77	-51.52
电力设备	14.91	47.23	42.68	92.89	-18.35	-61.32
钢铁	-43.40	-1.72	86.69	-71.51	-14.88	-122.16
房地产	13.46	-8.23	-45.30	-60.26	-52.80	-703.91

数据来源：同花顺 iFind，金牛资产管理研究中心整理

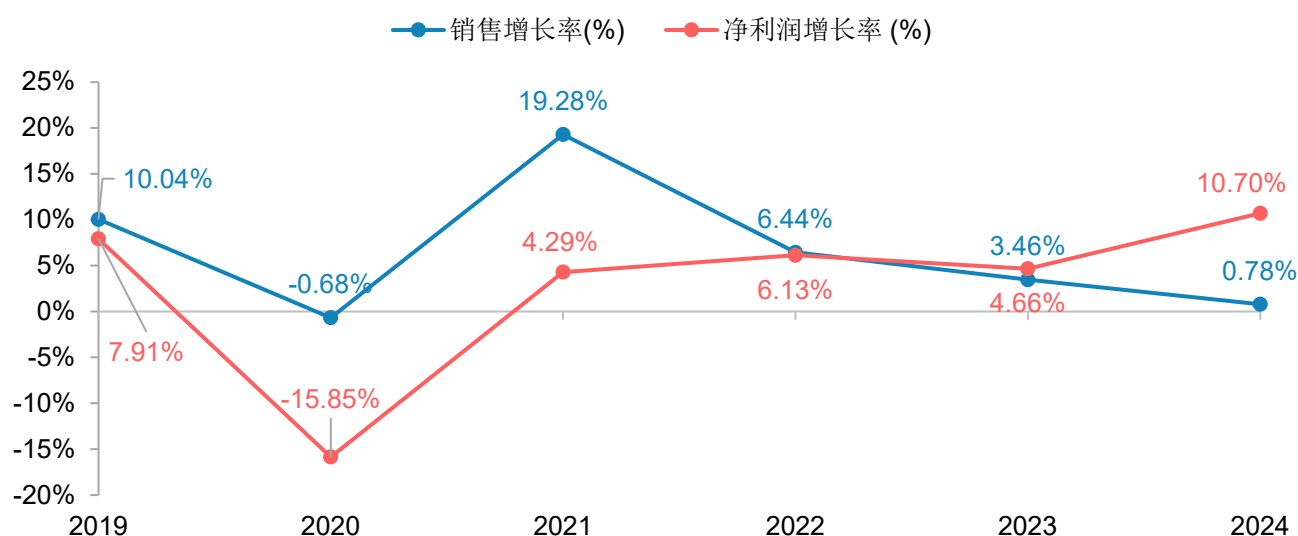
2.4 港股成长仍显乏力，美股成长能力稳定

2019-2024 年，港股市场的营收和净利润增长率呈现波动性增长的趋势。2019 年，由于美联储降息和全球量化宽松政策的实施，市场流动性显著提升，进而刺激港股的估值修复和新经济企业的融资活动，导致港股的销售增长率达到 10.04%，净利润增长率为 7.91%。

然而，2020 年新冠疫情的爆发导致全球供应链中断，企业普遍停工停产，线下消费场景如零售、旅游和餐饮等行业受到防疫限制的严重冲击，销售增长率骤降至-0.68%，净利润增长率也大幅下降至-15.85%。2021 年，随着全球疫情逐步得到控制，疫苗研发的推进以及财政刺激政策的实施，港股的营收增速创下自 2018 年以来的新高，净利润恢复至疫情前水平，销售增长率回升至 19.28%，净利润增长率也回升至 4.29%。

然而，2022-2023 年，全球经济增长放缓和地缘政治因素的影响使得港股的营收增速放缓，净利润显著收缩。2024 年，市场逐步修复，中资股主导了增长。尽管净利润增长有所放缓，但营收增速有所改善，市场重新聚焦于新经济和股息资产，销售增长率回暖至 10.70%，净利润增长率回落至 0.78%。

图 56：2019-2024 年港股上市公司销售和净利润增长率（%）



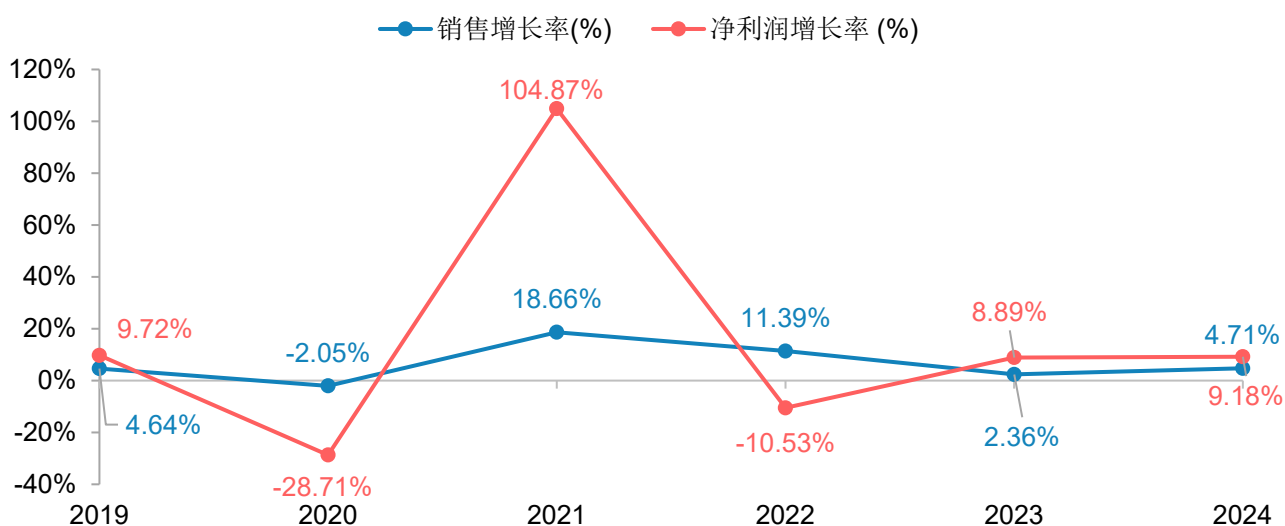
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2019-2020 年，全球疫情的爆发导致物流受阻，美国非必需消费品行业（如汽车和家居）受到显著冲击。该行业的销售增长率从 2019 年的 4.64% 骤降至 -2.05%，净利润增长率也大幅下滑至 -28.71%。

2021 年，美国经济在美联储实施无限量宽松（QE）和财政部债务扩张的双重刺激下迅速复苏。这些政策有效降低了企业的融资成本，同时居民可支配收入显著增加，家庭额外储蓄累计约达 4.2 万亿美元，进而推动了消费需求的激增。2021 年，美股的销售增长率飙升至 18.86%，净利润增长率也达到了 104.87%，显示出强劲的经济复苏势头。

然而，2022年美国薪资增速的下降和利息成本的上升抑制了居民的消费支出，导致销售增长率逐步回落。展望2024年，能源和工业等周期性行业的营收受到全球制造业PMI收缩的拖累，美股的销售增长率降至9.18%，净利润增长率为4.71%。

图 57：2019-2024 年美股上市公司销售和净利润增长率（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

总体来看，A股和港股在营收与净利润方面均受到内外部经济环境的影响，表现出一定的波动性。A股在经历了快速增长后，面临着盈利能力的显著下滑，尤其2024年营收增速放缓至0.96%。港股则在疫情影响下经历了剧烈波动，2024年有所回暖，但整体增长仍显乏力，净利润增长率回落至0.78%。

相比之下，美股凭借强大的科技行业和宽松的货币政策，展现出更高的销售和净利润增长率，尤其在2021年实现了显著的复苏。尽管2024年面临一定的经济压力，美股的盈利能力依然保持相对稳定，美股的销售增长率仍保持在9.18%，净利润增长率为4.71%。

（三）偿债能力分析

3.1 政策驱动下负债率下降

自 2018 年中央财经委员会首次提出“结构性去杠杆”以来，央企降杠杆工作进入精细化管理阶段。政策强调“分部门、分债务类型降低杠杆率”，要求到 2020 年底将国有企业平均资产负债率较 2017 年水平下调 2 个百分点，并长期控制在同行业平均水平附近。

为落实上述目标，国务院国资委印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，对不同企业类型设置差异化指标：工业类企业资产负债率预警线为 65%、非工业类 70%、科研设计类 60%。考核体系以利润总额为核心，同时引入资产负债率、净资产收益率、营收现金比率等指标，形成“目标设定—预警监测—考核问责—绩效兑现”的闭环式财务约束机制。

监管高压之下，央企平均资产负债率从 2017 年的 68.1% 降至 2021 年的 64.5%，并在 2022 年稳固保持在 65% 以内。2023 年，国资委对考核口径进行动态调整，将“控负债”升级为“稳负债”，在确保整体杠杆可控的前提下，允许符合国家战略方向的结构性融资支持科技创新与产业升级，标志着降杠杆工作由“总量压降”迈向“结构优化、质量提升”的新阶段。在政策的推动下，高风险行业的负债率显著下降。

其中，2019-2024 年，A 股上市公司的平均资产负债率从 55.59% 降至 47.39%，反映企业在主动去杠杆和优化资本结构方面的努力。然而，2024 年房地产行业因政策放松而出现小幅反弹，但整体负债水平仍保持稳定。从流动比率来看，A 股的流动比率均值长期围绕 1.3 波动，2024 年流动比率明显上升，从 2019 年的 1.22 上升至 1.83，表明企业流动性状况的改善。

2019-2024 年，A 股 IPO 募资总额超过 2.4 万亿元，科技企业通过股权融资优化资本结构，科技企业的流动比率提升至 3.26，显著降低负债率。此外，科创板和创业板的注册制降低上市门槛，使未盈利的科技企业能够通过股权融资替代高息债务，2023 年科技行业的有息负债率稳定在低位。

速动比率的变化趋势与流动比率较为相似，从 2019 年的 0.9 逐步上升至 2024 年的 1.54。值得注意的是，自 2020 年以来，广谱利率（如一般贷款加权利率）未明显下降，企业的债务利息支出压力加大，迫使企业降低负债。2024 年，A 股非金融企业的财务费用同比增长 14.45%，进一步抑制了企业加杠杆的意愿。

图 58：2019-2024 年 A 股偿债能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产负债率 (%)		55.59	54.83	55.23	55.08	54.15	47.39
流动比率		1.22	1.28	1.28	1.29	1.32	1.83
速动比率		0.9	0.96	0.97	0.97	1.01	1.54
现金流量比率		0.18	0.26	0.19	0.34	0.36	0.25
权益比率		0.34	0.34	0.34	0.33	0.34	0.34
利息保障倍数		5.67	6.00	10.46	15.31	7.64	10.68

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3.2 国企偿债能力更加稳定

2019-2024 年，中国国有企业和非国有企业的偿债能力呈现出不同的变化趋势，反映了两类企业在经济环境变化下的适应能力和财务稳健性差异。

从短期偿债能力来看，国有企业的短期偿债能力总体保持相对稳定。根据流动比率和速动比率的分析，2019-2023 年，国有企业的流动比率稳定维持在 1.00 左右，并在 2024 年小幅提升至 1.82。速动比率方面，国有企业的速动比率普遍低于流动比率，这主要是由于国有企业存货在流动资产中占比较大。在 2019 年至 2021 年期间，国有企业的速动比率基本维持在 0.5 左右，反映出其短期偿债能力面临一定压力，但到 2024 年，速动比率逐步回升至 1.50，显示出改善的趋势。

相比之下，非国有企业，尤其是民营企业的短期偿债能力在 2019 年至 2024 年间波动较大。从流动比率来看，非国有企业的流动比率总体高于国有企业，但波动性更强，2019 年为 1.60，下降至 2022 年的 1.42，随后在 2024 年回升至 1.84。速动比率方面，非国有企业的速动比率同样呈现出较大波动，趋势与流动比率相似。在 2019 年至 2024 年期间，非国有企业的速动比率从 2019 年的 1.34 下降至 2023 年的 1.11，随后回弹至 1.58。值得注意的是，民营企业的应收账款周转天数相对较长，这在一定程度上影响了其短期偿债能力。

图 59：2019-2024 年 A 股国企与非国企偿债能力分析

指标	企业	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产负债率 (%)	国有		66.91	62.84	68.74	69.07	67.49	52.46
	非国有		44.27	46.82	41.72	41.09	40.81	42.32
流动比率	国有		0.84	0.92	1.00	1.16	1.18	1.82
	非国有		1.60	1.64	1.56	1.42	1.46	1.84
速动比率	国有		0.46	0.51	0.63	0.72	0.91	1.50
	非国有		1.34	1.41	1.31	1.22	1.11	1.58
现金流量比率	国有		0.25	0.24	0.25	0.25	0.25	0.22
	非国有		0.11	0.28	0.13	0.43	0.47	0.28
权益比率 (%)	国有		0.50	0.49	0.49	0.49	0.50	0.49
	非国有		0.18	0.19	0.19	0.19	0.18	0.19
利息保障倍数	国有		7.73	9.93	10.76	10.44	11.91	11.11
	非国有		3.61	2.07	10.16	20.18	3.37	10.25

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

长期偿债能力方面，从资产负债率来看，国有企业普遍高于非国有企业，这反映出国有企业更高的财务杠杆水平。2019-2024 年，国有企业的资产负债率总体保持在较高水平。具体而言，2019-2022 年，国有企业的资产负债率呈现小幅上升趋势，从 2019 年的 66.91% 上升至 2022 年的 69.07%。然而，2023-2024 年，国有企业通过优化资本结构和减少负债规模，成功降低了资产负债率，2024 年降至 52.46%。

相比之下，非国有企业的财务杠杆相对较低。2019-2023 年，非国有企业的资产负债率从 44.27% 逐步回落至 40.81%，这表明民营企业在优化债务结构方面取得了一定进展。然而，随着 2024 年全球经济复苏乏力和通货膨胀压力加剧，企业融资成本上升，导致债务负担加重，非国有企业的资产负债率略微回升至 42.32%。

3.3 新兴行业资本结构改善

传统行业与新兴行业在资产负债率及偿债能力上呈现明显的分化趋势。传统行业受到经济周期、政策调控和债务压力的影响，整体表现出“被动去杠杆”的特征。自2020年实施的房地产融资限制政策，要求剔除预收款后的资产负债率不得超过70%、净负债率不得超过100%、现金短债比需大于等于1，这一政策促使房地产行业的资产负债率显著下降。尽管部分企业通过资产出售和债务置换实现了降负债的目标，但隐性风险（如“明股实债”）依然存在。2019年，房地产企业的平均资产负债率为79.03%，在政策收紧后，2024年将降至67.00%。然而，由于隐性负债的存在，真实杠杆率仍然较高。尽管流动比率回升至1.68以上，部分企业仍依赖资产出售来优化其债务结构。

与此同时，银行业自2018年实施的资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》通过打破刚性兑付、限制嵌套和规范非标等措施，重塑金融业态，对银行业的资产负债结构产生深远影响。资管新规要求银行理财业务进行净值化转型，禁止资金池运作和期限错配，迫使大量表外理财资产回归表内。在过去五年中，银行业的平均资产负债率维持在91.5%左右，2023年进一步上升至92.01%。

新兴行业中，电子行业的负债率从2019年的54.47%降至2024年的48.79%，其中消费电子板块的改善尤为明显。这一变化主要得益于集成电路产业投资基金三期等政策的推动，促进了国产替代，降低了对外技术的依赖，并优化了资本结构。此外，以旧换新政策刺激了终端需求，加速了库存的去化。

生物医药行业的资产负债率也从2019年的44.82%稳步下降至2024年的39.61%，但细分领域的分化显著。带量采购和两票制等政策压缩了中间环节的利润，迫使企业优化成本结构；而创新药优先审评等政策则鼓励研发投入，减少了重资产的扩张。这些政策的实施不仅推动了行业的整体健康发展，也促使企业在资本结构和运营效率方面进行深度调整。

表 25：2019-2024 年 A 股各行业资产负债率（%）

行业名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
银行	91.86	91.83	91.57	91.81	92.01	91.44
非银金融	84.12	84.34	84.82	84.96	85.01	89.39
汽车	59.49	60.27	58.39	60.22	61.24	68.80
房地产	79.03	79.09	79.40	79.34	76.34	67.00
环保	58.12	59.64	58.17	58.15	57.49	66.53
综合	54.56	54.98	59.37	64.47	63.81	64.60
公用事业	62.79	61.38	63.70	63.79	64.47	63.91
电力设备	57.12	55.85	57.55	58.44	59.02	63.75
商贸零售	59.16	60.31	65.23	64.00	62.32	62.08
建筑装饰	74.87	74.12	74.10	74.99	75.55	61.66
农林牧渔	44.45	48.09	57.35	57.10	58.34	57.48
钢铁	56.57	56.73	54.83	55.59	55.41	56.72
交通运输	57.68	57.90	57.51	58.10	57.17	53.68
石油石化	51.45	50.65	51.87	49.83	49.23	53.56
传媒	40.13	39.17	37.83	38.01	37.56	51.31
基础化工	53.08	51.07	46.45	46.20	46.81	51.09
家用电器	61.04	61.43	61.66	61.42	60.24	50.53
电子	54.47	53.57	50.43	49.39	45.26	48.79
轻工制造	51.46	48.84	49.19	48.70	48.43	48.02
机械设备	54.79	54.52	53.93	53.36	51.16	46.96
有色金属	56.09	54.32	52.88	50.80	49.64	46.51
建筑材料	49.09	45.69	49.44	49.70	49.99	44.18
计算机	45.40	44.77	43.77	42.62	42.32	43.82
食品饮料	35.13	33.52	35.02	34.58	33.87	41.41
通信	49.50	47.81	47.10	41.07	41.17	40.87
医药生物	44.82	43.72	42.28	41.88	38.75	39.61
国防军工	49.74	50.53	51.89	52.23	50.35	37.96
纺织服饰	50.25	41.48	44.69	43.77	41.44	36.71
煤炭	49.00	49.30	49.06	45.61	45.31	34.69
美容护理	44.04	38.36	32.05		32.01	31.81
社会服务	43.96	46.31	50.57	52.10	47.09	13.60

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

3.4 海外市场负债率高企

2019-2023 年，香港股市上市公司的债务规模显著增长。这一趋势主要受到美联储近年来激进加息的影响，导致港元融资成本上升，企业再融资的难度加大。尤其是在高美元债敞口的行业，如科技和消费品领域，企业的负债率被动上升。数据显示，港股的资产负债率在 2019-2023 年持续高企，平均超过 58%，其中房地产企业的负债水平尤为突出。尽管在 2023 年，政府通过发行万亿国债来缓解部分行业的财务压力，但房地产市场的需求端政策效果有限，导致 2024 年的资产负债率略微下降至 56.87%。

短期偿债能力方面，2019-2024 年，港股的相关指标呈现出轻微上升的趋势。具体来看，流动比率从 2019 年的 1.13 小幅上升至 2023 年的 1.17，显示出企业在短期偿债能力上的改善。

然而，速动比率受到库存和应收款拖累的影响，整体呈现波动上行的趋势，从 2019 年的 0.76 上升至 2024 年的 0.84。这表明尽管企业的流动性有所改善，但仍面临一定压力。现金流量比率方面，政策和融资策略的调整主导企业财务修复，该比率基本维持在 0.2 以下。

图 60：2019-2024 年港股偿债能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产负债率 (%)		60.47	59.65	59.36	59.82	58.94	56.87
流动比率		1.13	1.17	1.18	1.15	1.13	1.17
速动比率		0.76	0.81	0.82	0.79	0.79	0.84
现金流量比率		0.13	0.14	0.13	0.13	0.14	0.20
权益比率		0.28	0.28	0.28	0.27	0.28	0.28
利息保障倍数		7.33	12.49	22.44	-3.87	12.04	6.36

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2019-2020 年，受新冠疫情财政刺激政策的影响，美国股市的总负债率显著上升，从 2019 年的 59.43% 增至 2020 年的 60.25%。企业在此阶段扩张短期债务，以应对流动性压力。然而，2022 年后，美联储开始加息，导致融资成本上升，这迫使企业重新审视并优化其债务结构。尽管美股的资产负债率在 2021 年降至 52.74%，但在 2024 年上升至 57.01%。

短期偿债能力方面，2019 年至 2024 年的流动比率呈现出波动上升的趋势。具体而言，流动比率在 2019-2021 年从 2.12 上升至 4.48，显示出企业在这一个时期的流动性状况逐渐改善。然而，2022 年该指标回落至 1.35。随后的 2023 年和 2024 年，流动比率又重新上升。

此外，速动比率也表现出稳步增长，从 2019 年的 0.75 增加到 2024 年的 0.92，反映出企业的短期偿债能力不断增强。现金流量比率相对稳定，尽管在 2020 年达到 0.60 的高点，但在 2021-2024 年基本维持在 0.21 左右。

图 61：2019-2024 年美股偿债能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产负债率 (%)		59.43	60.25	52.74	60.07	63.63	57.01
流动比率		2.12	4.13	4.48	1.35	2.71	2.57
速动比率		0.75	0.95	1.02	1.01	1.00	0.92
现金流量比率		0.21	0.60	0.21	0.21	0.21	0.21
权益比率		0.43	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45
利息保障倍数		6.37	4.67	14.1	23.41	4.41	0.64

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

总体来看，A 股在去杠杆和优化资本结构方面取得了显著成效，流动性状况明显改善，资产负债率从 2019 年的 55.59% 降至 2024 年的 47.39%。港股则面临较高的负债水平和融资压力，资产负债率平均超过 58%，尽管短期偿债能力有所提升，但整体流动性仍显不足。美股在经历了疫情后的短期债务扩张后，逐步优化了债务结构，短期偿债能力也有所增强，2021 年资产负债率降至 52.74%，2024 年回升至 57.01%。

（四）运营能力分析





4.1 运营能力出现下滑

近5年来，A股的总资产周转率整体呈下降趋势。自2021年达到峰值以来，总资产周转率逐步走低，2024年降至0.58次。全球供应链在新冠疫情期间遭遇断裂式冲击，直接压缩了企业的经营韧性。海外方面，疫情导致港口装卸劳动力短缺与航运网络失衡，进出口航次大量取消或延误，企业面临“原材料进口难、成品出口难”的双重瓶颈。国内层面，防疫管控引发了“原材料停产—零部件短缺—产线停摆”的连锁反应。企业普遍经历生产端断点、仓储端瓶颈与物流端梗阻，导致产能利用率下滑。

供给受限的同时，全球与国内需求同步趋弱。海外消费者因通胀上行与收入预期下降而缩减可选消费，国内终端消费和基建投资恢复也低于预期。因此，需求萎缩叠加供应链阻断，使得企业库存周转天数显著拉长，存货跌价、订单违约风险上升，最终反映为流动资产管理效率和整体运营能力的同步下行。

固定资产周转率的变化趋势与总资产周转率类似，也呈现出轻微下降的趋势，从2021年的4.81次下滑至2024年的4.26次。这一现象部分是由于行业内产能过剩，导致周转率下滑，2024年全行业的产能利用率低于近三年的平均水平。

图 62：2019-2024 年 A 股运营能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总资产周转率 (次)		0.67	0.63	0.67	0.64	0.62	0.58
固定资产周转率 (次)		4.77	4.64	4.81	4.55	4.36	4.26
存货周转率 (次)		5.33	4.84	5.91	5.76	5.85	6.22
应收账款周转率 (次)		24.79	21.82	24.53	19.1	17.37	19.42

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

与此同时，应收账款周转率同样普遍下滑，从2021年的24.53次下降至2024年的19.42次。这一变化的原因在于，经济压力促使企业延长信用期，使得应收账款的增速超过了营收增速。此外，A股市场中货币资金的占比持续下降，企业的现金流压力增大，催收能力也随之减弱。

相对而言，存货周转率则出现了分化，整体呈现轻微上升趋势，从2020年的4.84次上升至2024年的6.22次。这一上升主要受到下游可选消费行业需求回暖的推动，反映在特定行业中，市场需求的改善对存货周转率的积极影响。因此，尽管整体资产周转效率面临挑战，但特定行业的表现仍显示出一定的韧性。

4.2 非国企运营能力更具韧性

总体来看，2019-2024年，无论是国有企业还是非国有企业，其运营能力指标均受到宏观经济增速放缓与结构调整压力的共同影响，表现出不同程度的下滑。国有企业因承担政策与社会职能，其各项周转率的下行幅度更为显著；而非国有企业凭借市场化机制与技术升级，在存货及应收账款管理方面展现出更强的韧性，回升速度也相对较快。

具体而言，国有企业的平均总资产周转率自2019年以来呈波动下行趋势，从2019年的约0.66次下降至2024年的0.57次。这一变化反映出在去杠杆和结构调整的背景下，部分重资产行业的国有企业资产利用效率受到压制。相比之下，非国有企业的总资产周转率同样呈下降态势，从2019年的约0.68次降至2024年的约0.59次，但仍高于国有企业的水平。这表明市场化程度更高的企业在应对需求波动与成本压力方面展现出更强的灵活性。

存货管理方面，国有企业的存货周转率在2019年至2024年间由7.26次降至6.21次，主要原因是大型基础设施与重工业项目的存货规模大幅增加，导致投资回收周期延长，存货去化压力加剧。相对而言，非国有企业的存货周转率从2019年的3.40次降至2020年的3.30次后，依托供应链数字化改造与精益库存管理，2021年开始止跌回升，至2024年回升至6.23次，体现出其在灵活调整生产批量与高效库存管控方面的优势。

应收账款管理方面，国有企业的应收账款周转率自2019年的22.17次降至2024年的18.03次，主要原因在于国有企业承担了更多政策性收款任务，而下游需求的回落使得回款周期延长。此外，部分行业客户的资信问题也增加了资金回收的难度。相对而言，非国有企业的应收账款周转率从2019年的27.41次下降至2022年的17.43次后，通过加强赊销风险管理和运用保理等金融工具，至2024年回升至20.81次，展现出其资金回笼效率的持续改善。

图 63：2019-2024 年 A 股国企与非国企运营能力分析

指标	企业	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总资产周转率 (次)	国有		0.66	0.63	0.68	0.64	0.61	0.57
	非国有		0.68	0.63	0.66	0.64	0.63	0.59
固定资产周转率	国有		5.14	5.16	5.65	5.35	4.93	4.39
	非国有		4.40	4.12	3.97	3.75	3.79	4.13
存货周转率	国有		7.26	6.38	6.73	6.41	6.34	6.21
	非国有		3.40	3.30	5.09	5.11	5.36	6.23
应收账款周转率	国有		22.17	19.78	23.13	20.77	19.82	18.03
	非国有		27.41	23.86	25.93	17.43	14.92	20.81

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

4.3 传统行业普遍承压

A 股的资产周转率呈现出显著的行业分化现象，其中必需消费品和汽车等行业的周转率表现相对稳健或有所改善，而上游资源和传统制造等相关行业则普遍承压，资产周转率持续下行。

具体来看，钢铁行业的资产周转率虽然仍处于高位，但面临持续的压力。受地产链需求崩塌、产能过剩及钢价下跌的影响，2019 年至 2022 年钢铁行业的总资产周转率维持在 1 次左右，2024 年进一步下降至 0.94 次。一方面，环保限产与“双碳”目标抑制了高耗能产能的释放，但存量资产的效率提升有限，另一方面，地产新开工面积连续三年负增长，中游制造业（如机械和汽车）的需求也出现分化。

基础化工行业同样受到需求收缩（如地产链疲软和出口下滑）及产能扩张的影响，总资产周转率持续下行，从 2019 年的 1.13 次下降至 2024 年的 0.62 次。2024 年，原材料如原油和煤炭价格高位震荡，进一步挤压了企业的利润空间，迫使企业降低产能利用率。虽然“双碳”目标加速了落后产能的退出，但部分子行业如纯碱和氟化工仍面临过剩压力。

食品饮料行业受疫情反复，原材料涨价及消费疲软的拖累，2022 年至 2023 年行业周转率维持在 0.70 次左右，但 2024 年有所回暖，达到 0.89 次。2024 年，多地政府通过发放餐饮消费券刺激需求，推动餐饮消费修复。2024 年利率下调降低了企业的财务成本，但温和的通胀抑制了终端的提价能力，部分企业通过降本而非提价来维持周转率。

汽车行业方面，随着供应链的修复及新能源车需求的爆发，总资产周转率由 2022 年的 0.78 次回升至 2024 年的 0.89 次。以旧换新和购置税减免等政策短期内提振了需求，如 2023 年乘用车销量同比增长 9.4%，但 2024 年第一季度需求仍显疲软。电动车的渗透率从 2019 年的 4.7% 上升至 2024 年的 35%，推动了电池和电驱动等资产效率的提升，同时自动驾驶和高压平台等技术的进步也促进了高附加值产品的占比提升，进一步优化了资产效率，例如特斯拉上海工厂的固定资产周转率达到 4.5 次。

表 26：2019-2024 年 A 股各行业总资产周转率（次）

行业名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
有色金属	0.98	1.07	1.33	1.29	1.17	1.19
石油石化	1.20	0.89	1.14	1.21	1.11	1.12
家用电器	0.97	0.89	0.95	0.87	0.85	1.05
钢铁	0.91	0.90	1.15	1.02	0.95	0.94
食品饮料	0.78	0.75	0.74	0.70	0.69	0.89
汽车	0.85	0.81	0.83	0.78	0.80	0.89
农林牧渔	0.94	0.98	0.94	0.97	0.97	0.86
建筑装饰	0.68	0.69	0.71	0.70	0.67	0.82
纺织服饰	0.82	0.65	0.81	0.75	0.80	0.81
商贸零售	1.17	1.14	0.92	0.79	0.85	0.76
轻工制造	0.67	0.67	0.74	0.71	0.67	0.74
医药生物	0.77	0.74	0.75	0.72	0.65	0.73
电子	0.87	0.86	0.86	0.78	0.64	0.65
基础化工	1.13	0.88	0.78	0.78	0.65	0.62
计算机	0.67	0.66	0.73	0.69	0.64	0.57
电力设备	0.52	0.55	0.62	0.68	0.64	0.57
通信	0.59	0.59	0.63	0.57	0.57	0.55
煤炭	0.54	0.52	0.63	0.66	0.56	0.51
交通运输	0.67	0.59	0.85	0.83	0.76	0.50
机械设备	0.55	0.57	0.61	0.56	0.52	0.48
公用事业	0.30	0.30	0.34	0.35	0.34	0.41
美容护理	0.71	0.73	0.67	0.65	0.63	0.39
建筑材料	0.63	0.64	0.70	0.52	0.50	0.38
国防军工	0.43	0.43	0.42	0.40	0.40	0.33
传媒	0.61	0.56	0.53	0.48	0.49	0.33
环保	0.30	0.29	0.32	0.30	0.29	0.27
综合	0.39	0.42	0.42	0.35	0.54	0.26
社会服务	0.73	0.49	0.40	0.33	0.45	0.25
房地产	0.23	0.22	0.22	0.20	0.22	0.19
非银金融	0.15	0.14	0.13	0.11	0.09	0.09
银行	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

4.4 港股营运能力下滑，美股运营效率依然稳健

2019-2020 年，中国香港经济增长放缓以及资金流入的减缓对部分企业的资产周转率造成了压力，尤其是在零售和制造业领域。此期间，港股的资产周转率从 2019 年的 0.56 略微下降至 0.53。相较而言，固定资产周转率与存货周转率受影响较小。

2021-2022 年，随着疫情后的经济修复以及科技行业的快速增长，港股的总资产周转率重新回升至 0.57。然而，2023 年制造业和周期性行业经历了去库存周期，导致存货周转率的修复进程滞后。2022 年，存货周转率下降至 10.60。

2024 年，随着美联储降息预期的升温，南向资金的成交占比达到了 44.2%，成为市场流动性的核心支撑。这一变化使得整体资产周转率维持在约 0.55 的水平，应收账款周转率和固定资产周转率分别为 11.46 和 3.04。

图 64：2019-2024 年港股运营能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总资产周转率 (次)		0.56	0.53	0.57	0.55	0.56	0.55
固定资产周转率 (次)		3.15	3.18	3.48	3.22	3.15	3.04
存货周转率 (次)		10.81	11.18	11.79	10.6	11.29	9.79
应收账款周转率 (次)		11.24	11.11	12.34	11.34	11.54	11.46





数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2020 年，全球疫情引发的供应链中断以及需求萎缩导致美股多个行业的资产周转率急剧下降，从 2019 年的 0.71 降至 2020 年的 0.63。进入 2022 年至 2023 年，美联储加息周期推高了融资成本，企业普遍缩减资本开支。然而，部分企业通过优化资产配置来提升周转率，例如科技公司减少对固定资产的投入，从而使得资产周转率逐渐回升，基本维持在 0.70 左右。尽管资产周转率有回升的趋势，但在 2024 年，半导体及消费品行业的库存水平仍高于历史均值，限制了美股资产周转率的进一步改善，使其略微回落至 0.68。

存货周转率方面，2020 年，全球上市公司整体业绩受到疫情影响，存货周转率处于下降周期，美股的存货周转率从 2019 年的 7.94 下降至 2020 年的 7.36。尽管在 2022 年有所恢复，但由于需求疲软，该指标再次恶化，2024 年降至 7.30。

应收账款周转率方面，2020 年，由于企业延长账期以维持客户关系，普遍出现了应收账款周转率下降的现象，从 2019 年的 12.44 降至 2020 年的 11.79。进入 2023 至 2024 年，应收账款周转率稳步维持在 11.30 以上，显示出企业在管理客户关系和现金流的逐渐改善。

图 65：2019-2024 年美股运营能力分析

指标	趋势	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总资产周转率 (次)		0.71	0.63	0.67	0.71	0.69	0.68
固定资产周转率 (次)		8.18	7.86	9.16	9.70	9.70	10.00
存货周转率 (次)		7.94	7.36	8.06	7.86	7.22	7.3
应收账款周转率 (次)		12.44	11.79	12.79	12.4	11.34	11.53

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

总体来看，A 股和港股在经济压力下表现出不同程度的资产周转率下降。A 股的资产周转率自 2021 年达到峰值后逐步走低，2024 年降至 0.58 次。与此同时，港股的资产周转率也呈现出下滑趋势，从 2019 年的 0.56 次下降至 2024 年的 0.55 次。

对比而言，美股在同一时期通过优化管理和资产配置实现了相对稳定的表现，尤其是在科技行业。美股的资产周转率从 2019 年至 2024 年基本维持在 0.7 次左右。这一稳定性得益于企业在资本支出和运营效率方面的有效管理，尤其是在疫情后，许多科技公司通过创新和数字化转型提升了资产使用效率。

五、上市公司股权激励

（一）从探索到常态化的激励工具

股权激励作为吸引和留住人才的中长期激励工具，同时也是改善公司治理、提高投资者认可程度的市值管理手段，自 2005 年《上市公司股权激励管理办法（试行）》发布以来，经历了政策的持续细化与完善，逐步成为 A 股市场上市公司开展中长期激励与市值管理的常态化工具。

2016 年 7 月，证监会正式发布《上市公司股权激励管理办法》，该办法以信息披露为中心原则和宽进严管的监管理念，推动 A 股逐步形成公司自主决定、市场约束有效的股权激励制度。2019 年新设的科创板创新性地推出了集第一类限制性股票和期权优点的第二类限制性股票，并在股权激励总额、激励对象范围、授予价格机制等方面进行了政策突破。这一系列改革措施在 2016-2020 年规范了股权激励制度，并通过股权激励带来的财富效应，使上市公司逐渐将股权激励视为招揽和挽留核心人才的常态化激励工具。自 2021 年以来，注册制的全面推进进一步促进了 A 股的股权激励实施，同时，税收优惠、信息披露等相关配套政策也相继落地或细化，为股权激励的有效实施提供了更为坚实的基础。

表 27：2000-2023 年 A 股股权激励关键政策一览

时间	法规	关键内容
2005 年 10 月	《中华人民共和国公司法》(2005 年 10 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订)	提出公司收购股份可以预留一年，为股权激励提供股票来源
2005 年 12 月	《上市公司股权激励管理办法（试行）》	股权激励工具一般性规定
2008 年 3 月	《股权激励有关事项备忘录1号、2号、3号》	从激励标的物来源、方案授予对象及数量、信息披露程序等进行进一步从严规范
2014 年 6 月	《上市公司实施员工持股计划试点指导意见》	进一步规范股权激励内容、期限、监管等
2016 年 7 月	《上市公司股权激励管理办法》	股权激励实施进入规范化阶段
2018 年 10 月	《中华人民共和国公司法》（修正版）	简化了股权回购的决策程序，提高了上市公司股权激励计划的灵活性
2019 年 4 月	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	提出第二类限制性股票的概念，第二类限制性股票引入科创板

续表

时间	法规	关键内容
2020年12月	《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020年）》	第二类限制性股票也被引入至创业板，在激励授予价格、激励额度、激励对象范围等方面有所放宽。
2023年2月	《科创板上市公司自律监管指南第4号—股权激励信息披露》	规范上交所科创板上市公司股权激励相关的信息披露行为

数据来源：国务院，证监会，财政部，上交所，深交所，金牛资产管理研究中心整理

自2024年以来，为加快发展新质生产力，促进上市公司重视企业投资价值，多个政策相继出台，鼓励上市公司，特别是科技类上市公司开展股权激励。一方面，新“国九条”明确了市值管理的方向，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。在“市值管理新规”《上市公司监管指引第10号——市值管理》中，股权激励被明确列为市值管理的方式之一，进一步强调了其在提升公司价值中的重要作用。

表 28：2024 年 A 股股权激励关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024年3月	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	完善上市公司股权激励和员工持股计划制度，加强股权激励定价、业绩考核等条件约束，严格员工持股计划定价、对象要求。
2024年4月	《上市公司股权激励管理办法（试行）》	严格上市公司持续监管：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。
2024年4月	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	完善科技型企业股权激励。支持科技型企业上市前设立股权激励计划，上市后持续实施激励，鼓励把核心技术人员纳入激励范围。
2024年6月	《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》	完善股权激励制度。提高股权激励精准性，与投资者更好地实现利益绑定。完善科创板上市公司股权激励实施程序，优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。
2024年7月	《中华人民共和国公司法》（2023年修订）	删除股份公司设立一年后不得转让股份限制
2024年11月	《上市公司监管指引第10号——市值管理》	充分运用股权激励、员工持股计划等工具，合理拟定授予价格、激励对象范围、股票数量和业绩考核条件，强化管理层、员工与上市公司长期利益的一致性。

数据来源：证监会，国务院，国资委，金牛资产管理研究中心整理

另一方面，在新发展阶段，我国现代化产业体系建设加快推进，科技创新催生了新产业、新模式和新动能。作为科技创新的主体，企业在这一过程中扮演着关键角色。证监会在《资

本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》中强调了完善科技型企业股权激励的重要性，旨在通过激励机制的优化，推动科技企业的持续发展和创新能力的提升。

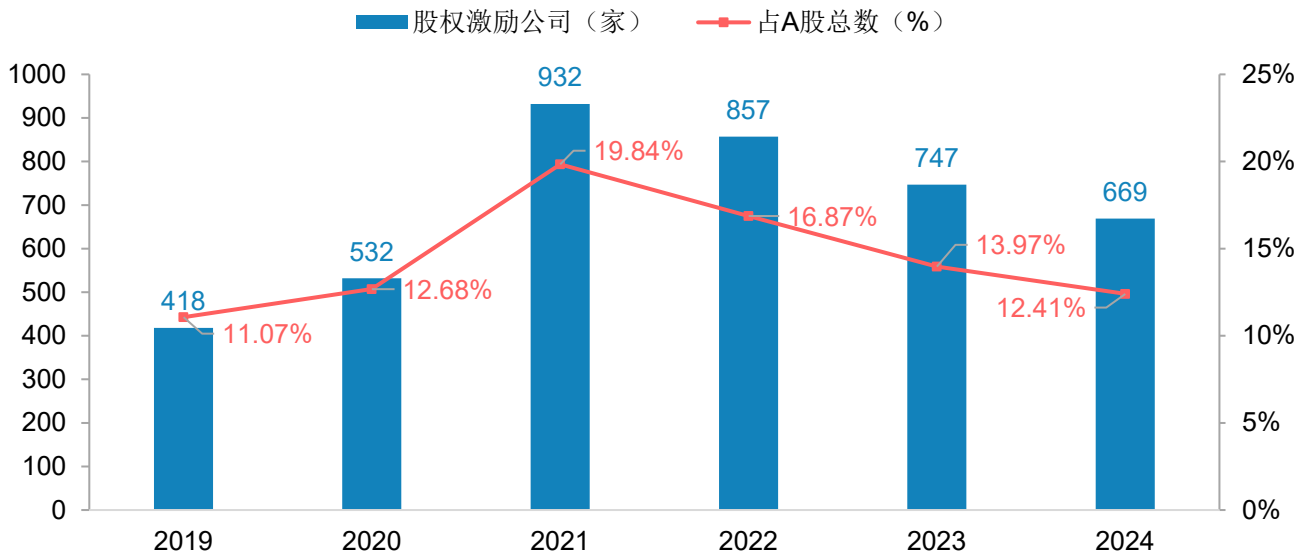
（二）股权激励市场概况

2.1 股权激励市场有所回落

A股股权激励市场呈现出高速增长的趋势。自2016年开始，实施股权激励的A股上市公司数量明显增加，2019年，开展股权激励的上市公司占A股的比重达11.07%。进入2021年，受注册制改革和国企混改的推动，全年超过900家上市公司推出了股权激励计划，实施股权激励的上市公司同比增长75.19%，占A股的比重提升至19.84%，达到了近10年来的峰值。

然而，从2022年开始，股权激励计划的公告总数有所下降，2024年逐步降至669家，较2023年下降10.44%，这表明市场正经历从数量扩张向质量优化的转变。2022-2024年，实施股权激励的上市公司占A股的比重均保持在12%以上，显示出市场的稳定性和持续性。2024年，多期激励计划的占比达61.64%，相比2023年的53.90%有所上升，反映出企业在激励机制上的不断创新与完善。以美的集团为例，该公司连续10年推出股权激励计划，形成了常态化的人才绑定机制，长期激励机制逐渐成熟。

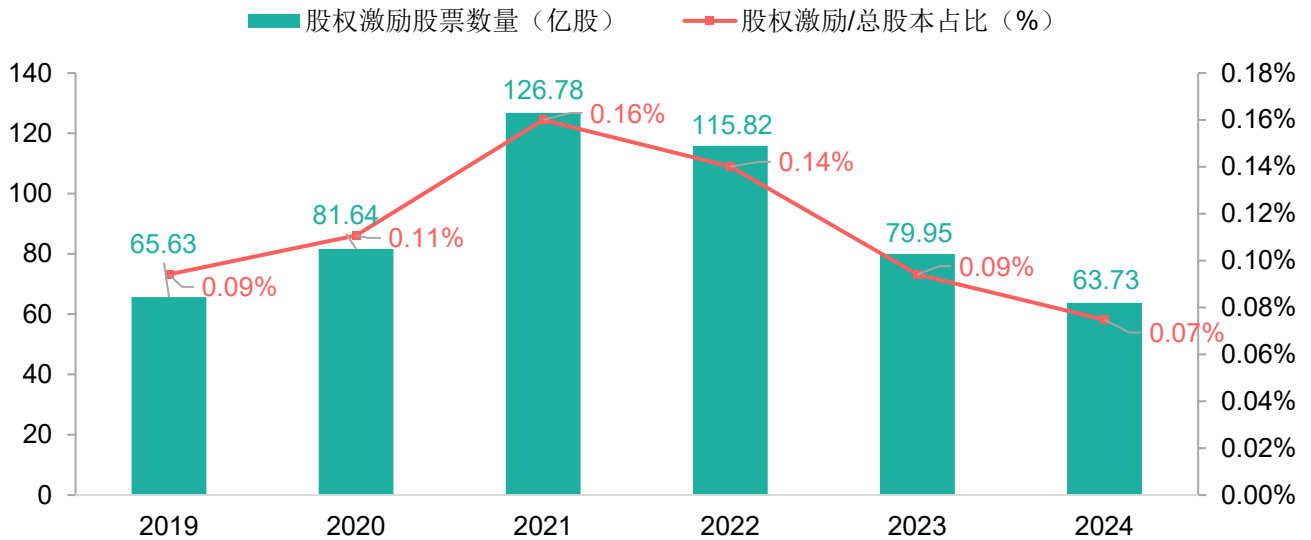
图 66：2019-2024 年 A 股上市公司实施股权激励情况



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从股权激励股票数量的角度来看，A 股市场在 2019-2021 年期间经历了显著增长。具体而言，股权激励股票的数量从 65.63 亿股增加至 126.78 亿股，所占总股本的比重也相应上升，从 0.09% 提升至 0.16%。然而，自 2021 年开始，这一趋势出现了转变。从 2022 年起，股权激励股票数量逐渐下降，2022 年达到 115.82 亿股（占总股本 0.14%），到 2024 年进一步减少至 63.73 亿股（占比仅 0.07%）。

图 67：2019-2024 年 A 股实施股权激励数量及占比（%）



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.2 科技行业表现尤其突出

从行业分布来看，2019-2024 年，A 股上市公司的股权激励呈现出高科技和高端制造行业主导的特征。相对而言，在垄断程度较高的金融和资源类行业中，股权激励的渗透率显著较低，例如银行和煤炭领域的股权激励实施比例基本为 0%。

具体来看，2019 年电子行业在股权激励中占据主导地位，共有 65 家公司实施股权激励，占比达到 16%。其次是计算机和生物医药行业，分别有 46 家和 45 家公司实施股权激励，均占比 11%。

2020-2021 年，受益于全球芯片短缺、数字化转型以及抗疫需求的推动，股权激励市场进一步由科技行业主导。值得注意的是，2020 年 8 月创业板注册制的改革，进一步促进了激励计划向中小型科技企业倾斜，科创板的激励渗透率超过 50%。电子、计算机和医药生物行业的激励计划占比持续上升，合计超过 40%。具体而言，电子行业的股权激励实施企业数量增加至 166 家，占比 18%。此外，受“双碳”政策及国产替代的影响，电力设备领域的激励数量占比在 2024 年也维持在 9%。

2022年，受到宏观经济压力的影响（GDP增速放缓至3%）和资本市场波动（上证指数全年下跌15%），各行业的股权激励数量有所下降，例如电子行业减少至155家，计算机行业降至84家。然而，2023年经济略有复苏，电子行业的股权激励数量回升至175家，占比提升至24%；但受到资本市场低迷的拖累，机械设备和生物医药等其他行业的股权激励实施比例略有下降。

2024年，电子、机械设备、计算机、医药生物和电力设备五大行业的股权激励总占比达到了61.1%，集中度创下历史新高。其中，电子行业实施股权激励的企业数量高达151家，大幅领先于其他行业，占比提升至23%。

综合来看，电子、计算机、医药生物和电力设备行业在实施股权激励方面表现突出，不仅公司数量众多，且渗透率高。这主要得益于这些行业上市公司数量基数大，以及行业发展迅速、竞争激烈的特点，导致对人才的需求旺盛，推动了股权激励等人才管理工具的深度应用与持续发展。

表 29：2019-2024 年各行业股权激励数量（家）及占比（%）

股权激励数量及行业占比 (%)	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
电子	65	16%	100	19%	166	18%	155	18%	175	24%	151	23%
机械设备	24	6%	47	9%	63	7%	82	10%	67	9%	69	10%
计算机	46	11%	82	16%	108	12%	84	10%	84	11%	67	10%
医药生物	45	11%	59	11%	117	13%	93	11%	85	12%	60	9%
基础化工	30	7%	34	6%	81	9%	85	10%	39	5%	59	9%
电力设备	39	9%	41	8%	62	7%	84	10%	70	9%	57	9%
汽车	21	5%	22	4%	40	4%	44	5%	28	4%	37	6%
食品饮料	14	3%	14	3%	32	4%	26	3%	24	3%	21	3%
商贸零售	16	4%	12	2%	23	3%	17	2%	18	2%	18	3%
传媒	15	4%	18	3%	22	2%	15	2%	10	1%	17	3%
环保	8	2%	10	2%	14	2%	18	2%	16	2%	14	2%
家用电器	9	2%	10	2%	28	3%	22	3%	21	3%	14	2%
有色金属	6	1%	17	3%	25	3%	26	3%	14	2%	13	2%
社会服务	17	4%	10	2%	23	3%	20	2%	17	2%	13	2%
纺织服饰	9	2%	6	1%	21	2%	8	1%	19	3%	12	2%
国防军工	6	1%	7	1%	19	2%	17	2%	8	1%	9	1%
轻工制造	4	1%	4	1%	7	1%	9	1%	3	0%	6	1%
交通运输	14	3%	7	1%	10	1%	11	1%	6	1%	6	1%
建筑装饰	6	1%	7	1%	8	1%	4	0%	10	1%	4	1%
石油石化	1	0%	0	0%	2	0%	5	1%	2	0%	4	1%
公用事业	4	1%	4	1%	9	1%	2	0%	5	1%	4	1%
农林牧渔	4	1%	1	0%	5	1%	7	1%	6	1%	3	0%
建筑材料	2	0%	1	0%	4	0%	5	1%	2	0%	3	0%
综合	0	0%	6	1%	4	0%	4	0%	1	0%	2	0%
非银金融	2	0%	1	0%	3	0%	0	0%	1	0%	1	0%
钢铁	3	1%	3	1%	6	1%	4	0%	4	1%	1	0%
通信	1	0%	0	0%	2	0%	4	0%	0	0%	0	0%
房地产	4	1%	2	0%	2	0%	1	0%	2	0%	0	0%
美容护理	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
煤炭	0	0%	1	0%	2	0%	1	0%	1	0%	0	0%
银行	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 民营企业是股权激励主力军

从企业性质分布来看，民营上市公司是开展股权激励的主导力量。在 2019 至 2024 年期间，实施股权激励的民营企业数量稳居首位，从 2019 年的 285 家（占比 68.18%）上升至 2024 年的 561 家（占比 83.86%）。这主要得益于科创板和创业板注册制的落地，推动科技型民营企业通过股权激励有效绑定核心人才。由于民营企业融资渠道相对有限，股权激励已成为其低成本吸引和保留人才的重要手段。

表 30：2019-2024 年实施股权激励的上市公司所有制形式数量（家）及占比（%）

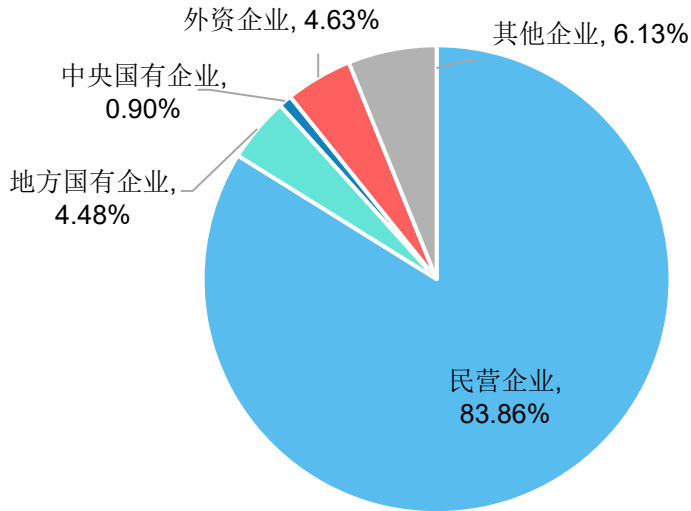
	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
民营企业	285	68.18%	381	71.62%	707	75.86%	691	80.63%	605	80.99%	561	83.86%
地方国有企业	43	10.29%	50	9.40%	63	6.76%	54	6.30%	38	5.09%	30	4.48%
中央国有企业	34	8.13%	30	5.64%	49	5.26%	37	4.32%	12	1.61%	6	0.90%
外资企业	20	4.78%	18	3.38%	50	5.36%	24	2.80%	39	5.22%	31	4.63%
其他企业	36	8.61%	53	9.96%	63	6.76%	51	5.95%	53	7.10%	41	6.13%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

相比之下，国有企业在股权激励方面的参与度有所下滑。地方国有企业的股权激励数量从 2019 年的 43 家（占比 10.29%）下降至 2024 年的 30 家（占比 4.48%）。中央国有企业的股权激励数量同样大幅下降，从 2019 年的 34 家（占比 8.13%）减少至 2024 年的 6 家（占比仅 0.90%）。下滑原因主要在于国有企业在实施股权激励时需要经过国资委的审批，并且必须满足“净资产收益率、利润增长率”等硬性指标，这导致了国企激励实施的门槛较高、周期较长。

此外，外资企业的股权激励数量也略有上升，从 2019 年的 20 家（占比 4.78%）提升至 2024 年的 31 家（占比 4.63%）。尽管外资企业在整体数量上仍然较少，但其股权激励的增加趋势表明，外资企业对人才管理工具的重视程度正在逐步提高。

图 68：2024 年实施股权激励的上市公司所有制形式情况



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.4 市值呈现金字塔结构

A 股市场上实施股权激励的上市公司市值呈现典型的金字塔分布。在所有实施股权激励的企业中，市值在 50 亿元及以下的公司数量最多，而市值在 500 亿元以上的公司的比例则不足个位数。根据统计，约 90% 的激励企业集中在 500 亿元以下的市值区间。

2019-2024 年，市值 50 亿元以下的实施股权激励的上市公司数量从 2019 年的 202 家（占比 48.33%）增加至 2024 年的 369 家（占比 55.16%）。中小市值企业通常面临融资约束和人才竞争压力，因此股权激励成为这些企业突破资源瓶颈的核心工具。市值在 50 亿-100 亿元的实施股权激励的上市公司，数量从 88 家（占比 21.05%）增加至 151 家（占比 22.57%）。市值在 100 亿-500 亿元的公司处于快速成长期，股权激励不仅能够绑定核心团队，还能向市场传递增长信心，因此该类公司从 2019 年的 99 家增加至 129 家，占比保持在约 20% 左右。这类企业通常具有较大的发展潜力，未来有可能成为行业的领导者，因此对人才的需求强烈，股权激励的需求也相应较高。

最后，市值在 500 亿元以上的企业大多已成为行业的领先者或龙头企业，许多企业处于资源型或垄断型行业。这些公司往往已建立成熟的薪酬体系，股东结构复杂，激励方案设计难度较大。截至 2024 年，市值 500 亿元以上的实施股权激励上市公司仅有 20 家，占比约 3.0%。

表 31：2019-2024 年实施股权激励的上市公司市值的数量（家）及占比（%）

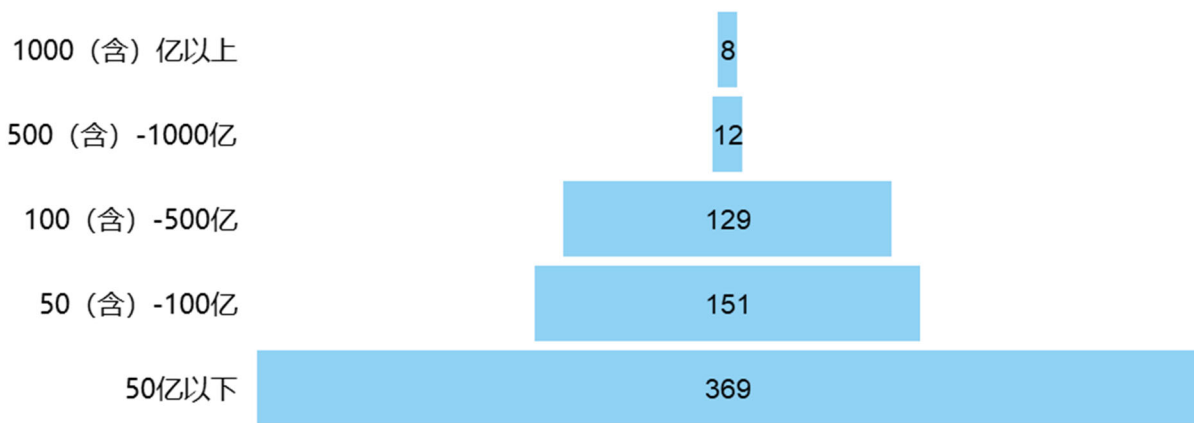
	2019		2020		2021		2022		2023		2024	
50亿以下	202	48.33%	188	35.34%	356	38.20%	361	42.12%	320	42.84%	369	55.16%
50 (含) -100亿	88	21.05%	136	25.56%	229	24.57%	184	21.47%	181	24.23%	151	22.57%
100 (含) -500亿	99	23.68%	156	29.32%	269	28.86%	235	27.42%	207	27.71%	129	19.28%
500 (含) -1000亿	17	4.07%	30	5.64%	40	4.29%	44	5.13%	25	3.35%	12	1.79%
1000 (含) 亿以上	12	2.87%	22	4.14%	38	4.08%	33	3.85%	14	1.87%	8	1.20%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2024 年，A 股上市公司的股权激励计划高度集中于中小市值公司，尤其是市值在 50 亿以下的企业。其中，55.16%的股权激励计划对应的公司市值在 50 亿元以下，显示出小型企业在实施股权激励方面的积极性。此外，市值在 50 亿至 100 亿的公司占比为 22.57%，而市值在 100 亿至 500 亿的公司占比为 19.28%。这两者合计超过 40%，反映出中型企业在激励计划中同样表现活跃。

相对而言，市值在 500 亿以上的公司合计仅占 2.99%，其中市值在 500 亿至 1,000 亿的公司占比为 1.79%，而市值在 1,000 亿以上的公司占比为 1.20%。这一数据表明，尽管大企业在市场中占据重要地位，但中小市值公司在股权激励的实施上更为积极，反映出这类公司通过股权激励弥补资源短板、激发团队活力的迫切需求。相对而言，大市值公司由于市场地位稳固，股权激励的边际效用较低，实施股权激励的比例显著低于其市值权重。

图 69：2024 年实施股权激励的上市公司市值分布



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（三）第二类限制性股票成为主流

股权激励工具一般可分为股票期权、限制性股票、业绩股票，以及股票增值权和虚拟股票。目前，A股市场现行的股权激励工具包括股票期权、限制性股票、股票增值权三种，其中限制性股票分为第一类限制性股票与第二类限制性股票两类。更广义地来看，股权激励工具还包括了根据《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》实施的、具备激励属性的员工持股计划。

根据现行的《深交所创业板股票上市规则（2023年修订）》，限制性股票的类型分为两种。第一种是“激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让等部分权利受到限制的本公司股票”。这一定义与《上市公司股权激励管理办法》第二十二条的规定相同，通常被称为“第一类限制性股票”。第二种类型是“符合股权激励计划授予条件的激励对象，在满足相应获益条件后分次获得并登记的本公司股票”，这被称为“第二类限制性股票”。

表 32：上市公司股权激励工具对比

	第一类限制性股票	第二类限制性股票	股票期权
使用板块	主板、创业板、科创板、北交所	创业板、科创板	主板、创业板、科创板、北交所
激励定价	折价不低于 50%：不低于草案公布前 1 个交易日或 20 个/60 个/120 个交易日均价的 50%	折价不低于 50%：不低于草案公布前 1 个交易日或 20 个/60 个/120 个交易日均价的 50%	交易均价：草案公布前 1 个交易日或 20 个/60 个/120 个交易日均价
激励力度	10%以内：不超过总股本的 10%	20%以内：不超过总股本的 20%	10%以内：不超过总股本的 10%
授权范围	5%的重要股东除外：包括董事、高级管理人员，核心技术人员等；5%以上股东或实控人不得参与	核心人员：包括董事、高级管理人员，核心技术人员等；5%以上股东或实控人可以参与	5%的重要股东除外：包括董事、高级管理人员，核心技术人员等；5%以上股东或实控人不得参与
出资时点	授予出资：授予时一次性出资	归属出资：归属时出资，分批归属则分批出资	行权出资：行权时出资，分批行权则分批出资
解锁期限	12 个月：授予日与首次解除限售日间隔不少于 12 个月	无规定：一般实践中为 12 个月	12 个月：授予日与首次解除限售日间隔不少于 12 个月
股权登记时点	授予时登记至个人名下	归属时登记至个人名下	行权时登记至个人名下

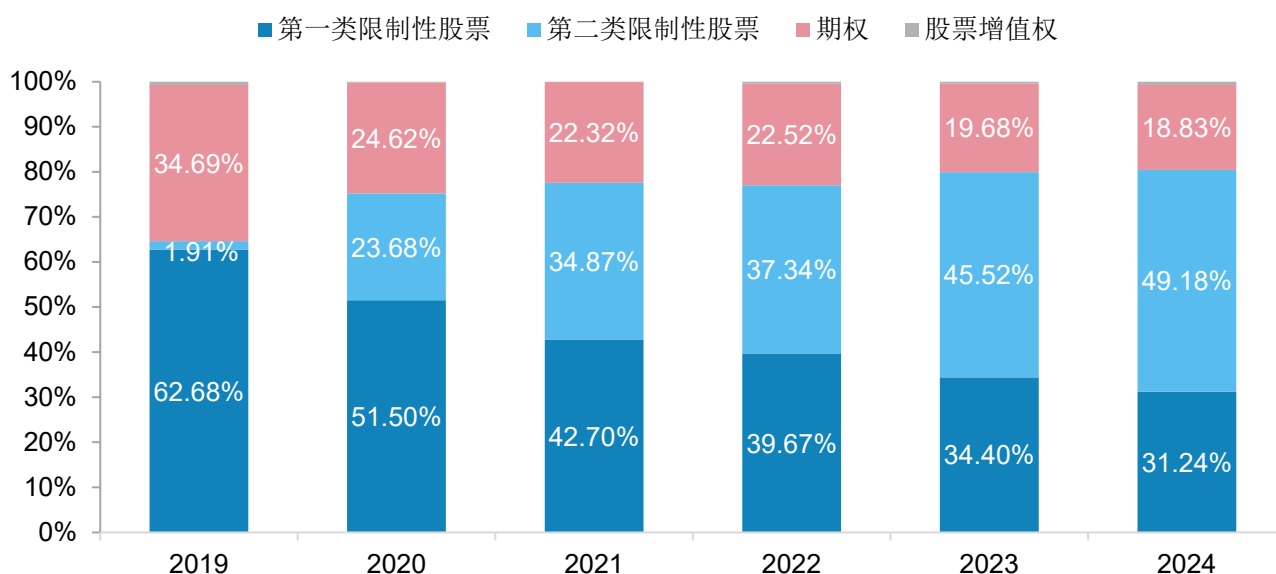
数据来源：证监会，上交所，深交所，金牛资产管理研究中心整理

自科创板成立以来，随着创业板注册制改革的推广，大量科技企业开始实施第二类限制性股票的激励，这一工具逐渐成为股权激励的主要形式。由于第二类限制性股票具有更为广泛的激励范围、更优的价格折扣、更大的激励比例，且激励对象仅需达到归属条件时才出资等特征，使用该激励工具的上市公司数量呈现爆发式增长，从 2019 年的 8 家增加至 2024 年的 329 家，复合增速高达 110.29%。2024 年，第二类限制性股票在 A 股股权激励工具中的占比达 49.18%，远超第一类限制性股票的 31.24% 和期权的 18.83%。

与此同时，第一类限制性股票的占比出现下降，早期在国企改革中较为常用。随着第二类工具的普及，第一类限制性股票的使用频率显著下降。2024 年，第一类限制性股票使用次数为 209 次，但仍有一些行业（如纺织业的沪主板企业）偏好使用第一类限制性股票。此外，2024 年个别案例（如某基础建筑公司）采用了“第一类+期权”的组合，显示出第一类限制性股票并未被完全替代。

此外，期权作为一种历史较长的激励工具，仍保持一定的使用比例。2024 年，期权的使用次数为 126 次，在股权激励工具中占比维持在 20% 以下。另一方面，股票增值权以现金结算，对企业的现金流要求较高，且激励力度相对较弱，历年占比不足 1%。在 2024 年，仅有 5 家企业采用股票增值权，多用于特殊案例（如境外员工激励）。

图 70：A 股股权激励的工具结构变化



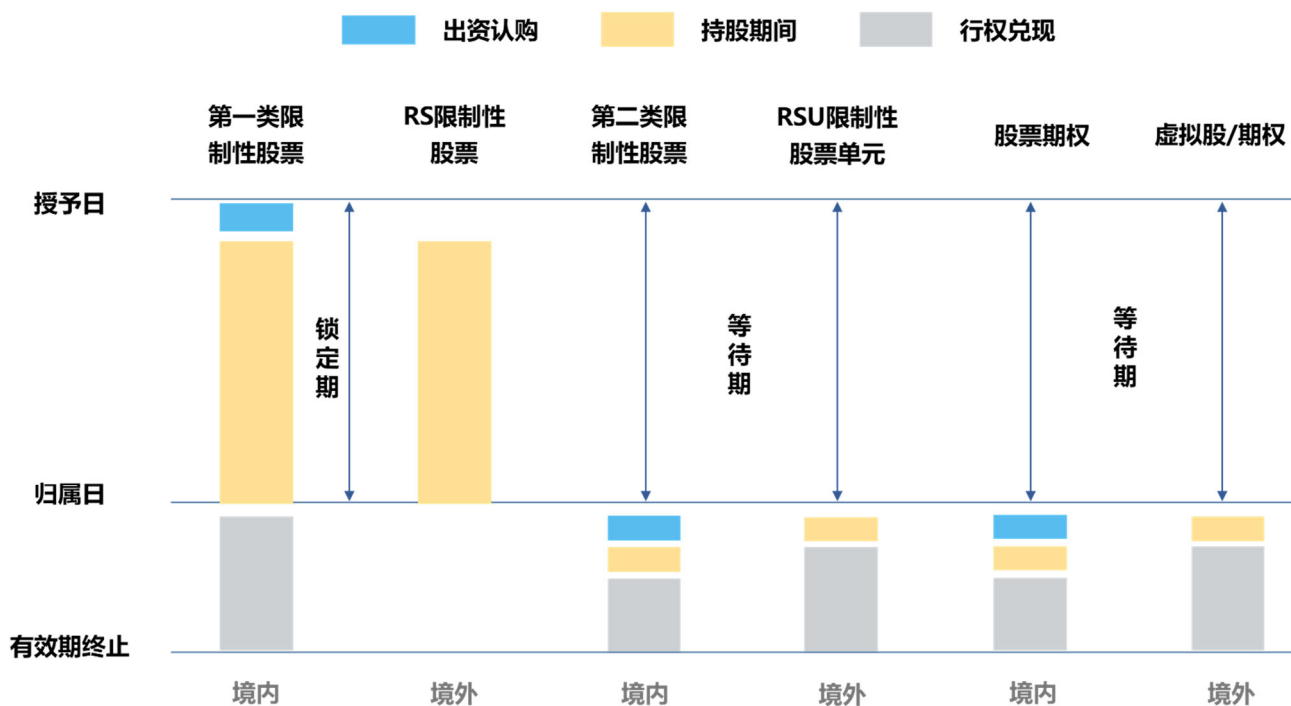
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（四）美国股权激励优势显著

中美股权激励工具在种类上存在相似之处，但在获取成本和限制条件方面，美国的股权激励显著更具优势。具体而言，中美股权激励工具主要可以分为两类：第一类是通过提前出资对员工形成强约束的限制性股票，这一类别在美国对应于限制性股票（RS）；第二类则是员工自主空间较大的限制性股票和股票期权，分别对应于美国的限制性股票单位（RSU）和股票期权。需要注意的是，国内的第二类限制性股票目前仅适用于科创板和创业板上市公司，并且A股市场对各类股权激励的激励力度及业绩考核标准均有明确规定。

相比之下，美国的股权激励工具展现出更强的灵活性。首先，员工在获取股权激励时的支付成本较低，通常情况下，美国的股权激励作为薪资的重要组成部分，员工在获取时往往免除支付对价。其次，美国的股权激励工具在发展初期主要以增强员工归属感为目的，因此激励的比重相对较少，激励考核的标准也相对宽松。这种灵活性使得美国企业能够更有效地吸引和留住人才，从而推动企业的长期发展。

图 71：中美常用股权激励工具对比



数据来源：招商证券，金牛资产管理研究中心整理

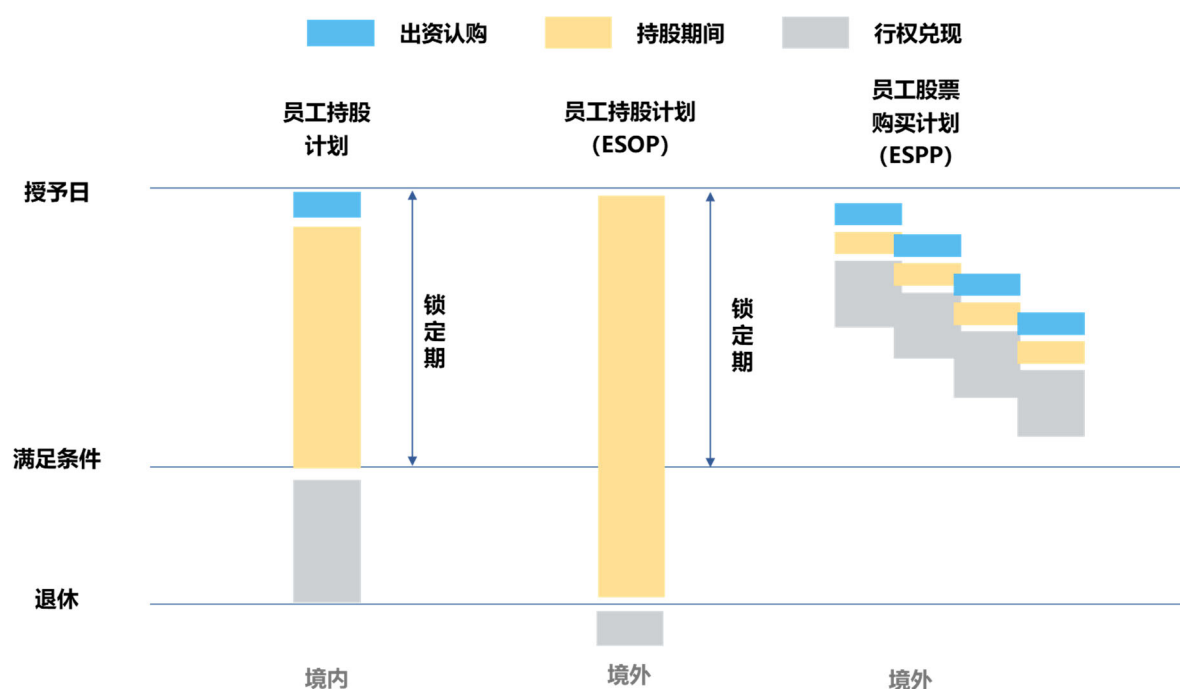
表 33：中美股权激励工具对比

类型	中国股权激励工具	美国股权激励工具
授予价格	期权：行权价格原则上不低于市场价格	期权：行权价格原则上不低于市场价格
	限制性股票：原则上不低于市场价格 50%	RS/RSU：无限制
应用限制	第二类限制性股票只能用于科创板/创业板	无限制
结算方式	除现金增值权外，不可用现金结算	RSU可以用现金结算
激励数量	不超过总股本10%	无明确规定
业绩考核	个人层面+公司层面业绩考核	无明确规定
行权要求	除第二类限制性股票未明确规定解锁期，锁定期通常在12个月	无明确规定

数据来源：证监会，招商证券，金牛资产管理研究中心整理

美国的持股计划通常面向全体员工，并与员工的任职时长相绑定，这种设计旨在增强员工的归属感和忠诚度。在美国，员工持股计划主要分为两类：员工股票拥有计划（ESOP）和员工股票购买计划（ESPP）。其中，ESOP 更多地应用于非上市公司，其制度期限与员工的任职时长密切相关，旨在激励员工长期服务于公司；而 ESPP 则通常涉及全体员工，信息披露质量较高，主要用于上市公司，旨在通过提供股票购买机会来激励员工。

图 72：中美员工持股计划对比



数据来源：招商证券，金牛资产管理研究中心整理

相比之下，中国的员工持股计划虽然也是股权激励的一种形式，但其激励性质更为明显，通常仅面向公司内部的特定对象。这种差异反映了中美两国在股权激励设计上的不同思路。中国的员工持股计划不与员工的工资直接关联，更多地强调对特定员工的激励效果，旨在通过股权的方式增强核心员工的积极性和对公司的忠诚度。

表 34：中美员工持股计划对比类型

	境内员工持股计划	境外员工持股计划（ESOP）	境外员工股票购买计划（ESPP）
授予价格	灵活选择	0 元/折扣价	不低于市场价格的 85%
股份来源	二级市场购买/公司回购 库存股/非公开发行/股东 赠予	二级市场购买	二级市场购买/定向发行
激励规模	不超过公司总股本的 10%	无明确限制	无明确限制
税收差异	无税收优惠	公司有税收优惠	递延至股票出售时纳税
兑现安排	持股期限不低于 12 个 月，非公开发行不低于 36 个月，锁定期结束后 兑现	员工退休后	行权/购买后（无锁定期）

数据来源：证监会，招商证券，金牛资产管理研究中心整理

（五）股权激励对股价的影响

研究的数据样本空间涵盖了 2019 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日上市公司实施股权激励的案例，最终样本数量共计 4156 个。计算了预案公告日（T）至 T+N（N 个交易日）区间的超额收益，并通过算术平均值来表示股权激励预案公告在 T+N 时间点对股价收益的影响。超额收益的计算以万得全 A 指数为基准，计算公式为股权激励预案的平均日均超额收益=（各股权激励日均涨跌幅-万得全 A 日均涨跌幅）总和/股权激励数量。

在股价表现方面，无论是在预案公告日还是首次实施日后的 1 年内，实施股权激励的上市公司平均股价总体呈现上涨趋势。具体而言，从预案日起，实施股权激励的上市公司在 T+1、T+10、T+20、T+60、T+100、T+150、T+200 和 T+300 的平均累计超额收益表现出以下规律：

预案日起，实施股权激励的上市公司在 T+1、T+10、T+20、T+60、T+100、T+150、T+200、T+300 相对行业的平均累计超额收益有以下规律：

- 1) 短期内（T+0、T+10、T+20），股权激励预案的公布对股价有一定的提振作用，

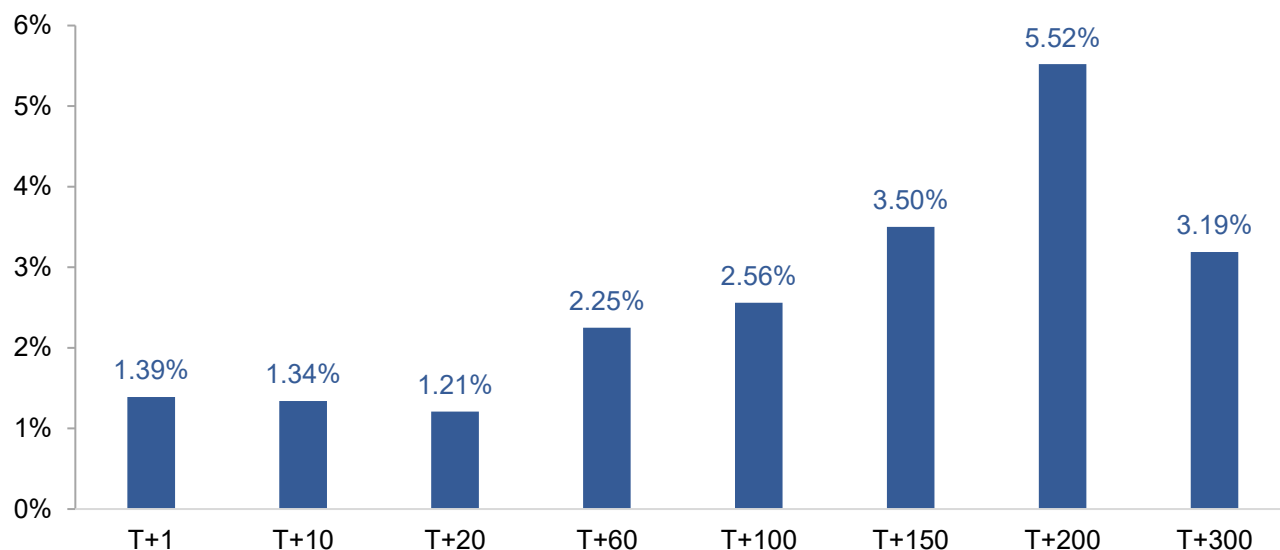
股权激励公告在预案日后的 20 个交易日内，累计超额收益维持 1.30%左右；

2) 中长期 (T+60、T+100、T+150)，股权激励对股价的驱动更加显著，预案日后的累计超额收益有明显递增的倾向，T+150 的累计超额收益达 3.50%；

3) 长期 (T+200、T+300) 来看，超额收益到达顶峰后开始下滑，股权激励在 200 个交易日后的累计超额收益达 5.52%，但随着时间的推移逐步下滑，在 300 个交易日后的累计超额收益下降至 3.19%。

股权激励有助于提升企业价值创造能力和市场表现。股权激励通过绑定管理层与股东利益降低管理者委托代理成本。首先，股权激励可以促使管理者通过加大研发投入等方式提高企业盈利水平，形成核心竞争力；其次，当企业价值被低估时，管理者会更有积极性适时采取分红、增持回购等方式，推动股价回归至正常水平。

图 73: A 股实施股权激励上市公司平均累计超额收益 (%)



数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

六、并购市场分析

（一）从市场化探索到规范化发展驱动

2000 年以前，我国企业的并购重组行为缺乏强有力的制度规范，存在信息披露不完善等诸多问题。自 2000 年以来，政府和监管层相继出台了大量法律法规，以规范上市公司的并购重组行为，初步建立了我国并购重组市场的制度框架。2008 年，《重大资产重组管理办法》的出台为现行重组管理办法的框架和雏形奠定了基础。

2014 年起，随着经济增长放缓、传统产业转型升级需求加大以及互联网等新兴产业的快速发展，政策上进一步加大对并购重组的支持力度，激发了市场活力。然而，在并购重组市场快速发展的同时，也出现了个别投资非理性行为。2016 年，针对并购重组的监管明显加强，特别是对高溢价、炒壳等乱象的监管收紧，并限制跨界并购，导致并购市场逐渐降温。

2018 年下半年开始，监管层逐步有目的、有节奏地放宽对并购重组的限制。2019 年，科创板设立并试点注册制，尽管并购重组中的“三高”问题仍然受到严格监管，监管部门持续打击恶意炒壳等违法违规行为，并遏制“忽悠式”重组和盲目跨界重组等乱象。2023 年 2 月，全面注册制改革正式落地，证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》进行了全面修订，针对重组认定标准、重组条件以及停复牌要求等方面进行了修改和完善。此后，围绕并购重组提质增效的一系列政策相继出台，旨在进一步优化市场环境。这些政策包括延长发行股份类重组的财务数据有效期、优化再融资监管以及发布定向可转债重组规则等。

表 35：2000-2023 年并购重组关键政策一览

时间	法规	关键内容
2001 年 12 月	《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》	首次较为系统地对重大资产重组的定义、计算原则、审批程序等做了规定。
2008 年 4 月	《上市公司重大资产重组管理办法》	涵盖了重大资产重组的原则和标准、程序、信息管理，发行股份购买资产的特别规定，重大资产重组后申请发行新股或者公司债券，监督管理和法律责任等内容。
2014 年 5 月	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	鼓励市场化并购重组,充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。
2016 年 9 月	《上市公司重大资产重组管理办法》	针对借壳上市细化监管，具体包括：明确借壳上市不得进行配套融资；在借壳界定指标方面，将原有的总资产指标扩展至总资产、净资产、新发行股份、营业收入、净利润以及主营业务根本变化等六个方面的指标等。

续表

时间	法规	关键内容
2018年10月	《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》	明确了并购重组“小额快速”审核的适用情形和不适用情形，以及规定配套融资可以用于补流和偿债，进一步新增了并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型。
2019年10月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	主要修改内容包括：一是简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标。二是允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易等。
2020年3月	《上市公司收购管理办法》	取消现金重组上市的行政许可、取消要约收购豁免的行政许可。
2023年2月	《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》修订	按照注册制，全面修订重组审核和注册流程、认定标准及定价机制（增加营业收入5000万标准、发行8折底价）、信息披露和监管要求。

数据来源：证监会，中国政府网，上交所，深交所，金牛资产管理研究中心整理

2024年，政策全面转向支持产业升级，放宽未盈利资产的准入，鼓励科技整合，并优化审核效率，推动国有资本主导的产业并购。在这一背景下，科技和军工等领域的交易激增，并购成功率创下十年来的新高，标志着A股并购市场正式进入以新质生产力驱动的高质量发展阶段。

这一年中，A股并购政策密集出台，新一轮宽松周期逐步开启。2024年2月，证监会召开并购重组座谈会，强调上市公司应切实利用并购重组工具，抓住机遇注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合。3月15日，证监会密集推出四项重磅新政，其中《关于加强上市公司监管的意见（试行）》再次提出支持上市公司通过并购重组提升投资价值。4月，新“国九条”发布，鼓励上市公司运用并购重组提高发展质量，并明确强调要加大并购重组改革力度，以多措并举活跃并购重组市场。6月，“科创板八条”提出更大力度支持并购重组，鼓励科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，以提升产业协同效应。9月，证监会发布新规“并购六条”，以发展新质生产力和支持产业整合为出发点，从监管包容度、支付、审核和中介服务等环节进一步提升并购重组的效率。

表 36：2024 年并购重组关键政策一览

时间	政策文件	关键信息
2024 年 3 月	证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	支持上市公司通过并购重组提升投资价值，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。加强对平组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。
2024 年 4 月	《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》（新“国九条”）	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。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。
2024 年 4 月	《关于严格执行退市制度的意见》	一是以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并。二是以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。三是完善吸收合并相关政策，打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。
2024 年 4 月	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	集中力量支持重大科技攻关，优先支持突破关键核心技术的科技型企业上市融资、并购重组、债券发行；推动科技型企业高效实施并购重组，持续深化并购重组市场化改革，适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性。
2024 年 6 月	《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》	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。
2024 年 9 月	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。证监会将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。二是鼓励上市公司加强产业整合，助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。三是进一步提高监管包容度。四是提升重组市场交易效率。

数据来源：证监会，新华网，金牛资产管理研究中心整理

（二） 并购市场概况

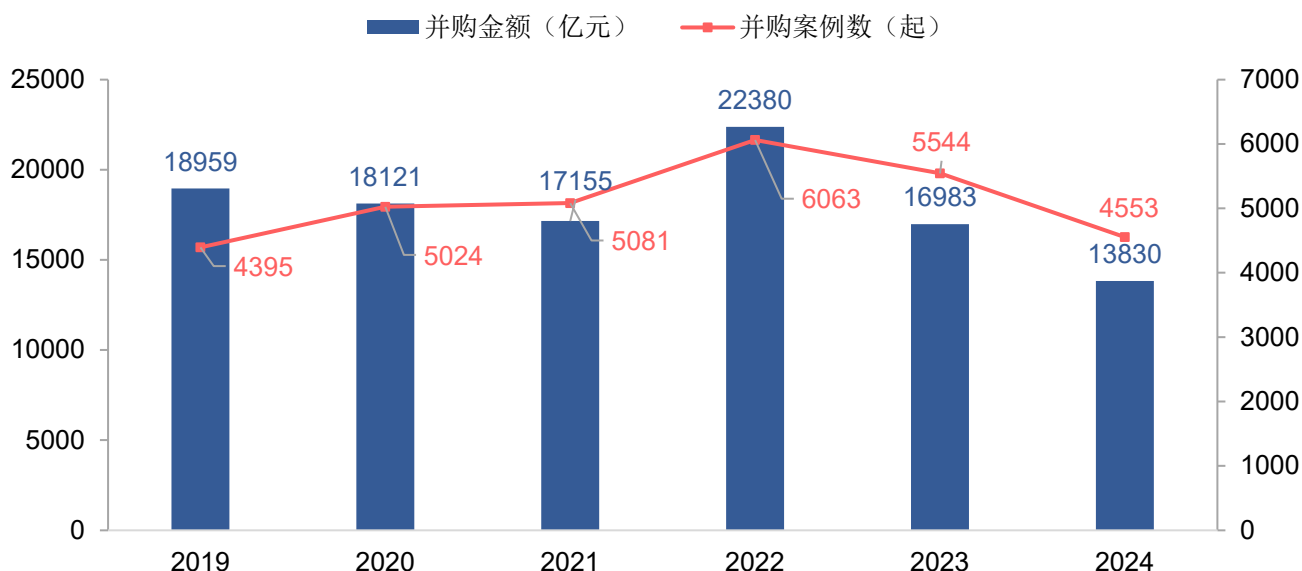
2.1 并购市场波动下滑

自 2015 年并购交易达到峰值后，A 股并购活动因监管趋严等因素呈现波动下滑的趋势。在政策收紧的背景下，并购市场逐渐降温，交易规模从 2015 年的高峰回落至 2017 年的 1.41 万亿元。自 2019 年注册制实施以来，A 股进入了 IPO 热潮期，并购交易数量也有所降温，2020 年和 2021 年的并购交易数量仅为约 5000 起。

2023 年，监管层明确禁止教育、影视等行业的跨界并购，并对“炒壳”行为加强审查，导致此前活跃的借壳上市交易大幅减少，A 股并购市场的交易数量同比下降约 9%，从 2022 年的 6063 起降至 5544 起。2024 年，在 IPO 市场发行继续收紧的情况下，全年中国并购市场共发生 4553 起并购事件，同比下降 17.88%；已披露的交易规模约为 13830 亿元，同比下降 18.57%。

从季度数据来看，2024 年各季度并购交易数量逐季度上升，分别为 854 件、1,063 件、1149 件和 1487 件。下半年并购交易规模也有明显上升，分别为 2154 亿元、2417 亿元、4698 亿元和 4561 亿元。尽管第四季度“并购六条”等政策刺激预案数量激增，单季度占全年 47.8%，但政策的传导至交易落地仍需时间，短期内难以扭转全年颓势。

图 74：2019-2024 年中国并购市场统计



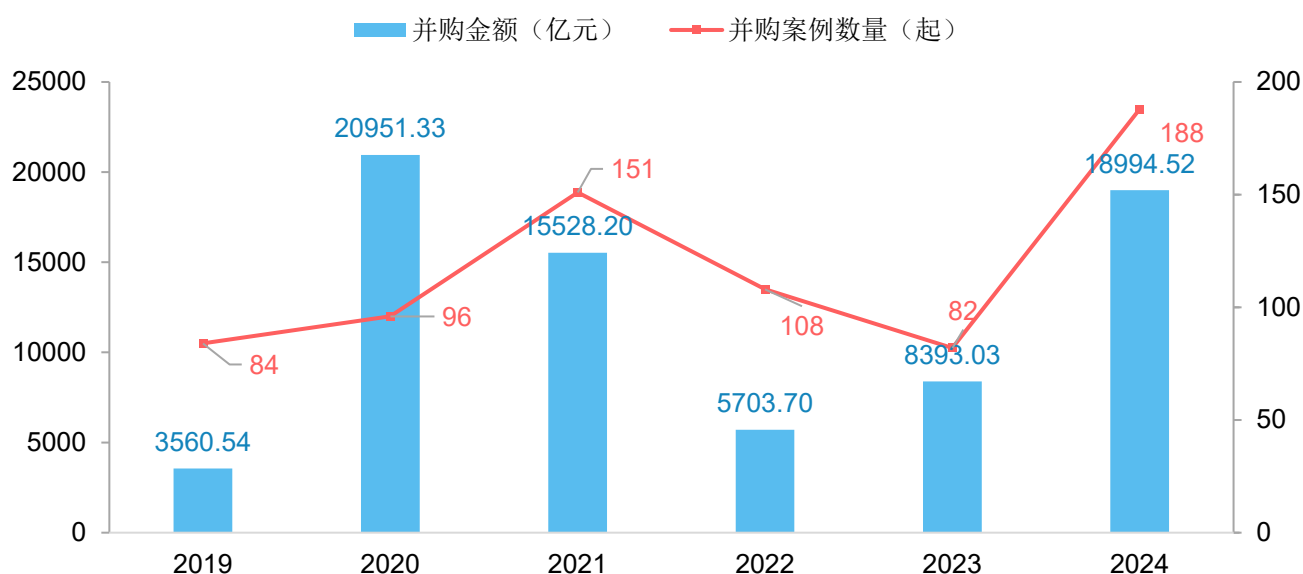
注：以上事件均以首次公告日为准，剔除失败事件，包含境内并购、出境并购、入境并购。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.2 并购类型逐步分化

从 A 股上市公司间的并购情况来看，自 2020 年以来，二级市场的低迷状况显著抑制了上市公司的并购动力，导致并购案例数量持续下降。2022 年，上市公司并购的金额仅为 5703.70 亿元。2024 年，为促进并购活动的复苏，国家出台了“并购六条”政策，进一步放宽了估值要求，并简化了审核流程。这些措施有效推动了重大重组案例的增长，上市公司并购活动在逆势中强劲反弹。2024 年，上市公司并购案例数量达 188 件，金额高达 18,994.52 亿元，创下新的历史高峰。

图 75：2019-2024 年 A 股上市公司间并购统计

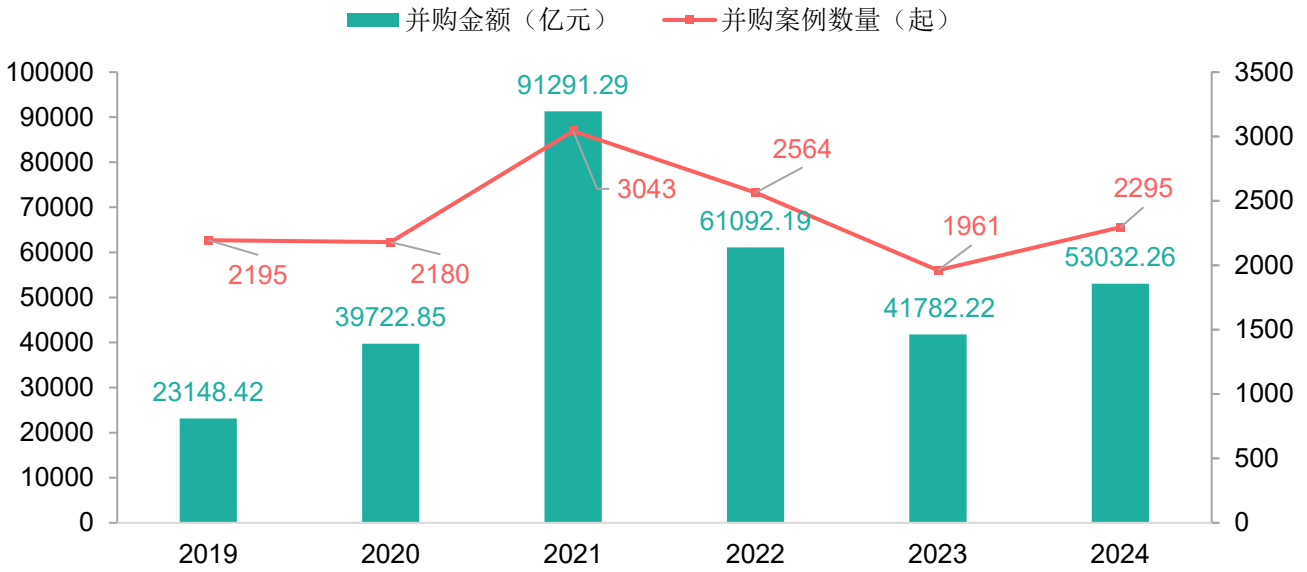


注：买方、标的方均为上市公司。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从 A 股上市公司对非上市公司的并购情况来看，由于非上市公司的并购市盈率显著低于上市公司，并叠加流动性折扣，因此选择非上市公司作为并购标的的成本相对较低，这使得非上市公司的并购热度高于上市公司。2021 年，非上市公司作为并购标的的市场达到峰值，当年并购案例数量达到 3043 件，并购金额高达 91,291.29 亿元。然而，随后出现标的向上市公司的转变，特别是大市值产业型公司占比提升至 2/3，分流了对非上市公司作为并购标的的需求。2024 年，A 股上市公司对非上市公司的并购案例数量降至 2295 件，并购金额为 53,032.26 亿元。

图 76：2019-2024 年 A 股上市公司并购非上市公司统计



注：买方为上市公司，标的方为非上市公司。

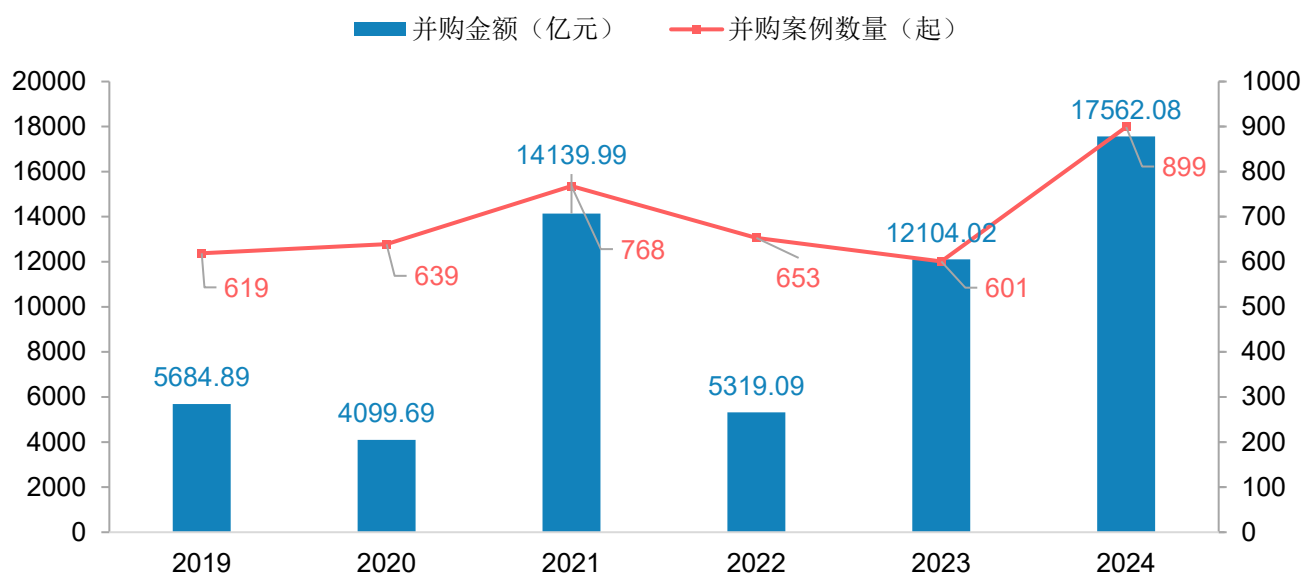
数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从非上市公司之间的并购情况来看，2019-2021 年，市场总体呈现波动上升的趋势。尽管 2020 年受到疫情的影响，整体并购市场出现短暂下滑，但在 2021 年，由于融资渠道的受限，非上市公司通过协议转让、增资等非公开方式加速了行业整合，推动并购金额从 2019 年的 5,684.89 亿元上升至 14,139.99 亿元。

2022 年，市场理性化趋势明显，非上市公司的交易活跃度受到 IPO 退出难度加大的制约，导致并购案例数量回落至 653 件，并购金额仅为 5319.09 亿元。

然而，自 2023 年起，政策开始鼓励跨界收购和私募基金参与并购，给予非上市公司间交易新的动力。医疗健康和先进制造等领域迅速成为热点，市场因此逐步回暖。2024 年，国内并购交易规模再度回升，但非上市公司之间的交易呈现出“小额高频”的特征。2024 年，并购总金额达到 17,562.08 亿元，案例数量为 899 件，显示出市场的复苏与新动向。

图 77：2019-2024 年非上市公司间并购上市公司统计



注：买方为非上市公司，标的方为上市公司。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

2.3 并购市场行业集中度提升

从行业层面来看，中国并购重组经历了从周期性行业到 TMT 再到制造行业的焦点切换。自 2008 年并购重组萌芽阶段以来，交易金额较高的行业主要集中在金融、银行、地产、钢铁和煤炭等传统周期行业。在 2013 至 2016 年的并购浪潮中，以传媒和互联网为代表的 TMT 行业交易金额居前。2018 年短暂回暖的并购市场中，医药、电子和汽车等制造业成为新的重组方向。

医药行业的并购活动显著提速，尤其在零售市场和海外并购中表现突出，生物技术和医疗健康领域成为国内并购的主要领域之一，2019 至 2020 年期间其市场占比维持在约 10%，位居各行业之首。同时，半导体行业也成为并购热点，例如富乐德收购 FERROTEC 半导体资产、双成药业拟收购奥拉半导体，企业通过并购加速技术获取和产业链整合。此外，生成式人工智能和新能源汽车等新兴技术领域也推动并购规模增长，电子行业的占比维持在 8% 左右。机械制造和基础化工等行业通过并购实现产业升级和市场份额扩张，工业领域成为大额资金青睐的方向，其占比一直维持在 7% 左右。这一行业分布特征与“并购六条”中支持上市公司向新质生产力方向转型升级的政策导向高度吻合。

2024 年，中国并购市场逐步转向行业集中和技术驱动时期，科技（如半导体和人工智能）、工业升级（如新能源汽车和高端制造）以及医疗健康成为核心增长领域。医疗健康领域的并购金额持续增长，医药零售市场加速整合，医药生物行业的并购数量占比最高，达到 9.86%。半导体、生成式人工智能和 IT 服务领域的并购金额显著增长，科技企业通过并购

获取前沿技术和市场准入，电子行业的并购数量占比为 8.82%，稳居前列。随着汽车行业整合的加速，汽车领域企业的并购活跃度显著提升，行业集中度也有进一步提升的趋势，占比为 6.37%。从交易规模来看，因大额案例的支撑，生物技术/医疗健康、IT、连锁及零售、电信及增值业务等领域的并购规模均同比显著上升。

表 37：2019-2024 年中国并购市场各行业占比（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
医药生物	9.93%	10.27%	11.21%	9.00%	9.47%	9.86%
机械设备	7.99%	8.70%	7.63%	8.74%	9.25%	9.66%
电子	5.89%	6.70%	7.13%	7.87%	8.61%	8.82%
基础化工	7.41%	7.30%	7.71%	8.60%	8.94%	8.30%
电力设备	7.01%	7.22%	7.43%	8.99%	7.77%	7.16%
汽车	4.77%	4.68%	4.78%	5.18%	4.87%	6.37%
计算机	5.84%	6.23%	5.89%	5.24%	5.46%	5.21%
公用事业	3.37%	4.15%	4.32%	4.08%	4.92%	3.86%
房地产	5.35%	4.74%	3.87%	3.70%	3.71%	3.31%
有色金属	3.34%	2.68%	3.37%	3.38%	3.12%	3.24%
建筑装饰	3.67%	3.92%	3.41%	3.56%	3.08%	3.17%
交通运输	3.41%	3.16%	3.85%	3.62%	3.38%	3.05%
轻工制造	2.43%	2.35%	2.39%	2.63%	2.29%	2.54%
农林牧渔	3.25%	2.62%	2.15%	2.61%	2.38%	2.51%
通信	1.89%	2.66%	2.20%	2.09%	2.08%	2.31%
商贸零售	3.23%	3.28%	2.74%	2.02%	1.86%	2.19%
国防军工	1.99%	2.10%	2.65%	2.28%	2.31%	2.14%
传媒	3.25%	3.36%	2.46%	2.19%	2.46%	1.96%
食品饮料	2.17%	2.29%	2.26%	2.00%	2.28%	1.95%
建筑材料	2.22%	1.28%	1.59%	1.96%	1.44%	1.84%
家用电器	1.87%	1.81%	1.96%	1.59%	1.57%	1.70%
纺织服饰	1.61%	1.51%	1.52%	1.53%	1.88%	1.63%
社会服务	2.41%	1.81%	1.72%	1.48%	1.45%	1.40%
非银金融	1.22%	1.07%	1.43%	1.42%	0.96%	1.21%
钢铁	0.91%	0.93%	1.20%	1.13%	1.20%	1.05%
石油石化	1.01%	0.78%	1.06%	0.86%	1.11%	1.03%
煤炭	1.29%	1.26%	0.87%	0.90%	0.94%	0.96%
综合	0.70%	0.64%	0.54%	0.58%	0.71%	0.74%
美容护理	0.33%	0.31%	0.44%	0.41%	0.25%	0.44%
银行	0.23%	0.19%	0.20%	0.37%	0.26%	0.37%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（三）协议收购方式成为主导

协议收购已成为 A 股市场的主导并购方式，2019-2023 年，其规模占比约为 50%。这一趋势的主要原因在于协议收购具有较高的灵活性和快速的协商效率，尤其适用于股权集中或存在控股股东的企业。2024 年，协议收购以 19,799.91 亿元的交易规模位列第一，但其占比有所波动，降至总体并购市场的 46.29%。与此同时，证监会鼓励多元化支付工具的使用，如定向可转债和吸收合并，这在一定程度上削弱了协议收购的灵活性优势。

与此同时，二级市场收购的占比也显著。2019 年至 2020 年，二级市场收购的交易金额占比达到约 30%，这主要得益于市场流动性宽松和投资者信心较高。然而，2021-2023 年，二级市场收购的占比出现波动下滑，主要原因是资本市场对敌意收购的监管政策收紧。2024 年，证监会明确表示将鼓励“多措并举活跃并购重组市场”，支持股份、现金和定向可转债等多种工具，从而推动二级市场收购的占比回升至 33.52%。

2019-2022 年，增资作为一种补充性并购工具，其占比始终维持在约 12%。然而，2023 年这一比例突然攀升至 23.5%，增资成为仅次于协议收购的第二大并购方式。主要原因在于 2023 年出台的“金融 16 条”政策，允许出险房企通过增资实施“债转股”，从而推动全年房企增资并购规模达到 1,870 亿元，占全行业增资的 42%。然而，2024 年增资的占比回落至 9.63%。由于“金融 16 条”政策的到期，房企在增资并购时需满足“资产负债率低于 70%”等新的门槛要求，导致房企增资规模同比减少了 82%。

此外，吸收合并方式得到广泛应用，其占比也显著提升。近年来，吸收合并的增长主要得益于证监会在 2024 年明确支持非同一控制下上市公司进行吸收合并，突破了传统的“同一实控人”限制。2024 年，吸收合并的占比提升至 1.3%。

表 38：2019-2024 年市场并购类型占比（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
协议收购	47.39%	48.12%	50.37%	52.41%	50.00%	46.29%
二级市场收购(含产权交易所)	33.97%	30.95%	24.24%	24.66%	16.87%	33.52%
增资	10.89%	10.72%	13.43%	12.24%	23.50%	9.63%
吸收合并	0.49%	2.83%	1.01%	1.24%	0.49%	1.30%
发行股份购买资产	1.82%	1.46%	1.29%	1.12%	4.96%	0.89%
间接收购	0.42%	1.07%	0.28%	0.35%	0.09%	0.24%
资产置换	0.19%	0.20%	0.15%	0.16%	0.04%	0.13%
要约收购	0.15%	0.20%	0.14%	0.14%	0.03%	0.10%
其他	4.67%	4.44%	9.10%	7.68%	4.01%	7.91%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

（四）上市公司海外并购

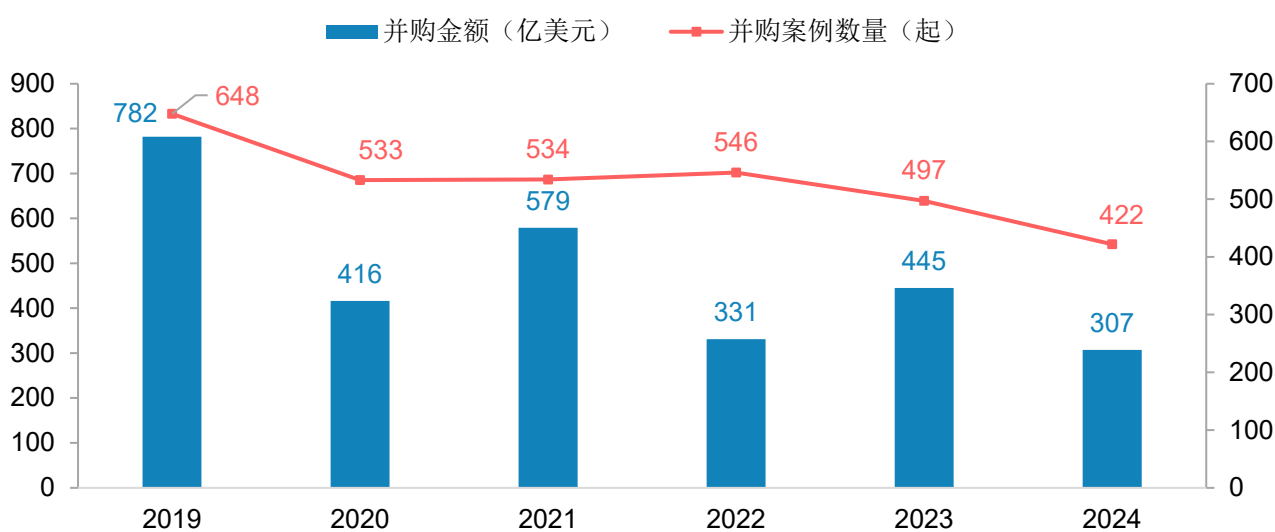
4.1 海外并购总体低迷

2020-2023 年，中国企业宣布的海外并购金额每年在 331 亿-579 亿美元之间，显著低于 2019 年的 782 亿美元，且 2020-2023 年的海外并购交易数量也一直低于 2019 年的 648 起。2024 年，海外并购交易数量再次下滑，仅有 422 宗，同比下降 15%，海外并购总额为 307 亿美元，同比下降 31.01%。

一方面，自 2022 年起，国家外汇管理局严格控制资本外流，要求 500 万美元或以上资金的汇出报外管局审批，同时大型境外并购交易的外汇支付亦被纳入重点审核范围，审查维度涵盖资金来源合规性、交易结构合理性以及境外主体的实质经营性。另一方面近年来，地缘政治冲突和全球保护主义浪潮对中企的海外并购构成了直接冲击。以欧美为首的发达国家通过强化审查机制，如美国的 FIRRMA 法案和欧盟的《外资审查框架条例》，限制中企在关键技术和基础设施等领域的投资，致使并购成功率大幅下降。同时，中美贸易摩擦、技术脱钩及西方的“去风险化”战略增加了市场的不确定性，进一步影响了中企的全球并购动能。

此外，全球经济周期的波动和结构性风险显著抑制了中企的跨境扩张能力。2020-2022 年，新冠疫情引发的供应链中断、市场需求萎缩以及企业现金流压力，导致全球并购市场整体陷入低迷，2022 年中企的海外并购额同比减少了 29%。与此同时，2022-2023 年，美联储加息周期推高了美元融资成本，使得中企海外发债的难度显著增加，私募股权美元基金的募资额也同比下滑 37%。此外，国内经济复苏乏力，尤其是房地产下行和消费疲软，进一步削弱了企业的资金实力，迫使它们更加注重“保生存”，而非积极进行海外投资。

图 78：2019-2024 年中国企业的海外并购金额（亿美元）及案例数量（起）



数据来源：《2024 年中国海外投资概览》，LSEG, Mergermarket, 金牛资产管理研究中心整理

4.2 亚洲并购规模保持第一

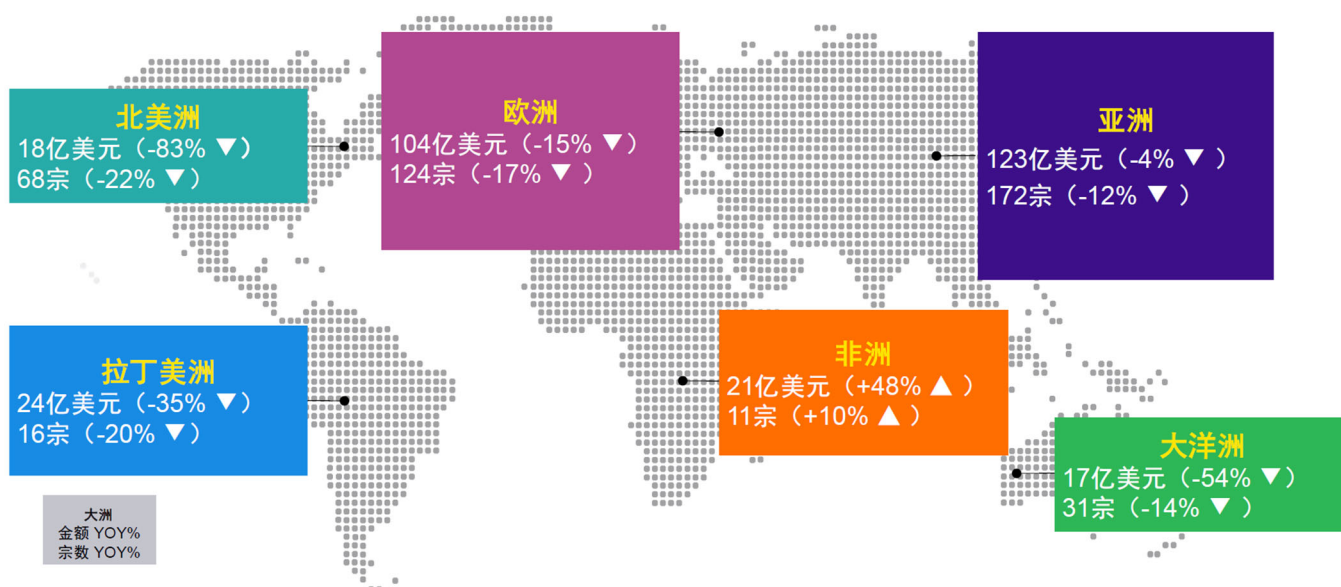
过去六年中，亚洲连续成为中国企业海外并购金额最大的地区。尽管 2024 年全球并购环境面临复杂挑战，亚洲凭借较低的地缘政治风险、良好的经济预期以及与“一带一路”倡议的深度结合，持续吸引着中国企业的投资。

从并购金额来看，日本和韩国是主要目的地，占据了 51% 的市场份额，并且在本期逆势上涨了 167%。这一增长原因在于两国在半导体和先进制造等领域的产业协同效应，以及中国企业对供应链多元化的迫切需求。

按并购数量统计，东南亚地区成为主要目的地，占比达到 55%。此外，中国企业在印度的并购金额和数量分别逆势上涨了 356% 和 33%。这一增长得益于印度快速发展的数字经济、制造业本土化政策，以及中国企业在物流和消费电子等领域的战略布局。

尽管欧洲仍然是中国企业并购的重要目的地之一，但未能延续 2023 年的增长势头。这一变化可能与欧洲部分国家加强外资审查以及地缘政治不确定性增加有关。主要的并购目的国包括英国、德国、意大利和爱尔兰，这四国的并购金额占欧洲总金额的 66%，并购数量占比 56%。其中，意大利和爱尔兰的并购金额逆势大幅上涨，可能受益于两国在高端制造和绿色能源等领域的产业优势，以及相对宽松的外资政策环境。此外，中国企业在北欧的并购金额和数量分别逆势上升了 808% 和 57%，尽管规模仍较小（并购金额为 6.3 亿美元，数量为 11 宗），但这一高增速表明中国企业开始关注北欧在清洁技术和生物医药等领域的创新资源，如渤海租赁旗下公司拟斥资约 12.2 亿美元收购爱尔兰某商业运输设备租赁和租赁服务公司，未来可能成为欧洲并购的新增长点。

图 79：2024 年全球各地区海外并购情况



数据来源：《2024 年中国海外投资概览》，LSEG, Mergermarket, 金牛资产管理研究中心整理

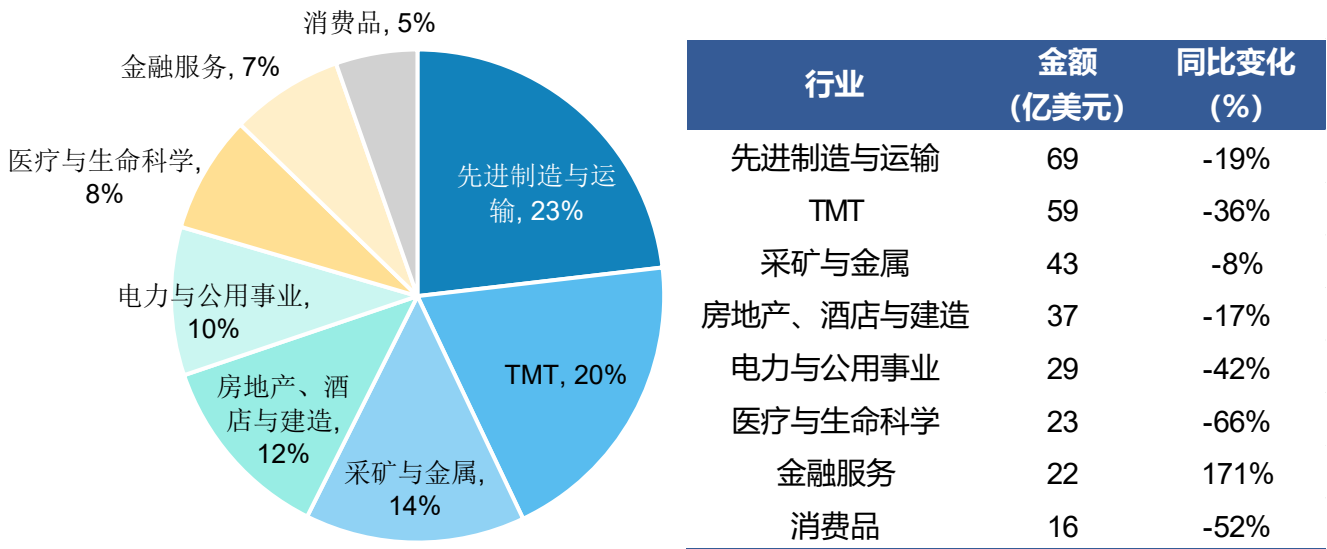
非洲是唯一一个在并购金额和数量上均逆势上涨的地区，主要目的地为西非的加纳和尼日利亚，二者的并购金额占比高达 87%。这一增长的主要原因在于，预计 2025 年非洲电商交易额将达到 519 亿美元，尼日利亚的金融科技平台 Flutterwave 估值超过 30 亿美元，吸引了包括软银在内的多家机构进行并购。同时，随着数字支付渗透率的提升（加纳的移动支付用户占比达到 64%），推动了 MTN 等电信巨头通过并购扩展其数字服务。

4.3 先进制造与运输业、TMT 为海外并购热门行业

2024 年，中国企业的海外并购金额主要集中在先进制造与运输业和 TMT 行业，两者共占总交易额的 43%。具体而言，先进制造与运输业的交易金额为 69 亿美元，而 TMT 行业的交易金额为 59 亿美元。与 2023 年相比，采矿与金属业取代医疗与生命科学行业，成为第三大热门行业，交易金额高达 43 亿美元。

自 2018 年以来，先进制造与运输业的对外绿地投资逐渐加快，尤其是在电子、通信和汽车等受关税影响较大的行业中，对外投资明显增长。这些行业以寻求技术和战略资源为主要动机的对外并购投资持续增长，尽管 2024 年由于地缘政治和融资成本的上涨，增速有所放缓，但从长期来看，该领域仍将是突破“卡脖子”技术、重塑全球产业链地位的关键举措。

图 80：2024 年海外并购各行业交易金额情况



数据来源：《2024 年中国海外投资概览》，LSEG, Mergermarket, 金牛资产管理研究中心整理

TMT 行业而言，受全球数字化浪潮的推动，企业加速布局人工智能、云计算和 6G 通信等前沿领域。特别是在 2024 年，AI 集成和自动化技术在 TMT 并购中的占比显著提升。然

而，欧美国家对中企获取敏感技术的限制也在加剧，包括美国的《芯片与科学法案》（2022年）和欧盟的《外国补贴条例》（2023年）等政策，对中企的技术获取构成了直接制约。

增速方面，2024年金融业的并购金额录得高达171%的增长，成为增速最高的行业。然而，其他行业的并购额则普遍出现下降，其中医疗与生命科学行业的降幅最大，达到66%；消费品行业的并购额同比下降了52%。

医疗与生命科学行业则受到法规的严格限制。自2018年起，美国实施的《外国投资风险审查现代化法案》将生物医药和基因技术纳入国家安全敏感领域，直接限制中资企业的并购活动。此外，欧盟的《外资审查框架条例》（2019年）也要求成员国对医疗基础设施、疫苗研发等领域的交易进行审查，导致2019年中企在欧洲的医疗并购金额下降了73%。

金融行业，传统金融机构面临数字化转型的压力，因此通过并购获取金融科技（FinTech）、人工智能（AI）等关键技术以提升竞争力成为一种趋势。2020年，摩根士丹利以约130亿美元的现金与股票对价收购线上零售商E*TRADE，这是自2008年金融危机以来美国规模最大的金融业并购交易。2024年全球并购中，技术部门成为跨境并购增长最快的领域，而金融行业在数字转型方面的投资尤为突出。

4.4 行业并购呈现区域差异

2023年，中国企业在美欧的主要投资集中于高技术行业，尤其是TMT以及医疗行业。在亚洲和澳洲的投资布局则主要涉及资源和消费品行业。具体而言，在2023年，中国在亚洲的海外并购中，天然气、先进制造与运输以及消费品行业的并购金额同比实现了较快增长。

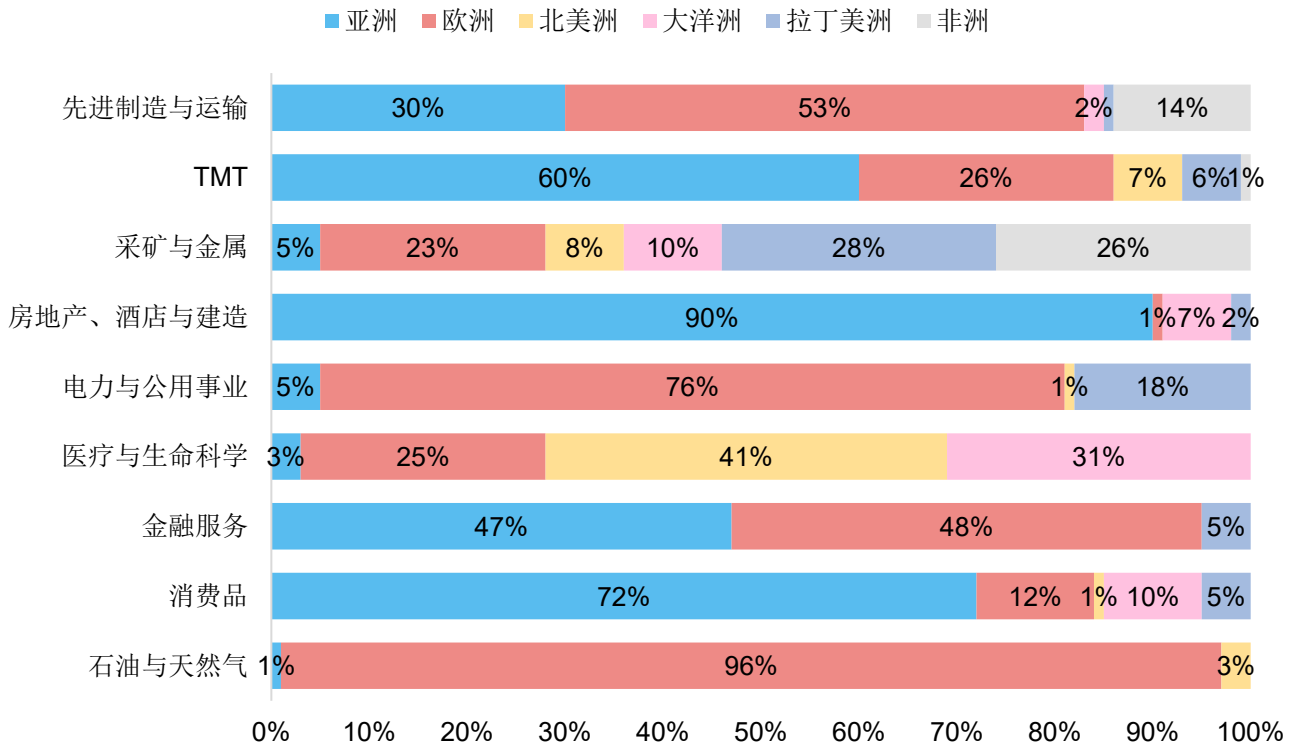
在欧洲市场，中企的热门投资领域包括TMT、先进制造与运输业以及医疗与生命科学。主要的投资目的地集中在英国、德国、波兰和荷兰，这四个国家合计占据了中企在欧洲宣布的并购总额的83%。在北美市场，中企的投资主要集中于TMT行业，占比达51%，其次是医疗与生命科学行业，占比为24%。在澳大利亚，中企的主要投资领域是消费品和采矿与金属业，两者各占约三分之一的份额。

2024年，中国企业的海外并购在各行业和区域的分布特点表现出显著变化。先进制造与运输业的海外并购金额超过一半集中在欧洲，占比较2023年提升了24%。这一趋势反映了中国企业对欧洲市场的日益重视。与此同时，TMT行业的并购活动则转向亚洲，金额占比达到60%，相比之下，2023年该行业58%的并购金额集中于北美洲。

电力与公用事业领域，主要的并购区域由拉丁美洲转向欧洲，这一变化的原因在于本期欧洲出现了三笔金额超过1亿美元的大型交易。医疗与生命科学行业的并购金额主要集中在美国、澳大利亚和英国，其中澳大利亚的并购金额逆势同比大幅增长。然而，美国仍然是并购数量最多的国家，占比接近60%。

金融服务业的并购活动依然集中于欧洲和亚洲，其中欧洲的占比上升了 12%。消费品行业的并购金额则有超过 70%集中在亚洲，其中日本成为消费品最热门的目的地。这些趋势表明，中国企业在全球并购市场中的战略布局正不断调整，以适应不同地区和行业的机遇。

图 81：2024 年中国企业海外并购行业与各大洲分布



数据来源：《2024 年中国海外投资概览》，LSEG, Mergermarket, 金牛资产管理研究中心整理

（五）美国巨额交易特征显著

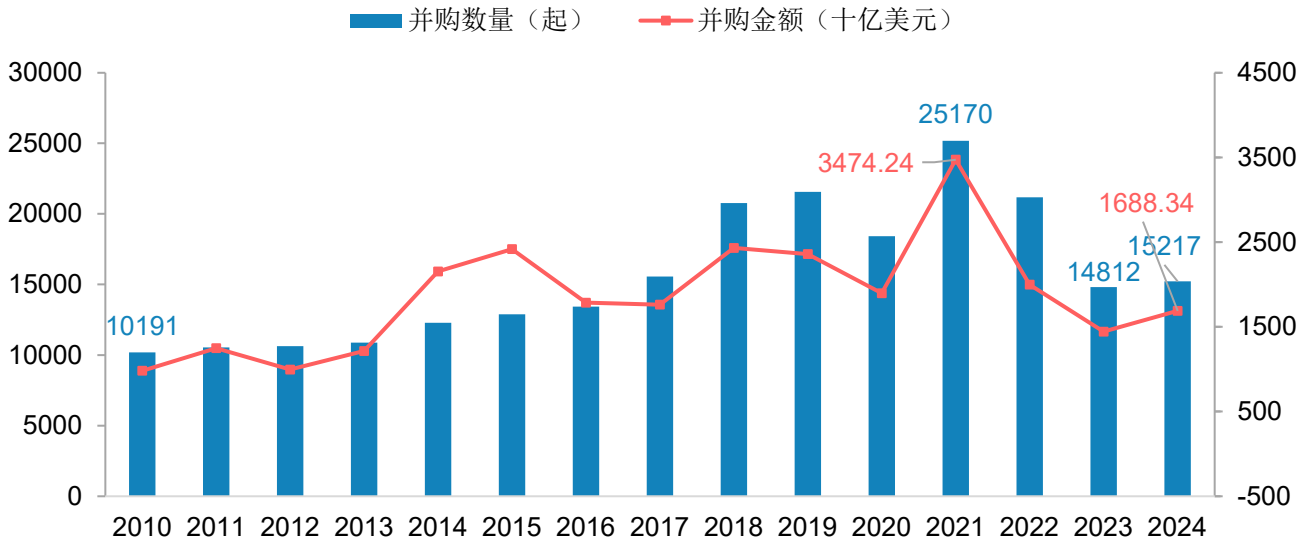
20 世纪，美国经历了五次显著的并购浪潮，涵盖了横向并购、纵向并购、多元化合并、杠杆收购和跨国并购等多种形式。第一次并购浪潮主要以横向并购为主，导致石油、煤炭、钢铁等行业形成了垄断格局，显著提高了行业的集中度。随着反垄断法的实施，第二次浪潮转向纵向并购，汽车和机械等领域因此形成的寡头结构。进入第三次浪潮，多元化并购促进了消费行业的资产集中，推动了市场的进一步整合。第四次浪潮则在金融创新和杠杆收购的推动下达到了空前的规模，许多企业通过杠杆收购实现了快速扩张。进入 90 年代，全球化进程加速，跨国并购掀起了第五次浪潮，造就了电子、通信和计算机等领域的全球性巨头。这些并购浪潮不仅重塑了美国的产业结构，也对全球经济产生了深远的影响。

据贝恩公司统计，2024 年全球并购总额将达到 3.2 万亿美元，同比增长 8%，而 2023 年的并购总额为 2.9 万亿美元。全球并购市场呈现出“三极主导、新兴崛起”的格局，其中美国、欧洲和亚太地区分别占据全球交易量的 71.4%、18.3%和 10.3%。美国在 2024 年第

第三季度的交易量达到 2,500 笔，总价值为 300 亿美元，继续稳居首位，这得益于科技巨头（如微软和谷歌）以及私募资本（如 KKR 和黑石）的持续活跃。

与此同时，欧洲五国（英国、法国、德国、意大利和西班牙）占据了全球交易量的 21%，但欧盟的反垄断审查（例如对科技行业的罚款）抑制了交易的活跃度。亚太地区则以中国、印度和东南亚为核心增长极，显示出新兴市场在全球并购活动中的崛起。

图 82：2010-2024 年美国并购市场统计



数据来源：IMAA Analysis，金牛资产管理研究中心整理

选取美国市场作为对比，从规模来看，美国仍然是全球最大的并购市场，2024 年并购金额高达 16883.4 亿美元，同比上升 17%。2020-2024 年，北美地区（以美国为主）的并购交易规模虽有波动，但整体保持在高位。相比之下，2024 年中国并购市场的交易量较 2023 年增长 24%，然而交易额同比下降 16%，跌至 2770 亿美元，创近年新低。这一“量增额降”的现象主要源于风险投资交易的活跃，尤其是中小型交易的占比提升，而超大型交易（单笔超 10 亿美元）的数量锐减至 39 宗，为近十年最低。

从行业来看，科技、医疗和能源行业是美国并购的重点领域，超大型交易占比显著。科技领域，尤其是 2024 年以人工智能驱动的交易，占科技并购交易量的 40%，主要集中于芯片设计、数据中心和生成式 AI。2024 年，惠普企业宣布将以 140 亿美元收购网络设备制造商瞻博网络公司(JNPR.US)，以加强公司的人工智能产品和云计算发展；能源行业的并购金额超过千亿美元，页岩油资产整合尤为活跃，涉及埃克森美孚、雪佛龙等公司的超级并购。美国市场以战略投资者为主导，注重行业整合与技术创新，而中国市场则更多依赖政策驱动（如国企改革）和风险投资的拉动。

七、上市公司监管

（一）市场监管体系

1.1 市场监管体系的升级

1) 监管力度逐步增强

2000年至2010年是中国证券监管体系初步形成的关键时期。2006年,《证券法》的修订首次明确禁止内幕交易、操纵市场等违法行为,然而当时的罚则相对较轻,例如内幕交易的罚款上限仅为60万元。在这一阶段,监管重心主要集中在行政审批上,呈现出“重准入、轻监管”的特征。随着市场环境的复杂化,监管策略逐渐转向“严打”,以应对日益严重的违法行为。2015年,中国证监会与公安部建立了联合办案机制,推动刑事追责,首次探索行刑衔接。这一阶段查处的案件数量显著增长,但执法手段仍以传统方式为主,罚款力度相对有限。

2019年,科创板试点注册制的实施使信息披露成为监管的核心内容,同时修订后的《上市公司治理准则》引入了环境、社会和治理(ESG)披露要求,进一步提升了市场透明度。自2020年起,执法机制全面升级,新《证券法》(2020年)和《刑法修正案(十一)》(2021年)大幅提高了违法成本,其中内幕交易的罚款上限提升至违法所得的10倍,而财务造假的刑期上限则增至10年。

当前,中国资本市场监管呈现出“从严从紧”和“强监管、严处罚”的趋势,政策重点覆盖信息披露、异常交易、中介责任等核心领域。在金融、科技、房地产等行业,处罚类型日益多样化,包括罚款、资格限制和信用惩戒等,且裁量标准逐步细化。处罚措施不仅限于传统罚款,还扩展至资格限制和行为矫正等多维度,同时通过技术手段提升监管的精准度。未来预计将进一步强化对新型违规行为(如高频交易、跨境违规)的规制,并推动自律监管与行政执法的协同。这些改革措施标志着中国证券监管体系向更加严格和高效的方向发展,为维护市场秩序和保护投资者权益奠定了坚实基础。

表 39：2000-2023 年监管关键政策一览

时间	法规	关键内容
2005 年 10 月	《中华人民共和国证券法》 (2005 年修订)	规范证券发行与交易行为，强化信息披露，禁止内幕交易和操纵市场；确立分业经营原则，设立证券投资者保护基金。
2006 年 8 月	《上市公司收购管理办法》 (2006 年修订)	简化并购重组审批流程，鼓励市场化并购，打击规避监管的股权转让行为。
2014 年 5 月	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	提出发展多层次资本市场、推动注册制改革、完善退市制度、扩大对外开放（如沪港通）。
2019 年 12 月	《中华人民共和国证券法》 (2019 修订)》	全面推行注册制、提高违法成本（如欺诈发行罚款上限提高至募资额 1 倍）、强化投资者保护（如先行赔付制度）
2020 年 3 月	《中华人民共和国证券法（新《证券法》）	分步实施股票公开发行注册制改革，落实好公司债券公开发行注册制要求，完善证券公开发行注册程序。
2020 年 6 月	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等文件，创业板试点注册制	优化创业板首次公开发行股票的条件，差异化设置各类证券品种的再融资条件，明确发行上市内核和注册程序，强化信息披露要求，要求有针对性地披露业务模式、公司治理、发展战略等信息等。
2021 年 7 月	《证券期货违法行为行政处罚办法》	规范违法案件查处全流程：从立案标准、强制措施（如冻结、查封）到物证、电子数据等取证规范，强化调查程序合法性。
2022 年 7 月	《中国证监会派出机构监管职责规定》	明确派出机构在行政处罚、风险处置、投资者保护等方面的职责。派出机构负责一线监管，包括对市场主体日常监管、案件调查、风险防范等，并与地方政府、司法部门建立协作机制。
2023 年 2 月	《实施全面实行股票发行注册制相关制度规则》	共发布 165 部制度规则，标志着注册制制度安排基本定型，注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为。
2023 年 10 月	《公司债券发行与交易管理办法》	明确规范公募债券与私募债券的发行与交易行为，强化投资者权益保护。发行人需符合法定条件，落实注册制要求，并确保信息披露真实、完整、简明。

数据来源：证监会，金牛资产管理研究中心整理

2024 年，中国资本市场监管政策和执法力度再次加强，标志着监管体系进入了一个新的阶段。首先，在政策法规方面，国务院印发了《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》（即新“国九条”），这是资本市场监管政策的重要里程碑。同时，证监会围绕这一意见制定并修订了多项配套文件，形成了“1+N”政策体系，进一步完善了市场监管框架。此外，市值管理监管指引的发布、减持管理办法的出台以及信息披露管理办法的修订，均体现了监管部门对市场规范运行的高度重视。

此外，2024 年还发布了《行政处罚裁量基本规则》，该规则细化了从重（如累犯）与

减轻（如主动赔偿）情节的标准，规范了自由裁量权的行使。同时，六部门联合发布了《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》，旨在构建长效机制，增强了市场的透明度和规范性。

表 40：2024 年监管关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024 年 4 月	《关于严格执行退市制度的实施意见》	严打财务造假，提高退市标准；畅通渠道鼓励整合；严控借壳，打击炒壳，出清无效企业；强化监管追责；落实投资者赔偿救济。
2024 年 4 月	《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》	严格减持限制：明确破净（股价低于净资产）、破发（股价低于发行价）及未分红企业的大股东不得减持。强化分红约束：对连续多年不分红的公司实施风险警示（ST），推动分红比例提升。
2024 年 5 月	《上市公司股东减持股份管理暂行办法》	明确大股东、董监高等减持适用情形，严格限制破发、破净或分红不达标时的减持行为，增加大宗交易预披露义务，防范离婚、解散等绕道减持，要求协议转让受让方锁定 6 个月，并将减持规则体系上升为规章
2024 年 6 月	《中国证监会行政处罚裁量基本规则（征求意见稿）》	明确裁量阶次和裁量情节。设置“不予处罚、免于处罚、减轻处罚、从轻处罚、一般处罚、从重处罚”等六档裁量阶次，并规定各档裁量阶次的适用情形。
2024 年 11 月	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	（1）鼓励价值提升：要求上市公司通过分红、回购、优化投资者关系等方式提升长期投资价值。（2）严打违规行为：禁止通过操纵股价、虚假信息披露等“伪市值管理”手段牟利。

数据来源：证监会，金牛资产管理研究中心整理

2) 转向市场化退市制度

中国资本市场的退市制度经历了三十余年的变革，成功完成了从行政主导的“只进不出”向市场化的“有进有退”的深刻转型。退市公司数量从 1993-2000 年的年均 0.3 家增至 2023 年的 45 家，退市率也从 0.02% 提升至 0.89%，但与美股 5.86% 的水平相比，仍存在显著差距。

2000 年以前，我国的退市制度处于初设阶段，尽管《公司法》（1994 年）和《证券法》（1999 年）搭建了基本法律框架，但由于标准模糊和执行缺位，实际退市案例极少，市场长期处于“只进不出”的状态。2001 年 2 月，证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，首次系统性地规定了暂停上市、恢复上市和终止上市的程序，标志着退市制度的正式实施。2006 年，深交所发布了《中小企业板股票暂停上市终止上市特别规定》，

针对中小板公司细化了退市标准，引入了净资产、审计意见等多元化指标，尝试打破对单一盈利指标的依赖，为进一步完善退市制度奠定了基础。

自 2012 年起，退市制度进入市场化改革阶段。2012 年 6 月，沪深两市证券交易所对退市制度进行了改革，主要改革思路是加大退市力度和建立退市配套机制，探索进一步完善退市制度。2014 年 10 月，证监会发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，建立了重大违法强制退市制度（如欺诈发行），并首次明确了主动退市机制。2020 年，新《证券法》的实施使退市规则的制定权下放至交易所，同时退市标准扩展至财务类、交易类、规范类和重大违法类四类。2021-2023 年，退市公司数量显著上升，标志着市场出清机制趋于常态化。2023 年全面注册制改革进一步简化了退市流程，财务类退市取消了暂停上市环节，交易类退市则取消了退市整理期。这一系列改革措施有效提升了市场的透明度和效率，推动了资本市场的健康发展。

表 41：2000-2023 年 A 股上市公司退市关键政策一览

时间	法规	关键内容
2001 年 2 月	证监会《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》	首次系统构建退市程序框架，明确连续三年亏损将暂停上市、四年亏损则终止上市，2001 年 PT 水仙成为首例退市公司，但标准单一且缓冲期过长。
2006 年 11 月	深交所《中小企业板股票暂停上市终止上市特别规定》	中小企业板上市公司的退市标准包括：（1）净资产为负值；（2）审计报告为否定意见或无法表示意见；（3）对外担保余额超过 1 亿元且占净资产的 100% 以上；（4）关联方违法违规占用资金余额超过 2000 万元或占净资产的 50% 以上；（5）连续受到交易所公开谴责；（6）连续 20 个交易日每日收盘价均低于面值；（7）连续 120 个交易日内累计成交量低于 300 万股。
2012 年 6 月	沪深交易所《关于完善上市公司退市制度的方案》	加大退市力度方面，一是增加了退市指标，引入净资产、营业收入、审计意见类型和市场交易等退市指标；二是严格恢复上市要求，从多方面涵盖上市公司不适合继续上市的具体情形；三是简化退市程序，细化退市各相关环节的衔接安排和具体期限。
2014 年 10 月	证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	建立重大违法强制退市制度（如欺诈发行、重大信息披露违法），同步推出主动退市机制，但市场响应有限。
2020 年 3 月	《中华人民共和国证券法（2019 年修订）》	将退市规则制定权明确下放至交易所，要求交易所制定“上市、终止上市等自律管理规则”，为后续科创板、创业板差异化退市标准提供法律依据。

续表

时间	法规	关键内容
2020年12月	深交所《股票上市规则（2020年修订）》	完善面值退市指标有关表述，全面优化现有财务类、交易类、规范类和重大违法类四类强制退市指标体系。取消暂停上市和恢复上市，退市流程大幅缩短。
2022年4月	证监会《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》	一是强化退市程序衔接，畅通交易所退出机制，推动退市公司平稳顺畅进入退市板块；二是优化退市公司持续监管制度，从退市公司实际情况出发，合理设定信息披露和公司治理要求，建立差异化的监管机制。
2023年2月	证监会《全面实行股票发行注册制相关制度规则》	统一各板块退市标准，主板取消“连续三年亏损”退市指标，改为“净利润为负且营收低于3亿元”的复合指标，与注册制形成“入口多元化、出口常态化”的市场生态。

数据来源：证监会，中国政府网，上交所，深交所，金牛资产管理研究中心整理

2024年是中国资本市场退市制度改革的关键年份，被业界称为“史上最严退市新规”全面实施元年。2024年4月，国务院发布了新“国九条”，明确将“加大退市监管力度”作为资本市场改革的核心任务之一。同日，证监会同步发布了《关于严格执行退市制度的意见》，沪深及北交所迅速响应，修订了《股票上市规则》等19项配套规则的征求意见稿，形成了“1+N”政策体系，标志着退市制度进入全面深化阶段。

随后11月，证监会发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》，明确将市值管理纳入央企考核，通过提高上市公司质量来减少被动退市的情况。2024年退市新规最显著的变化是大幅提高了财务类退市门槛。主板亏损公司的营业收入退市指标从此前的1亿元大幅提升至3亿元，而科创板、创业板维持1亿元标准不变。这一系列措施的实施，旨在进一步加强市场监管，提升上市公司质量，推动资本市场的高质量发展。

2024年，A股退市公司数量达到52家，首次突破50家大关，创下历史新高。这一数字较2023年的45家增长15.6%，体现了退市新规的威慑效应和执行力度。其中主板企业占据绝对主导地位，共有46家退市企业来自主板，占比达88%。

表 42：2024 年 A 股上市公司退市关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024 年 3 月	证监会《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）》	前置性改革措施，通过提高主板和创业板财务指标、强化中介机构责任、将现场检查比例从 5% 提升至 20% 等措施，从源头减少劣质公司上市，为后续退市制度实施创造有利条件。
2024 年 4 月	国务院《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》（新“国九条”）	将“加大退市监管力度”列为资本市场改革核心任务，明确提出“应退尽退”原则，要求完善退市标准、简化退市程序、强化退市监管，为全年退市制度改革提供顶层设计指引。
2024 年 4 月	证监会《关于严格执行退市制度的意见》	配套新“国九条”出台，细化四类退市标准：财务类指标收紧、重大违法标准量化、新增规范类情形、优化交易类指标。
2024 年 11 月	证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	将市值管理纳入央企考核体系，要求上市公司通过提高分红、加强投资者沟通等方式提升市场认同度，从源头减少因股价持续低迷导致的面值退市。

数据来源：证监会，中国政府网，金牛资产管理研究中心整理

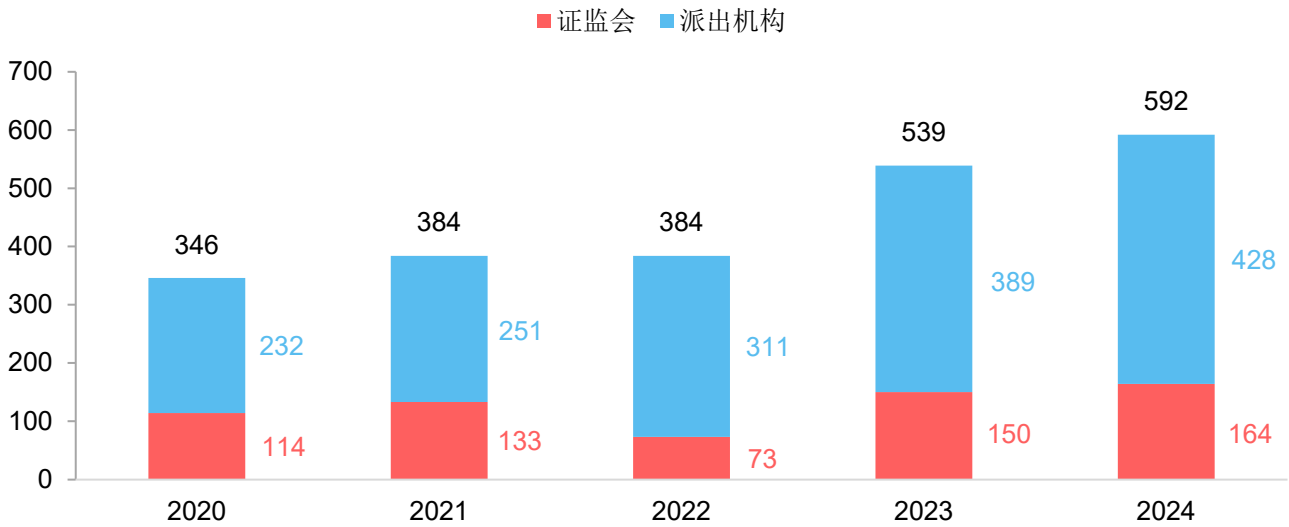
（二）上市公司监管处罚概况

2.1 监管处罚力度持续增强

自 2020 年以来，中国证券市场的处罚力度持续加强，相关数据表明，案件数量显著增长，从 2020 年的 346 件增至 2024 年的 592 件，显示出监管机构在维护市场秩序方面的决心和力度。同时，罚没金额也大幅上升，从 2020 年的 53 亿元增加至 2024 年的 153 亿元，反映出对违法行为的惩罚力度显著增强。此外，市场禁入人次也呈现逐年上升的趋势，从 2020 年的 82 人上升至 2024 年的 118 人。

2024 年，中国资本市场的监管处罚力度再创新高，充分体现了监管部门对违法违规行为“零容忍”的执法态度。根据公开数据统计，2024 年，中国证监会及 36 家地方证监局全年共作出 592 件行政处罚决定，较 2023 年的 539 件和 2022 年的 384 件，处罚数量再次达到历史新高，展现了监管力度的持续加强。其中，中国证监会在 2024 年共计作出 164 件行政处罚决定，占有处罚数量的约 28%；而地方证监局则共计作出 428 件处罚决定，占比约 72%。

图 83：2020-2024 年证监会及派出机构行政处罚总体数量（件）

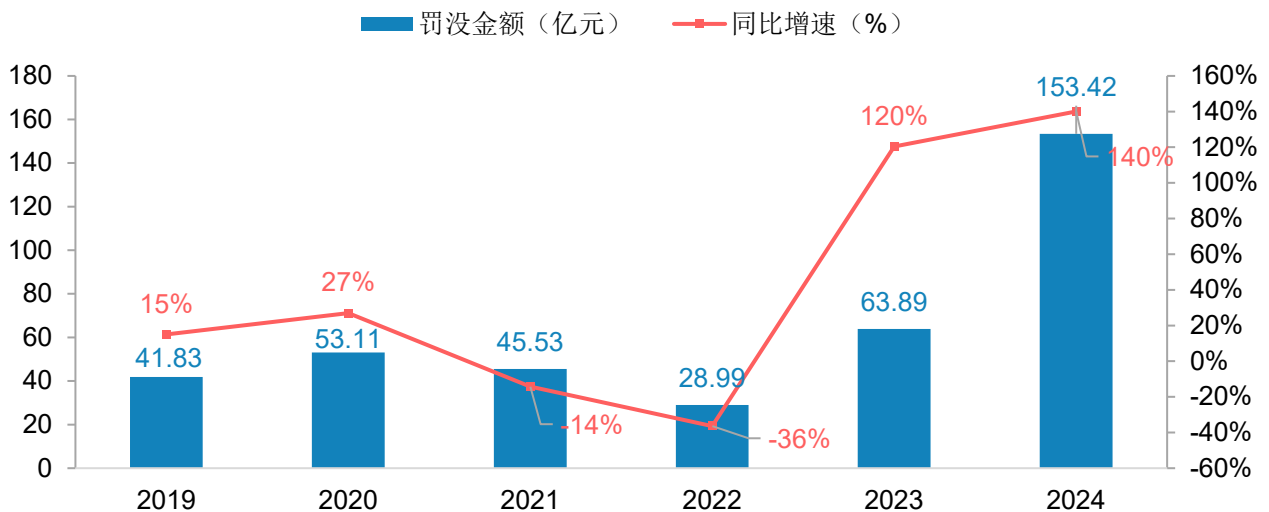


注：派出机构是证监会在各省、自治区、直辖市和计划单列市设立的机构，主要负责对辖区内的证券期货市场进行监管，查处违法违规案件。

数据来源：《中国证监会 2024 年执法情况综述》，证监会，金牛资产管理研究中心整理

2024 年，中国证监会的罚款金额达到了 153.42 亿元，为 2023 年的 2.4 倍。处罚责任主体 1327 人（家）次，同比增长 24%；市场禁入 118 人，同比增长 14.56%。这一显著增长的主要原因是恒大地产财务造假案的处罚，罚款金额超过 40 亿元。此外，证监会还与财政部联合对恒大地产案的审计机构开出了 4.41 亿元的罚款，这一金额创下了同类案件的“史上最大”罚单。中国证监会在执法过程中聚焦重点，持续强化对欺诈发行、财务造假、违规减持以及市场操纵等违法行为的打击与惩治。

图 84：2019-2024 年证监会罚没金额及同比增速（%）



数据来源：《中国证监会 2024 年法治政府建设情况》，证监会，金牛资产管理研究中心整理

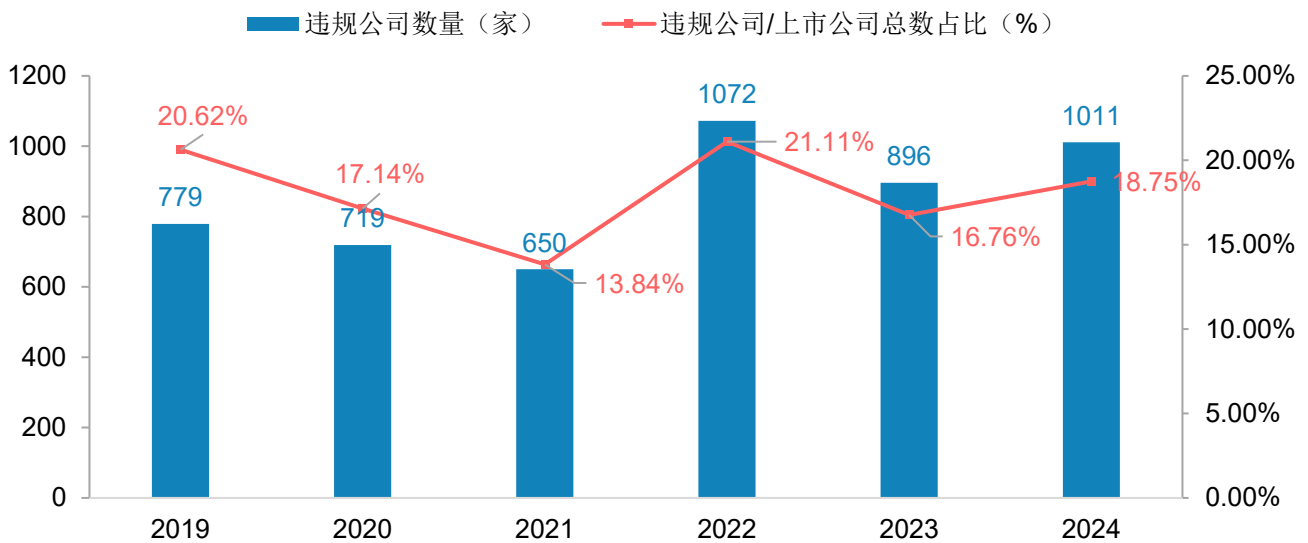
2.2 违规公司数量增长

2019-2022 年，存在违规行为的上市公司占比逐渐降低。2019 年，共有 779 家违规公司，占当年上市公司总数的 20.62%。从 2019 年至 2021 年，违规公司的占比稳步下降。这一趋势表明，相关监管机构的监管力度正在逐步加强，监管机制的有效性已有所显现，但仍需强化违规行为的处罚力度。

2022 年，随着注册制的全面实施，监管重心转向了“事中事后监管”，信息披露质量成为核心关注点。然而，在这一年中，中小企业成为违规的“重灾区”，市值 100 亿元以下的公司占违规案例的 83.8%，其中市值 30 亿元以下的公司占比高达 72.29%。因此，违规公司数量激增至 1072 家，占比创新高，达到 21.11%。

2023 年，监管层通过高频次的问询函和强制整改等手段，推动信息披露的规范化，整体违规数量显著回落。2024 年，证监会落实了“长牙带刺、有棱有角”的监管政策，联合中央银行及金融监管总局等多个部门，加大对违法违规行为的打击力度。违规上市公司数量再次回升至 1011 家，占比 18.75%。

图 85：2019-2024 年 A 股违规公司数量（家）及占比（%）



注：在分析违规行为时，由于中国证监会等官方机构发布的处罚公告中可能涉及多个违规条例，因此对于一家上市公司的多次违规行为，如果在同一公告中被集中处理，则仅计算为一次处理。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从违规原因来看，我国证券市场正处于高速发展的阶段，但相应的监管机制尚待完善，这种外部环境为上市公司的违规行为提供了可乘之机。在此背景下，上市公司实施违规行为所能获得的利益通常显著高于其被发现后需要承担的违法成本。为了追求自身利益的最大化，许多上市公司选择通过违规行为来获取短期利益，这种行为看似具有较高的回报。

2.3 处罚事件行业分布

从行业分布来看，中国证监会的监管处罚案例数量主要集中在银行、基础化工、计算机以及医药生物等行业。这些行业的违规事件频发，与其内部管理和合规体系的不完善有关。

相比之下，传统行业如钢铁和煤炭等则相对较少发生违规事件，这主要因为这些行业多由国有大型企业主导，其内部合规体系相对完善。此外，这些传统行业经过多年整顿，如供给侧改革，监管规则也逐步明晰。在收入确认和成本核算方面，钢铁等传统行业的标准化程度较高，因此财务操纵的空间相对有限。2020-2024年，钢铁和煤炭行业受到监管处罚的事件数量均保持在10件以下，钢铁行业2024年受监管处罚的数量为0件。

金融行业方面，2020-2024年，银行业监管处罚事件均超过140件，位居各行业之首。特别是在2024年，银行业的监管处罚数量达到了203件，较上年同期显著增加40%。这主要归因于银行在资金流动、风险管理和信息披露等方面的复杂性。例如，银行在信贷审批、理财业务和反洗钱等领域，因为内部控制失效或操作违规，频繁遭受处罚。

医药行业方面，由于研发费用的资本化和销售费用真实性等问题的频发，也面临较高的监管处罚风险。2020-2024年，医药生物行业的监管处罚事件数量大致维持在50件左右，位于各行业的前列。主要原因在于医药行业普遍研发投入大，审批周期长，部分企业为降低成本而铤而走险，甚至通过非法渠道购药，这虽然能降低成本，却面临高额罚没的风险。此外，由于中小型企业资源有限，更容易触犯相关法规。

计算机行业方面，2021-2024年，计算机行业的监管处罚事件数量均超过40件，尤其2023年的处罚事件高达104件。2020年后，中国将“强化反垄断和防止资本无序扩张”作为重点任务，并对互联网企业进行系统性整治。例如，蚂蚁集团因规避金融监管而被暂停IPO，腾讯因未依法申报经营者集中而受到多次处罚，这些事件明显反映了监管机构对于大型企业风险防控的关切。

表 43：2020-2024 年各行业监管处罚事件案例（件）

行业	2020	2021	2022	2023	2024
银行	197	205	151	145	203
基础化工	107	46	44	58	40
计算机	25	40	62	104	41
医药生物	90	28	59	62	28
机械设备	62	47	45	43	49
电子	30	52	31	56	39
非银金融	53	29	39	29	49
电力设备	45	24	35	44	40
通信	18	32	36	46	24
建筑装饰	21	23	46	25	21
传媒	29	34	17	32	13
环保	9	18	26	52	12
有色金属	17	36	18	25	8
商贸零售	8	19	46	13	12
纺织服饰	7	23	18	15	31
食品饮料	29	15	22	2	22
农林牧渔	25	13	15	18	15
国防军工	12	22	3	32	10
汽车	12	23	21	6	13
房地产	19	26	21	3	2
轻工制造	22	17	16	0	12
社会服务	11	7	15	3	23
美容护理	5	16	8	20	5
家用电器	21	19	2	1	5
石油石化	22	12	4	0	9
建筑材料	9	2	10	12	4
交通运输	1	8	6	1	19
公用事业	3	7	6	17	0
综合	0	14	2	6	2
煤炭	7	0	2	3	9
钢铁	7	2	0	3	0

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

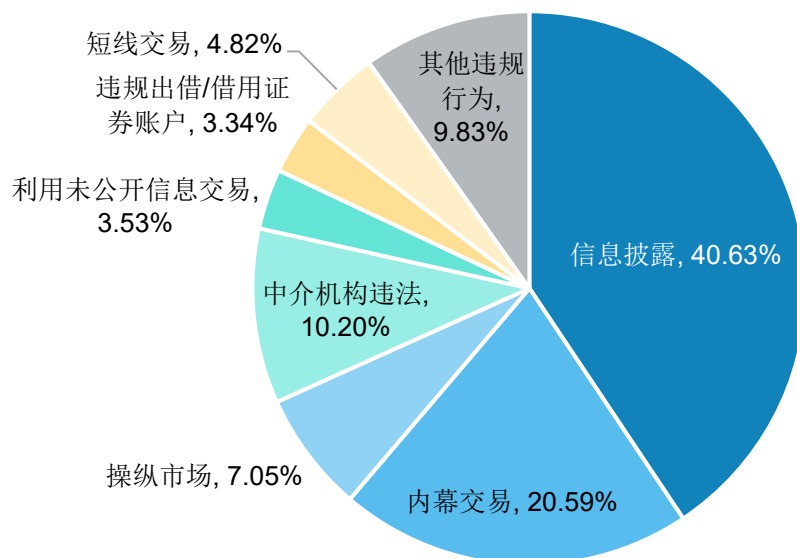
（三）上市公司违规处罚类型

3.1 信息披露取代内幕交易成为首位

2024 年，信息披露违法、内幕交易和操纵市场依然是证券监管处罚的重点领域。根据统计数据，涉及信息披露违法的行政处罚案件共计 219 件，占总处罚案件的 40.63%；内幕交易案件为 111 件，占比 20.59%；操纵市场案件则为 38 件，占比 7.05%。这三类案件的处罚数量合计占比近 70%，显示出这些行为是各类市场主体最易触发的证券违法行为。

此外，利用未公开信息进行交易和借用证券账户的案件在 2024 年也显著增加。具体而言，利用未公开信息交易的案件数量为 19 件，较 2023 年增加了 280%；而借用账户的案件则为 18 件，较 2023 年上升了 12.5%。

图 86：2024 年证监会及派出机构行政处罚占比情况（%）



数据来源：《2024 年度中国证监会监管处罚概览》，金牛资产管理研究中心整理

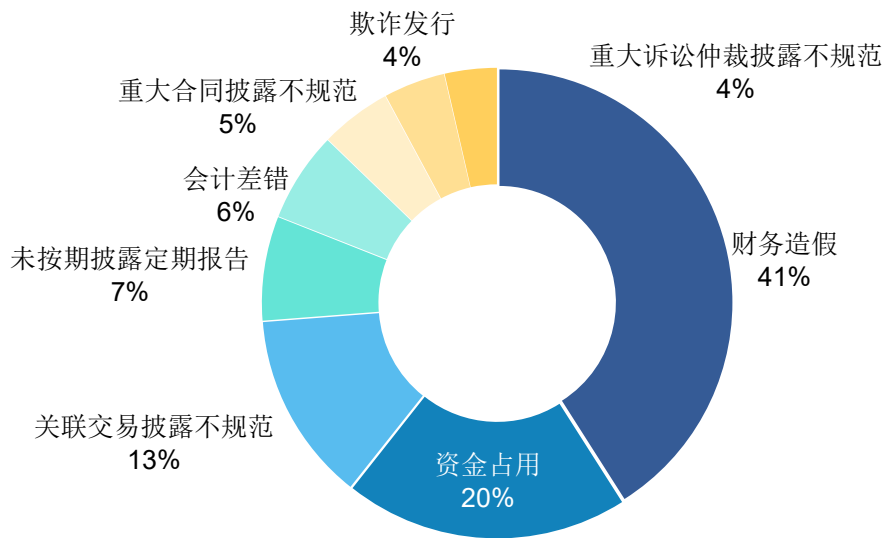
自 2021 年新《证券法》实施以来，信息披露违规首次超过内幕交易，成为证券市场中最主要的违法类型。这一变化主要归结于注册制的全面实施，推动了信息披露质量的提升。根据统计，信息披露违规案件的数量从 2020 年的 132 件（占比 38.60%）上升至 2024 年的 219 件（占比 40.63%），显示出监管对信息披露的重视程度不断加深。同时，新《证券法》将罚款上限提高至 1000 万元，使得信息披露违规的处罚力度显著增强。

与此同时，内幕交易案件的数量略有下降，从 2020 年的 125 件减少至 2024 年的 111 件，案件类型也从“单点泄露”逐渐演变为“窝案串案”，反映出内幕交易的复杂性和隐蔽性在增加。操纵市场的行为则呈现出技术化、组织化和隐蔽化的趋势，案件数量稳步上升，

从 2020 年的 13 件增至 2024 年的 38 件。这一系列变化表明，尽管监管力度不断加强，但市场中的违法行为依然存在，亟须进一步完善监管措施，以维护市场的公平与透明。

2024 年，信息披露违法的行政处罚金额显著上升。根据统计，220 件信息披露行政处罚案件中，适用新《证券法》作出处罚的比例超过 91.36%。对上市公司的罚款金额范围从 50 万元至 41.75 亿元不等（包括欺诈发行案件），平均罚款金额为 4,361.47 万元。而适用原《证券法》作出处罚的案件比例不足 10%，且罚款金额普遍较低，范围为 30 万元至 1,813 万元，平均罚款金额为 307.55 万元。新《证券法》大幅提高了信息披露违法的处罚金额，使得适用新法的案件中，上市公司的行政违法后果显著加大。

图 87：2024 年信息披露违法事由发生统计频次



数据来源：《证券行政处罚 2024 年度观察》，金牛资产管理研究中心整理

内幕交易的执法力度也在不断趋严。在 2024 年 111 件内幕交易案件中，有 98 件是根据新《证券法》作出的，占比 88.29%；而依照原《证券法》作出的仅占 11.71%。监管部门依据新法的执法尺度逐渐清晰。在适用新法的案件中，有 51 件（占比 52.04%）的亏损或获利不足 50 万元，普遍处以最低固定罚款 50 万元，最高罚款金额不超过 250 万元。对于获利超过 50 万元的案件，罚没比例根据违法程度从一倍至六倍不等，其中一倍罚款的案件有 4 件（占比 4.08%），两倍罚款 15 件（占比 15.31%），三倍罚款 29 件（占比 29.59%），而五倍和六倍罚款各为 1 件（分别占比 1.02%）。

操纵市场方面，2024 年共计 38 件操纵市场案件中，有 18 件是依照新《证券法》作出的，占比 47.37%。这些案件的罚没比例同样从一倍至六倍不等。由于操纵市场行为通常具有较强的主观恶意和恶劣的市场影响，盈利型操纵市场案件的罚款倍数显著增加，二倍及以上罚款倍数已成为新常态，占比达到 59.26%。

3.2 处罚措施逐步强化

中国证监会及地方证监局的处罚措施主要包括警示函、责令整改和行政处罚。其中，立案调查和市场禁入等更严厉的措施占比相对较低，但近年来呈现出强化的趋势。自 2020 年新《证券法》实施以来，相关罚款的上限大幅提高，这也在一定程度上加大了对违规行为的惩治力度。

警示函是最常见的监管手段，主要用于处理违规情节较轻或初次违规的情况。从 2022 年至 2024 年，证监会及派出机构作出的处罚中，警示函的占比分别为 57.4%（800 个）、53.9%（857 个）和 56.1%（1001 个），显著高于其他处罚措施，反映手段广泛应用。

行政处罚涉及罚款、没收违法所得等，适用于较为严重的违法行为。2022 年，行政处罚的占比为 17.6%（245 个），到 2023 年提升至 20.3%（323 个），然而在 2024 年略微下降至 11.1%（198 个），显示出政策监管力度的波动。主要原因在于国家发展改革委近年来将“包容审慎监管与柔性执法”作为优化营商环境、激发市场主体活力的核心政策工具。行政处罚占比的阶段性收缩并不意味着监管放松，而是体现了差异化、精准化的执法思路。

责令整改针对未能及时整改或需纠正具体违规行为的情形。2022 年，此类处罚的占比为 15.8%（220 个），在 2024 年有所上升，增至 20.5%（366 个），表明对违规行为的追责日益加强。

立案调查和市场禁入主要集中于重大欺诈和财务造假等恶性案件。以 2024 年为例，因恒大地产欺诈发行，相关罚款高达 41.75 亿元，并对其董事长实施终身市场禁入。市场禁入的占比从 2022 年的 0.7%（10 个）上升至 2024 年的 2.4%（43 个），而立案调查的占比同样有所上升，从 2022 年的 4.3%（60 个）增加到 2024 年的 4.7%（84 个），显示出监管机构对严重违法行为的重视与惩处力度不断加大。

表 44：2022-2024 年证监会及派出机构作出处罚类型统计

	2022		2023		2024	
出具警示函	800	57.4%	857	53.9%	1001	56.1%
行政处罚	245	17.6%	323	20.3%	198	11.1%
责令整改	220	15.8%	216	13.6%	366	20.5%
立案调查	60	4.3%	96	6.0%	84	4.7%
监管谈话	43	3.1%	51	3.2%	62	3.5%
市场禁入	10	0.7%	41	2.6%	43	2.4%
认定为不适当人选	12	0.9%	5	0.3%	7	0.4%
责令增加内部合规检查次数	0	0.0%	1	0.1%	6	0.3%
其他行政监管措施	3	0.2%	0	0.0%	16	0.9%

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

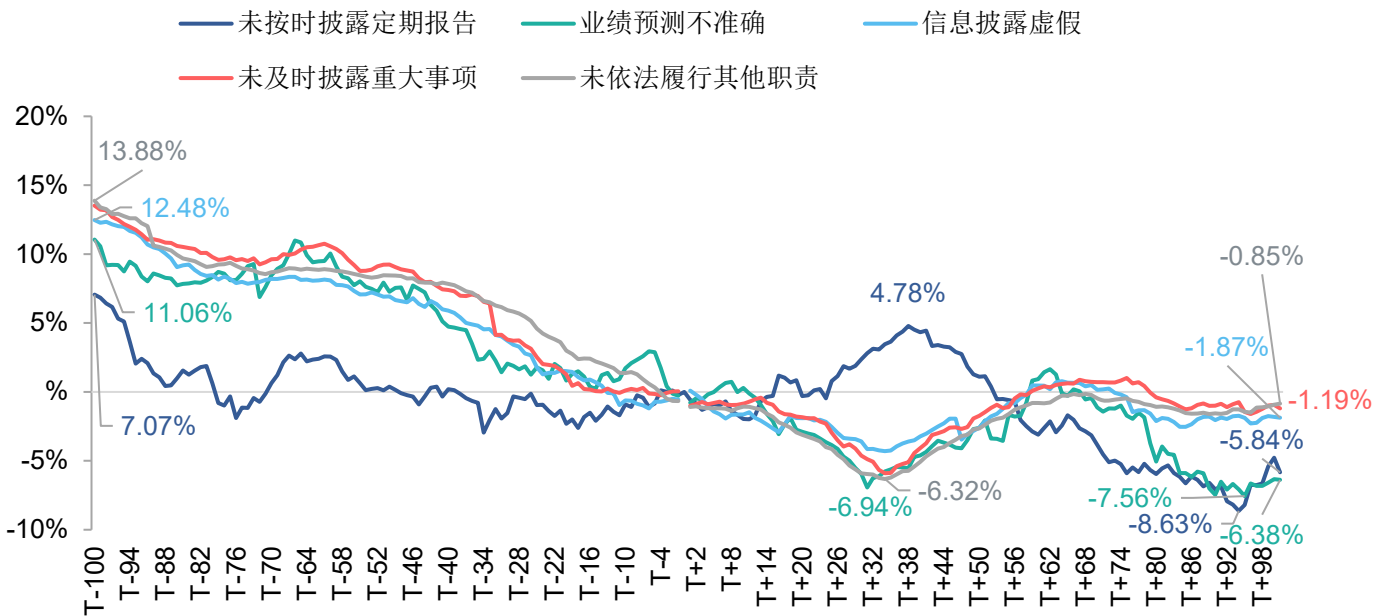
3.3 处罚事件的市场负面效应

数据的样本空间基于 2020 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 31 日所有受到监管处罚的案例，筛选处理机构为金融监管机构的案例，最终样本数共计 4246 个。计算公示日期每家公司前后 100 个交易日的日均超额收益，再取算术平均值来表示回购在 T-100 至 T+100 时间点对股价收益的影响。超额收益以万得全 A 为基准进行计算，计算公式为处罚事件的平均日均超额收益=（各处罚事件日均涨跌幅-万得全 A 日均涨跌幅）总和/处罚事件数量。

各类违规事件在公告日前后均表现出较强的负面效应，显著影响了市场的投资情绪和股价走势。具体来看，在处罚事件发生的日前，样本股走势明显强于整体市场，显示出市场对这些股票的预期相对乐观，投资者普遍持有积极态度，导致出现正向超额收益。造成这一现象的原因在于，上市公司此前存在虚假或误导性信息披露，导致投资者对其基本面形成过度乐观的预期，从而在公告前阶段推高股价并产生短暂的“正向偏差”。因此，随着处罚事件的公布，市场情绪迅速转变，股价增速明显下滑，反映出投资者对公司未来前景的担忧。

在处罚事件公布当日，样本股的股价表现显著下跌，由正向收益转向负向收益，显示出市场对相关公司的信心受到严重打击。后续的走势进一步验证了这一点，样本股在短期内跑输基准，表明市场情绪转向悲观，投资者对这些股票的信心显著减弱。

图 88：不同违规类型事件发布前后 100 个交易日的超额收益表现（%）



注：在分析违规行为时，由于中国证监会等官方机构发布的处罚公告中可能涉及多个违规条例，因此对于一家上市公司的多次违规行为，如果在同一公告中被集中处理，则仅计算为一次处理。

数据来源：万得，金牛资产管理研究中心整理

从违规类型来看，未按时披露定期报告的事件样本数量相对较少，这导致事件日前后累计超额收益的波动较大。在违规事件发生前 100 个交易日内，累计超额收益最低为 7.07%。随着事件的临近，到事件发生前 50 个交易日，累计超额收益逐渐趋于 0。在事件发生后的 10 个交易日内，累计超额收益均为负值，而在事件发生后 39 个交易日，累计超额收益回升至 4.78%，之后又再次下降至-8.63%。

对于业绩预测不准确的违规类型，其样本数量同样相对较少，事件日前后累计超额收益的波动较为剧烈。在违规事件发生前 100 个交易日内，累计超额收益为 11.06%。然而，随着事件的逼近，这一收益逐渐下降，到了事件发生当日，收益基本降至 0%。事件发生后的 31 个交易日，累计超额收益进一步下降至-6.94%。其后，在接下来的 63 个交易日内，收益逐步回升，但最终又再次下降，最终降至-7.56%。

在信息披露虚假、未及时披露重大事项及未依法履行其他职责这三种违规类型中，其变化趋势表现出相似的特征。在违规事件发生的前 100 个交易日，累计超额收益超过 12%。然而，这一收益在事件发生前 5 个交易日至 15 个交易日内逐渐下滑，徘徊于 0% 左右。从第 16 个交易日开始，累计超额收益继续下滑，在 32 个交易日前后降至约-6%。随后至 60 个交易日时，累计超额收益稳步回升至接近 0 轴，随后略微下滑，到 100 个交易日时的累计超额收益为-1%。

（四）上市公司治理

4.1 公司治理结构改革发展

中国的股份制公司治理结构改革始于 1990 年代初。随着全球公司治理的不断发展，中国逐渐认识到公司治理机制的重要性。2000 年 10 月，上海证券交易所推出了《上海证券交易所上市公司治理指引》，这是首次系统性地提出公司治理要求的文件，强调了董事会独立性和信息披露等原则。接着，在 2001 年，证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求上市公司董事会中独立董事的比例不得低于 1/3，以增强决策的独立性。

2005 年，全国人大修订了《公司法》和《证券法》，引入了累积投票制和股东代表诉讼等新制度，明确控股股东的诚信义务，并允许上市公司进行股份回购。这些政策不断优化了公司的治理结构，提升了市场的透明度。2007 年，证监会发布了《上市公司信息披露管理办法》，进一步规范了财务报告和重大事项的披露，完善了公司治理机制。

自 2013 年起，随着市场化改革的深入，公司治理在关注合规性的同时，也开始注重价值创造，旨在进一步提高市场效率并优化公司治理生态。同年，证监会发布了《优先股试点管理办法》，以优化股权结构，缓解“一股独大”现象。2018 年，证监会修订了《上市公

司治理准则》，首次将 ESG（环境、社会、治理）要求纳入治理标准，强调董事会的多元化及中小股东的参与，以推动与国际标准的接轨。

2019 年，科创板的设立以及注册制的试点进一步强调了以信息披露为核心的治理模式。随后，2020 年新《证券法》的实施强化了投资者保护，设立债券持有人保护机制，并规定了投资者保护机构的职责和权限。2023 年，随着全面注册制的落地，证监会修订了《上市公司重大资产重组管理办法》，优化了重组认定标准，并出台配套政策，以推动并购重组市场的健康发展。这一系列改革举措旨在提升中国公司治理水平，增强市场的长期可持续发展能力。

表 45：2000-2023 年公司治理关键政策一览

时间	法规	关键内容
2000 年 11 月	《上海证券交易所上市公司治理指引》	上海证券交易所首次系统地提出公司治理要求，强调董事会独立性、信息披露等原则，为中国上市公司治理提供了初步框架。
2001 年 8 月	《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》	证监会强制要求上市公司董事会中独立董事占比不低于 1/3，以增强决策独立性，抑制“内部人控制”问题。
2002 年 1 月	《上市公司治理准则》	首份全国性强制治理规范，明确股东权利、董事会运作、关联交易规则等，并开展“公司治理年”专项检查，推动治理结构规范化。
2005 年 10 月	《公司法》《证券法》修订	引入累积投票制、股东代表诉讼等制度，明确控股股东诚信义务，允许上市公司回购股份，强化中小股东保护，为市场化治理奠定法律基础。
2007 年 1 月	《上市公司信息披露管理办法》	进一步规范财务报告与重大事项披露，要求上市公司定期披露治理结构变动、关联交易等，提升市场透明度。
2013 年 12 月	《优先股试点管理办法》	优化股权结构，允许上市公司发行优先股，缓解“一股独大”问题，同时为投资者提供多样化工具。
2014 年 10 月	《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	强化退市制度，明确重大违法强制退市规则，倒逼上市公司提升治理质量，保护投资者权益。
2018 年 9 月	《上市公司治理准则》修订	首次纳入 ESG（环境、社会、治理）要求，强调董事会多元化、中小股东参与决策，推动与国际标准接轨，同时要求上市公司披露履行社会责任情况。

续表

时间	法规	关键内容
2019年3月	《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	科创板试点注册制，强调以信息披露为核心的治理模式，要求科创板公司建立更加市场化的公司治理结构，包括特别表决权、股权激励等创新安排。
2020年3月	《中华人民共和国证券法（2019年修订）》	强化投资者保护，设立债券持有人保护机制，并规定了投资者保护机构的职责和权限，提高违法成本，同时要求上市公司加强内部控制与风险管理。

数据来源：证监会，中国政府网，上交所，金牛资产管理研究中心整理

2024年，中国上市公司治理政策在全面注册制改革的背景下持续深化。2024年4月，沪深北三大交易所分别发布《上市公司可持续发展报告指引》，要求企业对具有财务重要性的议题，围绕治理、战略、影响、指标与目标四个核心内容进行分析和披露，全面展示其可持续发展的战略规划和实践成果，促进企业间信息的比较和互通。这一举措是全面贯彻新发展理念、规范上市公司可持续发展信息披露要求的重要举措。

7月，新修订的《中华人民共和国公司法》正式开始实施。此次修订旨在进一步完善公司资本制度，优化公司治理，强化职工民主管理。新公司法完善了注册资本认缴登记制度，规定有限责任公司股东出资期限不得超过五年，同时进一步简化公司组织机构设置。

表 46：2024 年公司治理关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024 年 4 月	《上市公司可持续发展报告指引》	将强制披露与自愿披露相融合，在披露范围内的公司最迟于 2026 年首次披露 2025 年度的《可持续发展报告》。通过规范披露，引导上市公司积极践行可持续发展理念，提升自身的综合实力和市场竞争能力。
2024 年 5 月	《关于修订〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定	要求上市证券公司应当持续健全公司治理，建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制，保证公司运作独立性、稳健性，落实全面风险管理。
2024 年 6 月	《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》	坚持市场化、法治化方向，进一步加大对财务造假的打击力度，完善监管协同机制，构建防治财务造假长效机制，加大制度供给，强化激励约束，为推动资本市场高质量发展提供有力支撑
2024 年 7 月	《中华人民共和国公司法》修订	完善了注册资本认缴登记制度。规定有限责任公司股东出资期限不得超过五年。修订后的公司法允许公司只设董事会、不设监事会，公司只设董事会的，应当在董事会中设置审计委员会行使监事会职权。

数据来源：证监会，中国政府网，上交所，深交所，北交所，金牛资产管理研究中心整理

4.2 上市公司治理水平稳步攀升

2019-2024 年期间，中国上市公司治理水平呈现出稳步提升但增幅放缓的总体特征。根据南开大学中国公司治理研究院连续发布的中国上市公司治理指数（CCGINK），治理指数从 2019 年的 63.19 上升至 2024 年的 64.87，累计增幅为 1.68。CCGINK 是衡量上市公司治理水平的综合性指标。该指数从六大维度评估公司治理质量：股东治理指数关注股东权利平等、决策参与及利益分配机制；董事会治理指数评估董事会的独立性、专业性和运作效率；监事会治理指数衡量监事会监督职能的履行情况；经理层治理指数考察高管激励约束机制与经营效能；信息披露指数反映公司透明度与合规披露水平；利益相关者治理指数评价企业对员工、客户、社区等利益相关方的责任履行。

中国上市公司治理指数在 2019-2024 年期间保持连续上升态势，但年度增幅呈现明显的递减趋势。2019 年治理指数为 63.19，2020 年达到 63.49，2021 年跃升至 64.05，2022 年为 64.40，2023 年达到 64.76，2024 年略升至 64.87。从年度增幅来看，2020 年增幅为 0.30，2021 年增幅提升为 0.56，2022 年增幅为 0.35，2023 年增幅为 0.36，2024 年增幅仅为 0.11。

评价样本数量从 2019 年的 3562 家增长至 2024 年的 5319 家，增长幅度达 49.3%。这一增长主要得益于注册制改革推进、多层次资本市场建设以及新兴板块的设立。2024 年样本中，主板非金融上市公司 3062 家，创业板非金融上市公司 1327 家，科创板上市公司 566 家，北交所上市公司 239 家，金融业上市公司 125 家。

表 47：2019-2024 年中国上市公司治理指数（CCGINK）

治理指数	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国上市公司治理指数	63.19	63.49	64.05	64.40	64.76	64.87
股东治理指数	67.06	67.86	68.45	68.69	69.31	69.42
董事会治理指数	64.51	64.95	64.93	65.02	64.82	65.14
监事会治理指数	59.55	59.65	59.65	59.49	59.34	59.17
经理层治理指数	58.85	59.12	59.32	59.78	60.26	60.43
信息披露指数	65.35	65.27	65.60	65.74	66.18	66.20
利益相关者治理指数	63.00	63.32	66.42	68.13	69.40	69.55

数据来源：南开大学中国公司治理研究院，金牛资产管理研究中心整理

从六大维度来看，各领域的发展呈现明显的分化特征。股东治理指数和利益相关者治理指数表现最为突出，这主要得益于新《证券法》实施后对中小股东权益保护的强化，以及 ESG 理念的普及推动企业社会责任实践。

股东治理指数在 2019-2024 年期间整体呈现上升趋势，从 2019 年的 67.06 上升至 2024 年的 69.42。2019 年股东治理的提升主要得益于中小股东权益保护和关联交易状况的改善，建立差异化现金分红政策的公司占比从 2018 年的 69.00% 上升为 2019 年的 74.73%。2024 年分控股股东性质来看，民营控股上市公司治理指数平均值达到 65.07，持续高于国有控股上市公司 0.85 个百分点。

利益相关者治理指数呈现较为明显的上升趋势。2019 年为 63.00，2020 年为 63.32，2021 年为 66.42，2022 年为 68.13，2023 年跃升至 69.40，2024 年继续上升。2023 年利益相关者治理维度提升 1.27，升幅最大，表明上市公司利益相关者治理状况逐渐趋好。

董事会治理经历了波动发展过程。2019 年董事会治理指数为 64.51，2020 年为 64.95，2021 年出现下降，2022 年回升至 65.02，2023 年降至 64.82，2024 年回升至 65.14。2024 年董事会治理维度提升 0.32，升幅在六大维度中最大，表明上市公司董事会治理状况进步

突出。从历史数据看，2012-2015 年董事会治理指数呈下跌态势，2015-2019 年则维持连续上升趋势。

随着股权激励等市场化机制的逐步完善，经理层治理指数呈现稳步上升态势。2019 年为 58.85，2020 年为 59.12，2021 年为 59.32，2022 年为 59.78，2023 年为 60.26，2024 年继续提升。经理层治理的改善主要体现在激励约束机制的完善和执行保障能力的提升方面。民营控股上市公司在经理层治理的激励约束方面表现较好，而国有控股上市公司在执行保障方面相对出色。

信息披露指数总体保持上升趋势，但存在一定波动，这与监管机构持续强化信息披露要求密切相关。2019 年为 65.35，2020 年出现下降，2021 年为 65.60，2022 年为 65.74，2023 年为 66.18，2024 年继续提升。信息披露质量的提升反映了监管要求的不断强化和上市公司透明度意识的增强。外资控股上市公司在信息披露的真实性和相关性方面相对出色。

监事会治理成为治理体系中的相对薄弱环节，凸显出我国公司治理体系中监督机制仍存在明显短板。2019 年监事会治理指数为 59.55，此后持续波动，2022 年为 59.49，2023 年降至 59.34，2024 年进一步下降。监事会治理维度继 2023 年之后在 2024 年再次下降，反映出监事会在公司治理中的监督职能仍需加强。2019 年监事会平均会议次数为 6.50，超过 2018 年的 6.06，绝大部分公司达到每季度召开一次的要求。

2024 年的最新数据表明，中国上市公司治理已进入高质量发展的新阶段。在政策层面，公司治理政策对董事会结构、ESG 披露等提出了更高要求；在市场层面，机构投资者对治理标准的关注度持续提升；在技术层面，数字化工具的应用进一步增强了治理透明度。然而，上市公司治理仍面临监事会改革滞后、部分民营企业治理结构失衡等挑战。

4.3 股东减持

1) 减持新规逐步完善

自 2000 年起，中国开始推进国有企业改革，并提出国有股减持政策。然而，由于定价不合理和减持目的不明确等问题，实际执行中市场反应不佳。2001 年 10 月，证监会宣布停止首次发行和增发股票时出售国有股的规定。到 2005 年 5 月，股权分置改革进入试点阶段，为减持政策的进一步完善提供了契机。

2015 年股灾后，大股东减持行为加剧了市场波动，迫切需要对减持政策进行进一步规范。2017 年 5 月，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，在原减持规定的基础上增加了两类特定股东，即持有上市公司首次公开发行前发行的股份的股东以及持有上市公司非公开发行的股份的股东。此外，规定还明确了董监高减持的限制条件、信息披露要求及违规处罚措施，确立了减持制度的基本框架。

在减持新规政策的实施下，重要股东的减持规模显著下降。然而，部分上市公司长期出现“破净”（股价低于净资产）或“破发”（股价低于发行价）现象，大股东仍通过减持套利，损害了中小投资者的利益。为进一步规范减持行为，2023年8月，证监会发布了《进一步规范股份减持行为》的监管要求，沪深交易所于9月发布了《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》，明确禁止在“破发、破净、分红不达标”三种情形下进行减持，以进一步加强对减持行为的监管。

表 48：2000-2023 年减持关键政策一览

时间	法规	关键内容
2001年6月	国务院《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》	首次提出通过新股发行或增发时按融资额 10% 出售国有股，所得资金划转社保基金，但因定价机制未考虑非流通股折价，导致市场恐慌。
2005年9月	证监会《上市公司股权分置改革管理办法》	国有控股上市公司需根据国家战略确定最低持股比例，重要行业和关键领域的国有股需保持控制力。要求证券监管部门通过制度安排和技术手段，有效控制非流通股转为流通股的规模和节奏，避免短期内集中减持冲击市场。
2016年1月	证监会《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》	首次系统性规范减持行为，要求大股东 3 个月内集中竞价减持不得超过 1%，且需提前 15 日披露计划，同时将大宗交易减持纳入监管（受让方 6 个月内不得转让），遏制“清仓式减持”。
2017年5月	证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》	原减持规定的基础上增加了两类特定股东，即持有上市公司首次公开发行前发行的股份的股东以及持有上市公司非公开发行的股份的股东。明确了受减持限制的股票来源，增加了对特定股东持有的特定股份的减持限制。
2023年8月	证监会《进一步规范股份减持行为》	新增三大禁止减持情形：破发（股价低于发行价）、破净（股价低于净资产）、近三年现金分红未达年均净利润 30%，将控股股东和实际控制人的减持行为与公司分红以及股价挂钩。
2023年9月	沪深交易所《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》	明确不得减持情形，除破发、破净情形外，增加公司最近一期经审计财务报告存在亏损情形的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持。

数据来源：证监会，中国政府网，上交所，深交所，金牛资产管理研究中心整理

2024年，中国证监会针对资本市场减持监管的遗留问题，进一步强化了制度约束。尽管2023年的政策已限制了破发、破净及低分红公司的减持行为，但在实践中仍存在一些绕道减持的手段，例如转融通出借、融券卖出和离婚分割股份等。部分股东甚至通过司法强制

执行或质押平仓的方式变相套现，这些行为严重影响了市场的公平性和透明度。

为彻底封堵这些漏洞，证监会于 2024 年 5 月发布了《上市公司股东减持股份管理办法》，首次以部门规章的形式提升政策的法律效力。该办法将离婚分割、解散分立、质押平仓、转融通出借、融券卖出和司法强制执行等行为纳入减持监管范畴，明确要求相关行为需提前披露，并计入减持额度。同时，对于违规减持行为，证监会采取了“责令购回+差价上缴”的措施，并引入市场禁入等行政处罚。此外，证监会还同步修订了《持股变动管理规则》，旨在构建一个“无死角”的减持监管体系，以进一步维护资本市场的健康发展。

表 49：2024 年减持关键政策一览

时间	法规	关键内容
2024 年 5 月	证监会《上市公司股东减持股份管理办法》	首次以部门规章形式全面升级减持监管，将离婚分割、解散分立、质押平仓、转融通出借、融券卖出、司法强制执行等均纳入监管范畴，要求相关行为需提前披露且计入减持额度，同时实施市场禁入等行政处罚，显著提升违规成本。
2024 年 5 月	证监会修订《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》	同步修订持股变动规则，强化对董监高减持行为约束，明确要求披露减持计划的实施进展，并规定在重大违法强制退市情形下相关股东不得减持，构建与减持管理办法相配套的监管体系。
2024 年 5 月	《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》	规范股东及董监高减持行为，强化对中小投资者合法权益的保护。整合原有分散规则，形成统一监管指引

数据来源：证监会，上交所，金牛资产管理研究中心整理

2) 减持规模持续收缩

自 2019 年以来，A 股市场管理层减持规模呈现出明显的波动性特征，整体经历了先升后降的发展趋势。从数据来看，减持金额在 2020 年达到峰值 1372.90 亿元，随后连续四年下降，至 2024 年已回落至 240.98 亿元，降幅达 82.4%。这一显著变化趋势与市场环境、监管政策以及经济周期的多重因素密切相关。

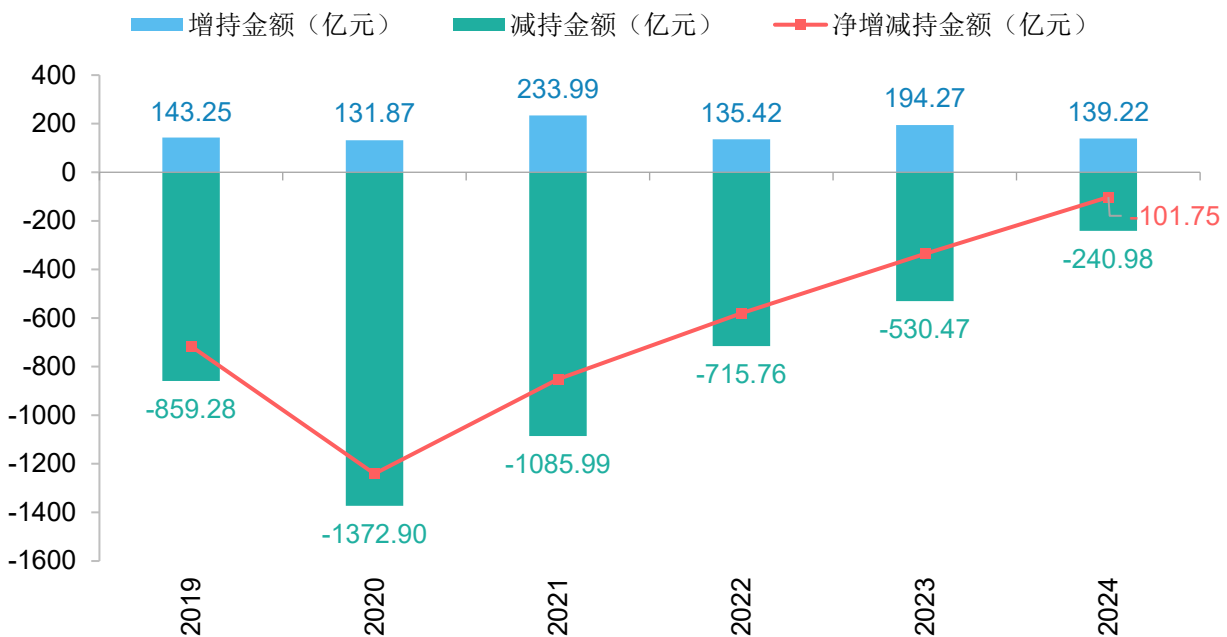
2019 年，A 股管理层的减持金额为 859.28 亿元，而增持金额为 143.25 亿元，导致净增减持金额为-716.04 亿元。这一时期，市场面临较大的不确定性，管理层的减持意愿较强。2020 年，受注册制试点扩大带来的限售股解禁影响，减持规模进一步攀升，减持金额激增至 1372.90 亿元，创下历史新高。同年，共计 1979 家上市公司遭遇重要股东净减持，占两市全部上市公司的 47.79%。特别是 7 月份单月减持规模就达到 967.56 亿元，创年内新高，

反映出产业资本在市場上漲過程中的強烈套現意願。同時，疫情導致部分企業面臨資金壓力，管理層通過減持套現以應對經營困難，淨增減持金額進一步下降至-1241.04 億元。

自 2021 年起，隨著減持新規的逐步完善，減持規模開始持續收縮。2021 年和 2022 年，淨增減持金額分別收窄至-852.00 億元和-580.34 億元。2023 年成為 A 股減持監管的重要轉折點。8 月 27 日，證監會發布了被市場稱為“史上力度最強”的減持新規，對破發、破淨和分紅不達標的上市公司實施嚴格的減持限制。減持新規的效果立竿見影，2023 年減持金額同比驟降 25.9%。這些政策的實施有效遏制了過度減持行為，維護了市場穩定。此外，隨著市場環境的逐步改善和經濟復蘇預期的增強，管理層的套現動機減弱，進一步推動了減持規模的下降。

2024 年，減持規模進一步大幅下降，減持金額首次降至 300 億元以下，達到 240.98 億元，創近 6 年新低。同時，增持金額保持穩定在 139.22 億元，使淨減持額僅相當於 2020 年峰值的 8.2%。這一變化不僅反映了 2024 年 5 月《減持管理辦法》對繞道減持的全面封堵成效，也顯示出隨著經濟復蘇預期的增強，管理層的套現動機顯著減弱。

圖 89：2019-2024 年管理層增減持規模變化（億元）



數據來源：萬得，金牛資產管理研究中心整理