

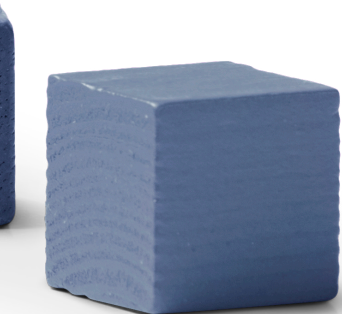
McKinsey
& Company

拨开迷雾，回归价值： 锻造资本市场管理能力



2021年8月





自1991年创立至今,中国股票市场在短短30年间实现了长足发展。2004年,国务院出台“国九条”,拉开资本市场制度改革序幕。随后引入上市保荐制度,试水社保基金入市,推行IPO注册制改革等,创新和变革的步伐从未停止。然而时至今日,A股市场尚未与国际资本市场完全接轨,在参与主体、交易机制、市场行为等方面都独具特色。在中国经济“双循环”新发展格局的大背景下,我们相信A股市场将在社会资源分配方面发挥更重要的作用。

中国上市公司的市值管理也经历了脱虚向实的过程。从讲好股权故事,就市值论市值,转而向战略要市值,向管理要市值。2021年5月揭露的伪市值管理事件,更加说明市值管理事关整体资本市场的公平与效率。对上市公司个体而言,市值最大化是利润最大化目标的重要补充和提升,健康的市值和持续的股东总回报(Total Return to Shareholders,简称TRS)是企业再融资的基础,是运用员工持股计划和股票期权等工具激励员工的

前提,也是体现资本市场对公司发展前景认可度的晴雨表。因此,市值管理应当是集战略、财务、业务、管理、组织、激励和资本市场沟通的“综合工程”。

麦肯锡认为,对于追求吸引长期战略投资者的上市公司而言,市值管理的核心是拨开资本市场的迷雾,回归企业价值创造的基本面,其中管理投资资本回报率(Return on Invested Capital,简称ROIC)尤为重要。这一指标在成熟市场已有众多拥趸。价值投资的代表人物芒格(Charlie Munger)将ROIC称为“长期内决定企业投资价值和回报水平的决定性因素”。而喜马拉雅资本创始人李录在近期一次炉边对话中也指出:“……真正的好公司其实是那些可以甩开竞争者,同时拥有可持续的竞争优势和较高资本回报率的公

司,而且它还要能长期持续增长……能长期地产生高于市场的资本回报率,本身就不是常态。只有非常少的公司能属于此类。所以如果你能足够幸运地找到一家这样公司,你需要做的就是长期持有它。”



第一章

中国企业市值管理的正道坦途

本章通过A股、港股和美股市场的对照分析，指出投资资本回报率（ROIC）也是A股市场估值的重要驱动因素。尽管由于多种结构性因素，A股市场目前仍然存在较为显著的市值溢价，但在资本市场加速改革和开放的大环境下，中国股市有望在未来数年内日趋成熟和理性。在此背景下，与业务高速增长相比，提振ROIC将更有可能在中短期内转化为健康的企业市值。也只有在ROIC健康合理的基础上，公司业务的增长才是高质量的增长，才有可能转化为优秀的股东回报。

市值管理正道之一：投资资本回报率（ROIC）是市场价值的“拦河大坝”

在基金抱团、逆袭股和追涨杀跌等众多市场噪音中，业界普遍认为A股市场估值未能充分体现企业基本面。而我们的分析发现，A股市场估值在很大程度上与企业的盈利水平、尤其是投资资本回报率息息相关。虽然这一关联性尚未达到发达市场的强度，但其重要性仍不容小觑。如果把市值比作一个蓄水池，业绩增长和持续盈利比作源源不断的入水口，那么投资资本回报率（ROIC）就是保持水位的拦河大坝。只有堤坝足够高，蓄水池的水位才能稳步上升。如果堤坝太矮或者不牢固，则入水越快压力越大，最终一泻千里，功亏一篑。

发现一：中国上市公司ROIC普遍接近WACC，增长未必带来价值提升，提振ROIC是当务之急

我们分析发现，中国A股样本公司的ROIC长期处于6%~9%的较低水平，略低于普遍估计的8%~10%的加权平均资本成本（WACC）。而港股上市中国企业的ROIC从2004年的12%~15%

也逐步下滑至目前的7%~9%水平。这就导致很多企业的盈利增长无法转化为价值。相较而言，纽约证券交易所（NYSE）样本公司的ROIC在8%~10%左右，而纳斯达克上市公司的ROIC稳定在12%~15%的高位。因此，提振ROIC是许多中国上市公司市值管理的当务之急。

什么是投资资本回报率（ROIC）？

ROIC衡量公司将其控制下的所有资本（包括股权和债权）分配给各类有利可图的投资标的或项目的投资效率。将ROIC与加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital，简称WACC）进行比较，可以揭示投资资本是否得到有效利用。ROIC的计算公式是：

$$ROIC = \text{NOPLAT (税率调整后的净运营利润)} / \text{Invested Capital (投资资本)}$$

其中，投资资本是公司通过发行证券（包括公开市场债务和股东权益）、非公开市场举债和资本租赁等方式筹集的资金总额。它本不是公司财务报表中的一个常规项目，因为债务、资本租赁和股东权益在资产负债表中分布在不同的科目。

ROIC的优势有两个。一是从公司总资本的视角去衡量回报，而非单纯从股东视角。二是通过对非现金科目和税率的调整，最准确反映投资资本带来的经济回报，而非财务回报。与ROE（净资产回报率Return on Equity）、ROA（资产回报率Return on Asset）、ROCE（使用资本回报率Return on Capital Employed）等指标相比，ROIC更能体现出公司总体资本的真实使用效率。

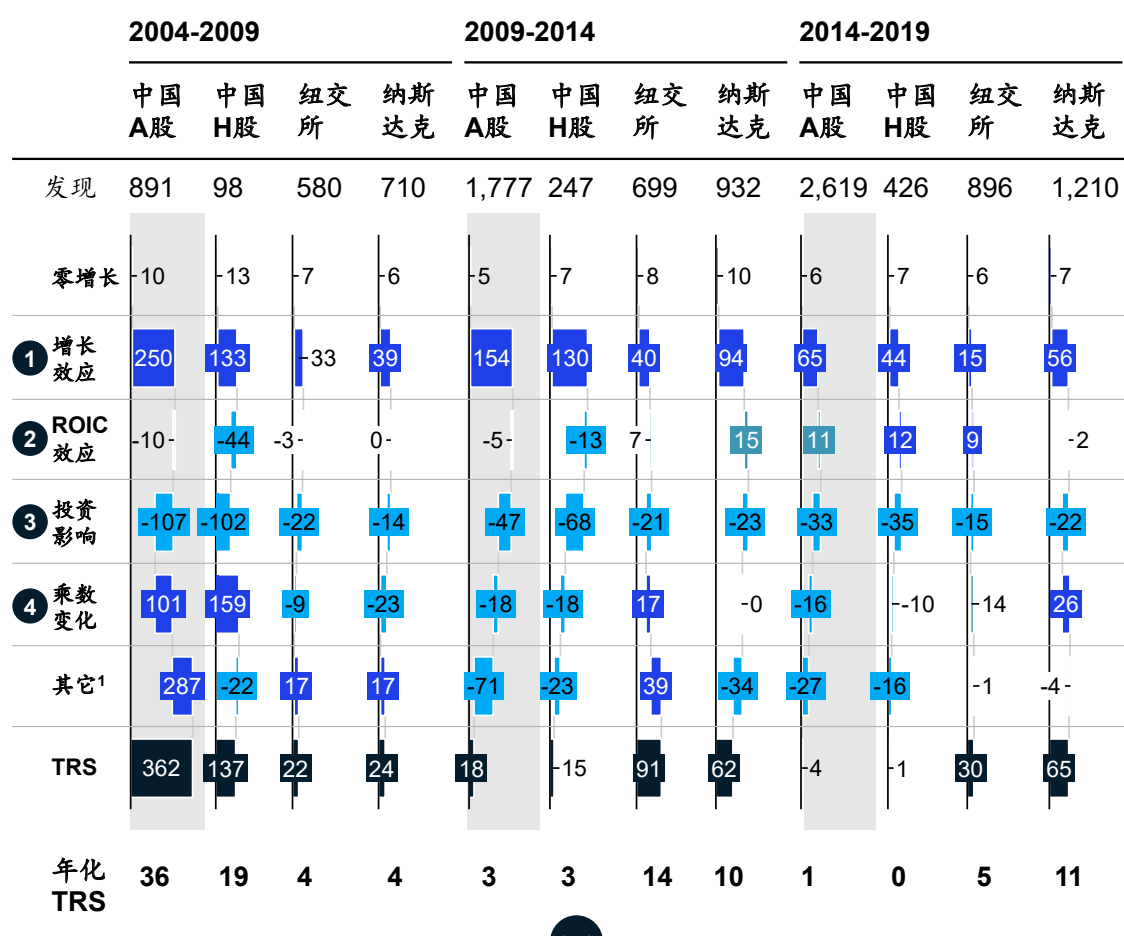
发现二：在影响股东总回报 (TRS) 的四大因素中，ROIC的改善空间最大

在2004~2019年的15年间，中国A股样本公司的年化股东总回报 (TRS) 约为11%，高于港股的

7%和美股的8%（见图1）。但这一优势主要得益于2004~2009年中国股市高歌猛进的增长，而同期美股则受到2008年全球金融危机的破坏性打击。2009年之后，中国A股的年化总股东回报率跌至1%~3%，远低于美股10%左右的水平。

图表1

2004到2019年期间，驱动总股东回报 (TRS) 的因素拆解与对比



- 关键洞见**
- 过去15年间中国A股增长效应缩小4倍，零增长趋势已降至美国水平（介于6%到10%之间）
 - 2014年前，中国A股ROIC持续下滑，2019年略有改善
 - 过去15年中国A股为投资驱动，尽管随着增长放缓，投资的重要性从107%下降到33%
 - 2009至2019年，中国市场的EV乘数收缩，加上其他因素（杠杆率降低等），导致TRS下滑

1. 包括杠杆、乘数、非运营现金流等的影响

资料来源：CPAnalytics; 麦肯锡分析

针对股东总回报的四个驱动因素，我们发现：（一）随着中国宏观经济逐步成熟，中国A股的收入增长率从35%一路下滑至15%左右，预计未来长期增长率将逐步向成熟经济体的5%~10%靠拢，高成长将是个股或者某个板块的亮点，而不再是A股市场的总体特征；（二）受宏观经济去杠杆政策，以及债券市场避险情绪上升双重影响，杠杆率也逐步从60%下行至45%，预计未来将在较长时间保持较低水平；（三）企业价值估值倍数（EV/EBITDA）受市场情绪和市场宏观流动性影响较大，上市公司可以积极干预，但无法左右；（四）尽管ROIC在过去几年逐步下滑，但中国上市企业在提高战略聚焦、优化资源配置、推动精细化管理和运营、实施数字化与创新等方面

已经进行了积极投入，未来大有可期。综合来看，在影响股东总回报（TRS）的四大因素中，提振ROIC的潜力最大，有望成为未来10年中国企业价值提升的主要抓手。

发现三：与营收增长相比，ROIC与企业估值水平的相关度更高

横跨多个年份、市场和行业的分析发现，中国A股市场的企业估值水平与营收增长并没有直接而清晰的相关性。相比而言，企业估值水平与ROIC正相关，且相比低增长企业，ROIC对高增长企业（年化营收增长率超过10%）的企业估值影响更大（见图2）。与美国等成熟资本市场相比，中国A股市场ROIC与估值水平的相关性诚然

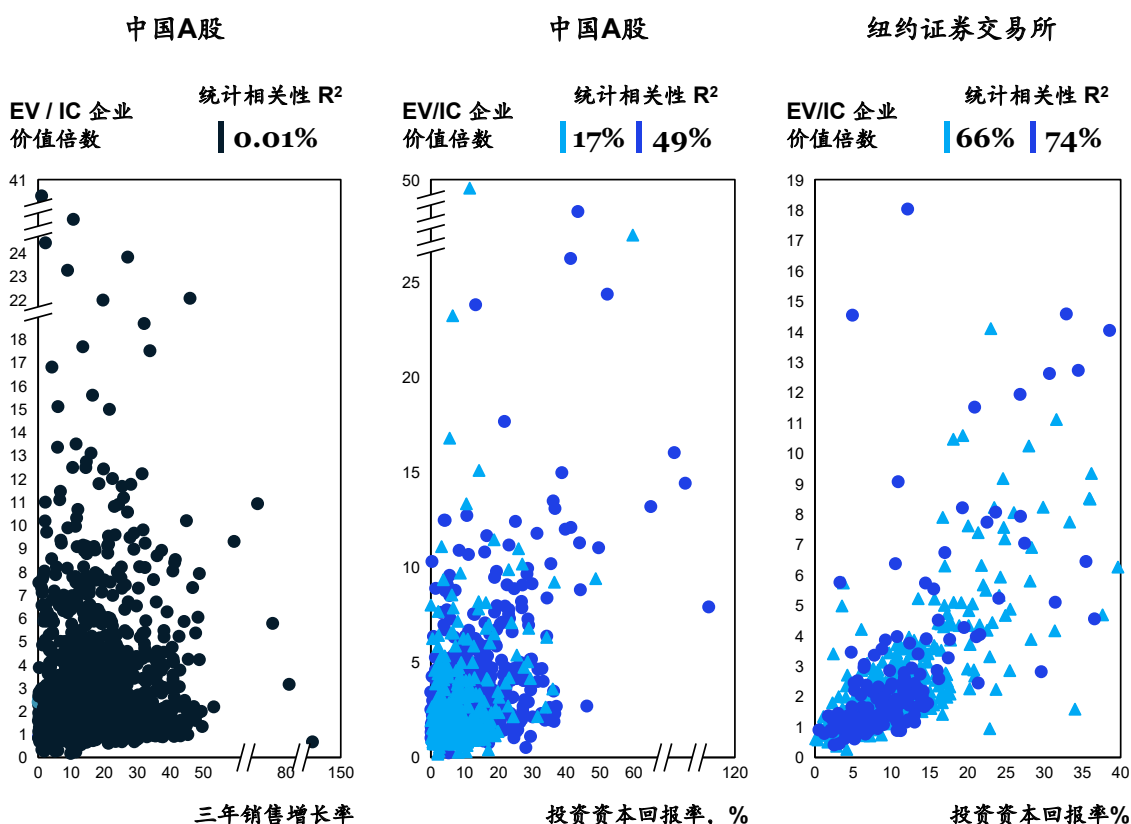
图表 2

投资回报率高的企业依然更受A股投资者青睐

▲ 增长率小于10% ● 增长率大于10%

企业估值水平与企业增长率没有关系¹

企业估值水平与投资资本回报率息息相关，高增长企业更为明显²



1. 多年分析的综合结论，本处示例为2019年数据

2. 从2004到2019年多年分析综合结论

资料来源: CPAnalytics; 麦肯锡分析

较低,但是随着资本市场改革深化和进一步与国际市场接轨,我们有理由相信这样的相关性会日益增强。另外,在盈利能力普遍不强的行业,如医药研发和消费品等,少数盈利模式清晰稳定且ROIC较高的企业更容易受到投资人青睐,成为市场追捧的“白马股”。也就是说,改善ROIC比营收增长更有可能积极影响企业的估值水平,而这种影响在高增长行业尤为突出。

市值管理正道之二: 合理认识A股市场的高估值和市值溢价

市场普遍认为中国A股市场估值较高。但数据显示,2019年A股仅在以科技和医疗为代表的新经济领域,估值水平超越美股,而总体市盈率低于美股。那么到底应该如何理解A股的高估值,并有效利用市场溢价做好市值管理呢?我们认为,市场结构性因素,如缺少替代性投资市场、散户

行为、国际投资人参与有限、约束机制不完备等,是导致A股存在多种溢价来源的主要原因。但随着中国进一步融入国际资本市场,机构投资者参与力度加大和市场约束机制加强,A股估值水平可能逐步与世界接轨。

发现四: A股对港股溢价逐步收窄

我们分析了同时在A股和港股上市的95家企业后发现,A股股价存在约30%~40%的溢价(见图3)。随着沪港通等机制的实施,溢价较最高峰时(超过100%)已经有所收窄。预期未来随着A股市场成熟度提升和沪港通等联通机制进一步扩容,A股与H股溢价仍将存在但将呈现窄幅波动。值得一提的是,港股汇集了大量中国国有企业,而随着其在混合所有制改革、市场化企业治理与薪酬激励体系、提质增效等领域的突破与改革,两个市场估值水平也将进一步靠拢。

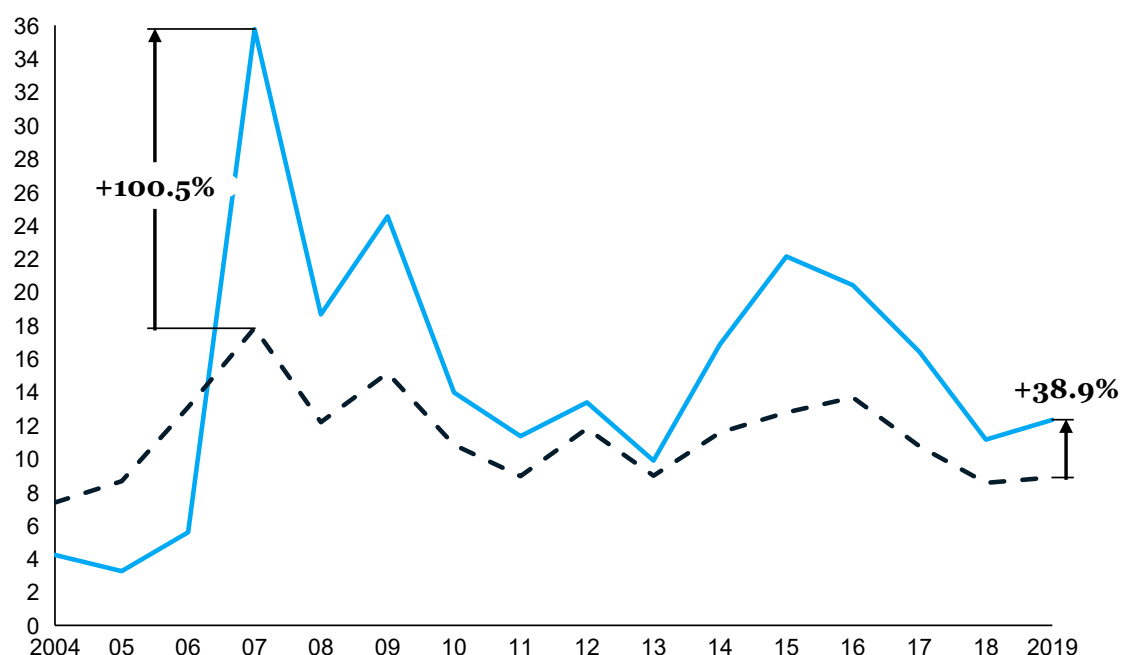
图表 3

A股相对国际资本市场(以港股为参照)存在40%左右的估值溢价

A股与H股估值水平比较

95家同时在A股和港股上市的中国企业

P/E市盈率



资料来源: WIND万得数据; CPAnalytics; 麦肯锡分析

发现五：新经济板块高估值是A股市场溢价的主要来源

投资人对估值模型的参数估计通常较为乐观，在参考历史实际情况的基础上给予更高预期（见图4）。因此市场实际估值水平会高于按照历史

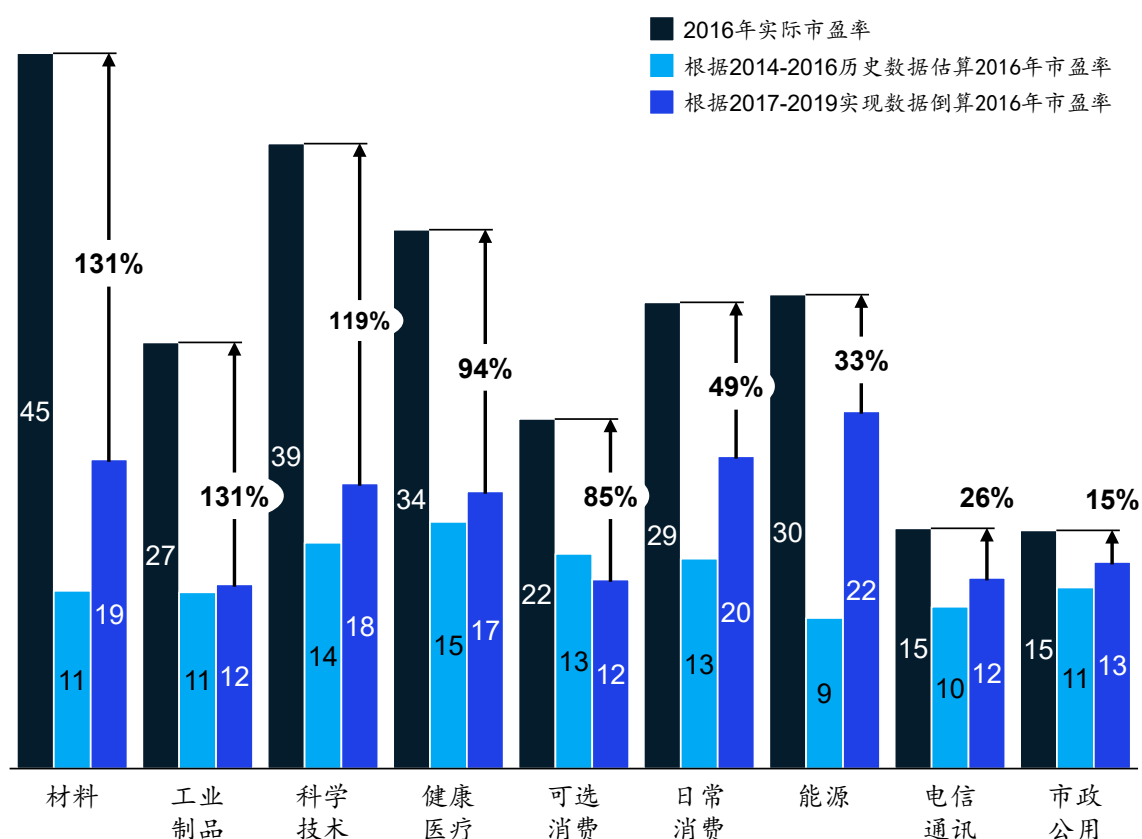
实际增长率和投资资本回报率估计的估值水平，形成估值溢价。以2016年为例，A股的估值溢价在15%~131%之间，但新经济板块溢价明显高于传统板块。而且，我们仔细回顾了过去15年的数据后认为，这种结构性溢价是长期存在的。

图表 4

A股实际估值水平普遍高于企业内在价值，但不同行业间溢价水平冷热不均

2016¹年主要板块²的市盈率水平比较

内涵价值水平根据麦肯锡二阶段企业价值估算模型³估计



1. 选择2016年以保证有2017-2019三年的实际数据进行反向验证
2. 未包含金融机构和房地产两大估值原则迥异的行业
3. 核心假设：第一阶段投资资本收益率和收入增长率基于测算，时长为10年，综合融资成本率9%；第二阶段ROIC假设9%与综合融资成本率相等，销售增长率4.5%，与常用的长期经济增长率相同

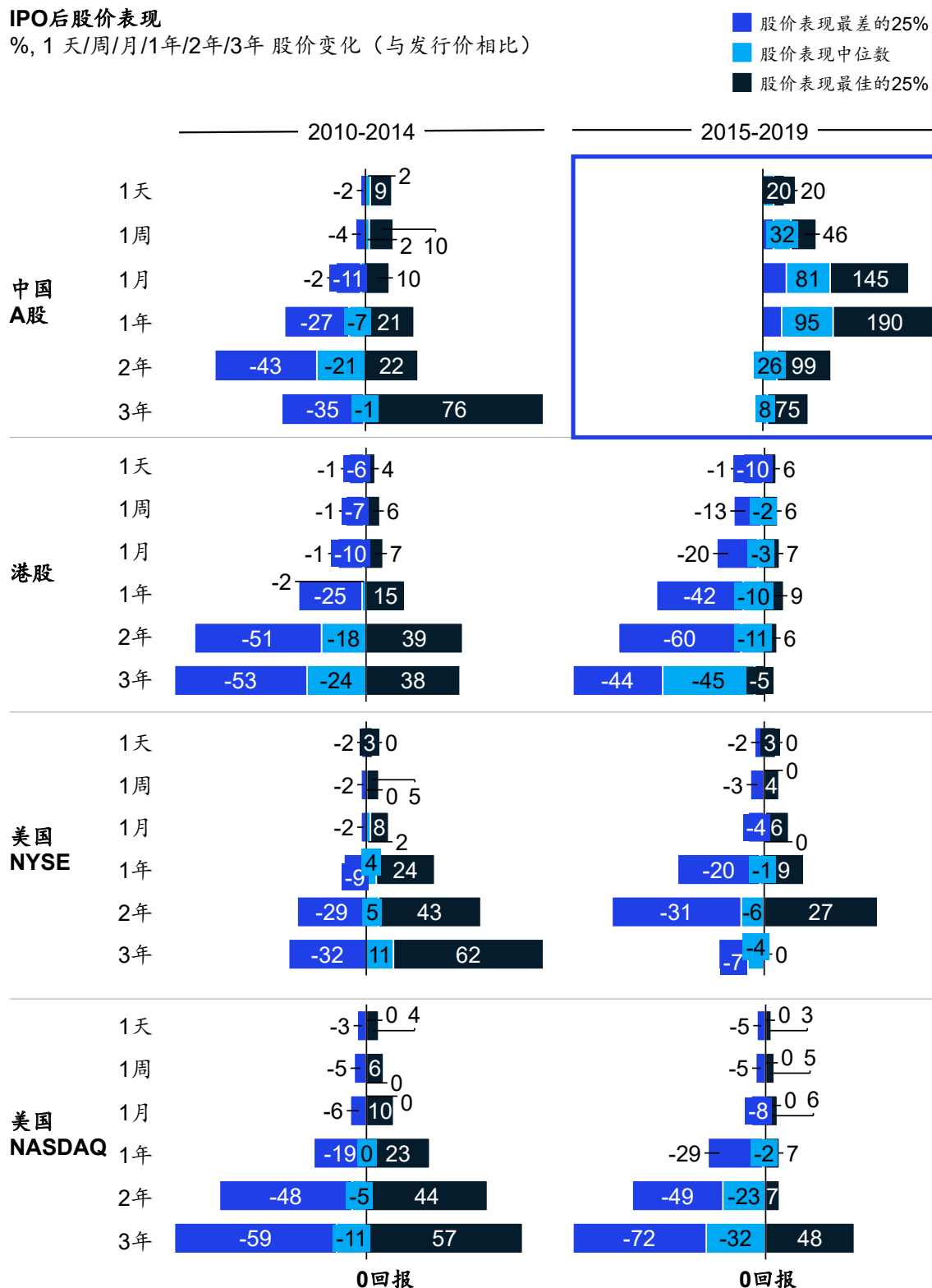
资料来源：CPAnalytics; 麦肯锡分析

图表 5

2015-2019年期间中国A股IPO之后普涨，与其他市场涨跌相间的特征不同

IPO后股价表现

%, 1 天/周/月/1年/2年/3年 股价变化（与发行价相比）



资料来源: WIND万得; CPAnalytics; 麦肯锡分析

发现六：2015年以来IPO溢价愈发显著

2015年以来，中国A股IPO大面积单边上涨，上市后一年内股票涨幅在35%~190%之间（见图5）；而同期美股和港股的IPO则涨跌参半，而且一年后破发股票数多于增长股票数。此外，2015年之前A股市场IPO溢价也不明显。究其原因，一方面中国A股投资人对IPO追捧热情较高，打新成为增强收益的手段；另一方面，也存在诸多关于A股IPO定价是否合理的讨论，如保荐人跟投制度和审核制等是否潜移默化中造成IPO定价偏低。而今A股已开始科创板推动注册制，“供需定价”和“破发”等话题的讨论日益激烈。因此，我们认为A股市场的IPO表现将逐步回归常态，IPO定价将与企业业务前景进一步挂钩。

即使在这种情况下，市场仍然更加青睐ROIC显著提升的企业。跟踪2004到2014年间约1000家A股上市企业IPO上市后两年内的EV/IC估值倍数发现，ROIC大幅提升，而销售低速增长的企业中有60%实现了EV/IC倍数扩张，而这一比例在ROIC恶化而销售高速增长的企业中仅有31%。拉长至五年来看，这一趋势更为清晰（见图6）。

究其原因，上述A股市场的四个溢价表现与市场结构与投资者行为特征息息相关。对这些结构性因素变化的判断有利于进一步分析A股市场估值逻辑以及未来演变：

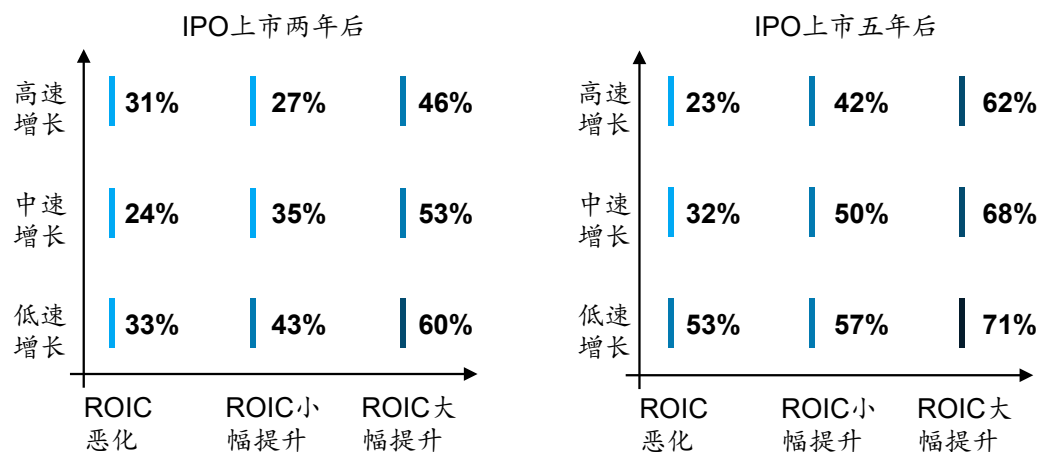
图表 6

市场更加青睐投资回报率的提升

A股企业IPO之后，EV/IC倍数提升的公司数量占各象限公司总数比例

%

XX EV/IC倍数提升公司占比



1. 选取了2004-2014年间上市的954家中国A股上市公司，按照投资资本回报率和收入增长率的分位值切分
资料来源：CPAnalytics；麦肯锡分析

- 替代性投资品类缺失，这一情况未来仍将持续：中国投资人缺乏其他可与股市竞争的投资渠道，尤其是在楼市预期疲软、信托/P2P和网贷等受到强监管的情况下，股市一枝独秀，对投资人颇具吸引力。预计未来5年这一情况仍将存在。
- 投资者行为从散户化到机构化：虽然近年来中国A股市场的散户投资人占比有所下降，但整体市场行为尚未实现机构化。80%的日均交易量均来自散户，机构受排名和激励等压力影响，投资组合的换手率高达4~5次。不过，目前A股市场机构投资人占比已达70%以上，未来随着保险资金和大型企业股东入市，以及新一代投资人日趋依赖专业投资机构理财，我们预计A股市场行为将更加机构化，投资人将更关注企业的长期增长和盈利潜力。
- 国际投资人参与程度持续提升：历史上由于资本管制、信息不对称、熟悉市场偏见（Home Bias）和投资折现率不同等原因，国际机构投资人未能充分参与A股市场。事实证明，国际机构投资人充分参与的“白马股”，其A股/港股溢价较低，且市盈率的波动率较低，定价相对稳定。自沪港通实施以来交易量逐步上行，也成为外资机构投资人的优选渠道，而且北上资金对A股定价有很强引导力。合格境外投资人限额放开、沪伦通落地、创业板探索红筹股回归等，均将推动中国A股市场与世界资本市场逐步融合。
- 多空制衡机制从无到有：中国A股市场做空和退市等机制仍不完备，市场力量不均衡，存在单边上涨动力。2020年下半年以来，随着退市机制等逐步完善，未来市场约束机制将更加完备。

综上所述，A股市场估值水平不能简单以高低来概括，更应关注市场行为是否趋于理性，因为只有更加理性的投资行为才能让市场更好地扮演起价值发现和资源配置的角色。从影响A股市场结构和投资行为的各项因素来看，除了缺少替代投资品类这一因素仍将为A股注入超量资金外，机构参与、国际融合、机制约束三大因素的日益成熟，都将推动A股市场估值水平逐步理性化。

在此大环境下，真正具有投资价值的企业将逐步脱颖而出。如前文所述，提振ROIC是中国上市公司的当务之急。许多优秀企业已经开始行动，由单纯的规模增长转向高质量增长，通过赛道聚焦、业务创新、精益运营和数智化转型等手段，多管齐下提升ROIC，巩固市值管理的“拦河大坝”，得到了市场的积极正面反馈。中国企业究竟如何系统性的思考价值管理，制定符合企业实际、既能立竿见影又能长治久安的ROIC优化方案？在此基础上，又应该如何向市场讲述积极正面的、以价值为导向的投资者故事？





第二章

做全周期市值管理的“五好学生”

随着注册制全面推行和退市约束机制的日趋成熟，首次公开发行股票（Initial Public Offering，即IPO）不再是优秀企业发展奋斗的终极目标，而是其迈向成熟企业、实现基业长青漫漫征途的新起点。2020年，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，明确指出“十四五”时期我国将进入新发展阶段，推动上市公司实现更高质量发展，是在“双循环”下强化资本市场枢纽功能、加快构建新发展格局的内在要求。这些可喜变化也使得国际投资人对中国资本市场信心大增，截至2020年年底，外资持续三年保持净流入，境外投资者持有的A股资产突破3万亿元人民币，持股市值占比近5%¹，未来这一比例还将继续上升。正在准备上市或已经上市的中国企业需因势利导，构建卓越的全周期市值管理能力，成为价值投资者长期青睐的资本市场“好学生”。

本章进一步探讨中国企业应该如何从准备上市开始（通常为上市前的2~3年），以战略和股东价值最大化为目标，步步为营打造成功的IPO，并在上市后紧抓核心价值创造，持续讲好资本市场故事，实现卓越的全周期市值管理。我们认为，（拟）上市公司应该从选好地点、管好过程、定好战略、练好内功、做好接轨等五个方面向国际最佳实践看齐，迎接更加成熟理性、与国际加速接轨的中国资本市场环境，凭专业和实力做“五好学生”，实现基业长青。

一、选好地点：企业应该选择与战略相匹配的上市地点，并获得最佳估值与市场流动性支撑。我们以三大潜在上市企业类别为例进行分析，发现A股、港股和美股各有千秋。

首先，大量中资大型企业集团正在寻找第二业务曲线，孵化高增长类新业务并谋求独立上市。其战略目标包括：为高增长业务谋求更高估值和持久溢价，允许新业务以独立架构更快更灵活地发展，并且避免企业集团的遗留问题影响新业务上市等。对于这类新业务引擎，中国A股市场的吸引力和匹配度很高。具体而言，A股市场对新经济行业的估值更高，此外，上市地点和经营地点一致也简化了合规复杂性，同时A股市场资金充裕，可以提供新业务增长所需的人民币资金。

其次，诸多在大中华区或亚太地区拥有大量客户群的跨国企业，正在或已经剥离亚太区业务实现独立运营和单独上市。其战略目标包括：区别高成长地区业务与成熟地区业务，获得更高估值，同时在亚太地区获得上市身份可以提高企业在亚洲消费者中的品牌知名度，加深与当地分析师的沟通等。同样重要的是，分拆增强了其在奖励亚洲管理人员和员工时的灵活性。对此类亚洲消费者驱动的业务而言，港股市场的吸引力和匹配度很高。一方面，在地理位置上香港与亚洲消费者和投资者接近，跨国企业更熟悉当地法律体系和文化环境；另一方面香港市场既保留了与全球投资者的联系，也可以触达内地投资者。当然，随着中国A股逐步引入针对外国企业上市的相关改革，未来也将为这类企业提供更多的上市地选择。

最后，对于希望进入国际市场并在全球市场募资的中国公司而言，美股上市或许是更优选项²。最重要的三大战略考量包括：提升全球声誉、获得全球投资者资金、并在外国投资者的帮助下对接当地资源。

¹ 来自中国证监会2020年9月统计信息www.cssrc.gov.cn

² 根据中国2021年7月出台的《网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)》，掌握超过100万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。部分企业的海外IPO将面临更严格的网络安全审查

二、管好过程：制定清晰合理的IPO时间表，定期检视IPO准备程度，并建立专项工作组管理IPO全过程

企业发展是一场马拉松，IPO肯定是马拉松中的冲刺阶段。企业需要以终为始筹划整个流程，甚至在新业务起势阶段，即按照IPO的高标准严要求来搭建团队、财务、系统等体系，并在业务成长过程中不断检视和优化。尽管存在多个上市板块，我们建议企业在常规性审核自身上市完备度时，始终参照上交所主板的最严格规则，从6个方面加以考量：董事会与治理、组织与流程、历史和前瞻性财务、薪酬和股权机会、IPO策略和资源以及资本市场故事（见图7）。

同时，由内部管理团队和外部咨询专家组成的专门工作组是IPO成功的保障。工作组在长达12个月到3年以上的IPO准备期间，与董事会和管理层齐心协力，编制资本市场故事，管理与会计师、律师和投行的合作，完善IPO冲刺阶段的各方面事项。具体而言，包括为IPO成熟度做准备，识别IPO成熟度评估中的主要差距，制定并负责IPO成熟度 workflows 章程、时间表和IPO总体路线图；聘请专业外部顾问，如律师事务所、审计、专业审计顾问或薪酬顾问，充分解决遗留问题；管理IPO交易，在实际交易执行阶段，管理整个流程和协调利益相关者，管理相关顾问（银行、律师、审计师、投资者关系/公关公司），并提供资本市场故事（包括市场描述）、业务计划，尽职调查的准备和沟通等。

图表 7

审核IPO成熟度时，应对标上海证券交易所主板的六大最严格维度

聚焦维度

职能IPO成熟度

A	B	C	D	E	F
					
董事会与治理	组织与流程	历史和前瞻性财务	薪酬和股权计划	IPO策略和资源	资本市场故事

要评估的关键领域
(根据上证所标准)

董事会和委员会构成充分	总体公司组织与效率	能遵守外部报告要求	薪酬结构充分	IPO组织和资源实力	资本市场故事概念和准备
符合总体治理标准	集团职能充分	商业计划充分，能满足资本市场互动和资本结构影响	能遵守关于高管和员工薪酬的法规要求	IPO交易概念清晰	管理准备分析师与投资者互动
道德与合规标准充分	符合披露以及内部管控和认证	财务指导充分		内部和外部利益相关者管理策略和顾问选择	内部统一公司定位和同行组构成
法律与监管—主要诉讼议题和一般合规	IT环境充分				

资料来源：麦肯锡分析

三、定好战略：严谨制定企业战略、清晰描绘商业模式、撰写以战略为导向的资本市场故事，增强对长期价值投资者的吸引力，助力IPO成功

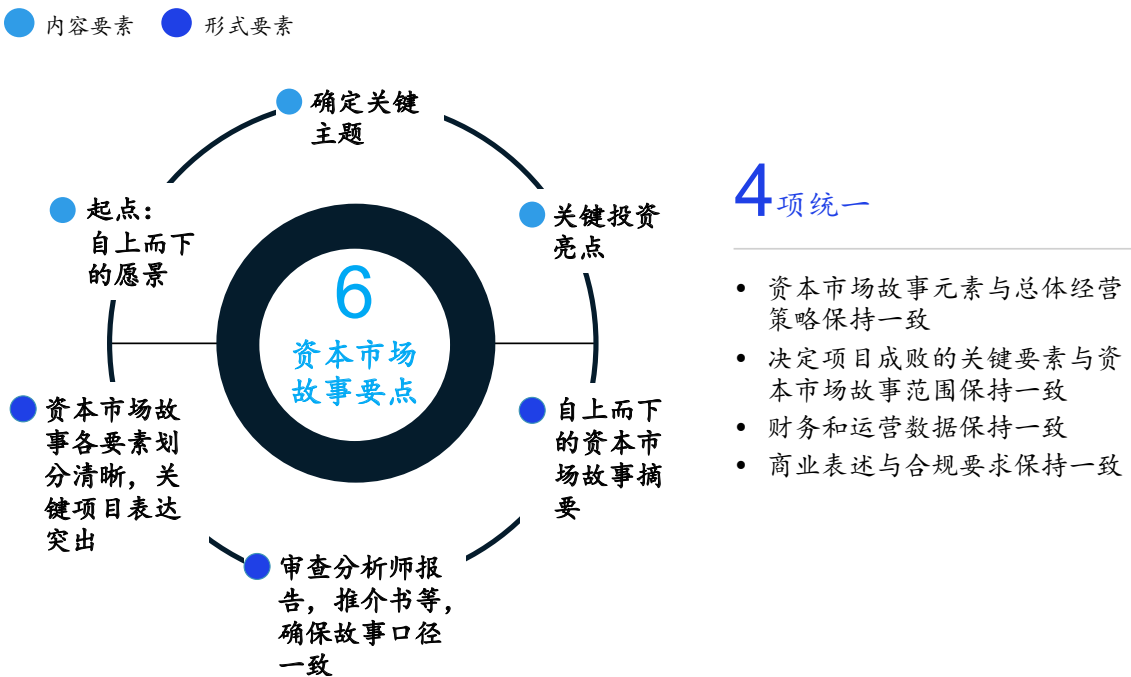
在上述五大方面中，制胜的企业战略是IPO成功的灵魂（见图8）。拟上市企业在撰写资本市场故事时，应以企业战略为起点，商业模式表述清晰，价值创造主题完整，让投资者看得懂、听得清、有憧憬。以企业战略为核心的资本市场故事通常包含六大要素：自上而下的愿景、关键投资亮点、确定关键主题、自上而下的资本市场故事摘要、审查分析师报告和推荐书、资本市场故事元素分类并确定关键项目。其中“关键投资亮点”尤为重要，它精炼而准确表达出公司最有吸引力的特点，比如公司的基础市场及其特征、公司在这个市场中的定位、公司产品组合和技术定位、

相对于周期性波动的弹性、并购往绩、未来战略机遇（收益用途）、财务往绩和盈利潜力等。

以港股上市的某短视频科技公司为例。首先，该公司以“成为全球最痴迷为客户创造价值的公司”为愿景，以“帮助人们发现所需、发挥所长、持续提升每个人独特的幸福感”为使命，勾勒出有憧憬的愿景。其次，其紧扣短视频社交的投资主题，凸显出其能够准确把握消费者新型娱乐方式脉搏。第三，在投资亮点方面，该公司以平均日活跃用户、平均月付费用户、商品交易总额等数字说话，凸显主营业务的竞争优势，同时为电商等第二曲线业务埋下伏笔，留有想象空间。加之招股书中详尽的财务和运营数据披露、大型投行与会计事务所的背书等，其IPO获得了1200倍的超额认购，取得巨大成功。

图表 8

以企业战略为核心的资本市场故事包含6项基本要素



资料来源：麦肯锡分析

值得注意的是，上市前企业通常会经历多轮融资。企业需要充分理解投资者在企业不同融资阶段的关键期待，适时定制、润色与更新企业战略和资本市场故事（见图9）。在种子期融资时，应围绕商业设想的可行性，论述总体市场规模和增速、产品的差异化竞争优势、是否属于行业领跑者、团队的专业经验和合作经历、如何打造供应链等。而在A轮融资时，从0到1的过程已经完成，企业需要着重说明如何拓展市场和实现规模化，因此需要回答如商业模式是否已经验证、市场团队是否有效、是否有盈利规划或者未来资金缺口大小、与市场前三名相比是否具备优势等问题。在B/C轮融资时，投资者的视角从开疆拓土转为巩固管理与增长，因此更关注适合新阶段

的核心高管层是否成形、运营团队是否稳定、是否实现了预期的规模、员工留存情况以及股权结构是否合理等。D轮及以后轮次融资通常发生在企业已成长为行业领先企业，为上市做最后准备的时间窗口。因此，市场占有率、持续增长潜力、上市时间表、财务数据规范性、现金流健康度和估值合理性等问题成为这一阶段战略制定的重中之重。

必须指出的是，资本市场故事不仅是一个故事。它始于高瞻远瞩的顶层战略，显于脚踏实地的业务成功，终于落地有声的内外沟通。面对火眼金睛的投资人，它应当包含的战略实质远比表达形式更重要。

图表 9

投资人在不同融资阶段的核心关注点

种子/ 天使轮	D轮		
	A轮	B/C轮	
- 形成了初步商业设想，或者一个产品点子 - 积累了一部分核心客户 - 已构思初步商业模式 - 正在建立或已建立一个全职团队	- 具备清晰的商业模式和发展路径 - 产品和服务上线运作已有比较长的时间 - 在行业内有一定的知名度和品牌商誉 - 已建立相对稳定的客户群 - 虽仍处于亏损状态，逐渐产生盈利可能	- 商业模式已比较成熟 - 在行业内有主导或领导地位 - 一般来讲，仍处于亏损阶段，少部分可持平或微盈 - 可能需要推出新业务、拓展新领域	- 商业模式得到验证 - 在行业内市场占有率稳坐前三 - 需要进一步扩大市场占有率扭亏为盈为上市做准备

资料来源：专家访谈；资料检索；小组分析

四、练好内功：做大分子做小分母，提升投资资本回报率，为增长注入高质量内涵

麦肯锡经过分析发现，投资资本回报率（ROIC）是企业资本市场价值的核心驱动力，投资资本回报率是企业总股东回报率（TRS）的关键组成部分。同时A股市场的数据显示，在收入增长超过10%的企业中，企业估值倍数（EV/IC）与投资资本回报率的相关性超过50%，并逐步向成熟市场演进，例如美国为70%左右。

某知名中小盘基金经理也曾说：“真正优秀的企业是罕见的。我愿意跟生意模式很好、竞争力很强的企业长期一起走下去。”与其投资理念相呼应，该基金经理初筛被投企业的指标是ROIC，要求企业在过去5年至10年，平均ROIC达到10%以上。

从中国A股市场的案例来看，诸多上市企业苦练内功，夯实盈利，确实在资本市场获得良好反响，值得借鉴。它们一手积极向管理要效益，转型举措多管齐下，如加快在高盈利细分市场的布

局、聚焦关键客户管理和服务能力、加速向轻资产业务模式转型、清理低效与无效资产等；一手专注而坚韧地打造转型机制与组织，如董事长及高层领导亲自垂范与督办、建立转型提升项目管理办公室、营造不断自我突破与创新的企业文化等。

以一家领先重型机械企业为例，其通过建设数字化工厂和广泛布局生产机器人，并坚持常年将收入的5%投入技术研发，提升了生产效率；同时，应收账款和品质提升带来的存货压降减少了投资资本；辅以把握“一带一路”等建设需求带来的战略机遇，扩大销售，做大分子做小分母。得益于这一系列举措，其ROIC从2017年开始攀升到12%~14%的水平，随之而来的是资本市场的认可和股价上升（见图10）。

无独有偶，我们在食品添加、医药研发和综合性集团等领域也都看到了类似的成功案例，如某一流食品添加企业通过质量控制大幅提升盈利能力，随后积极开拓全球市场，输出管理模式，将股价提升至稳定高位（见图11）。



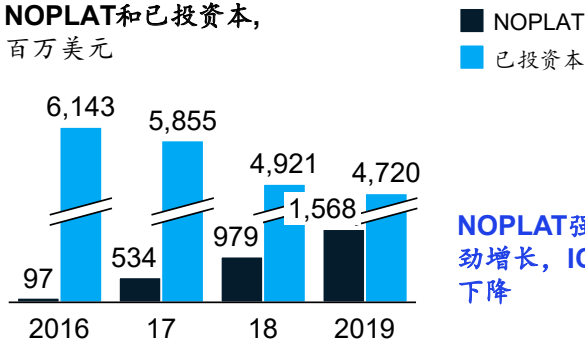
图表 10

某领先重工企业成功转型复兴——聚焦ROIC提升

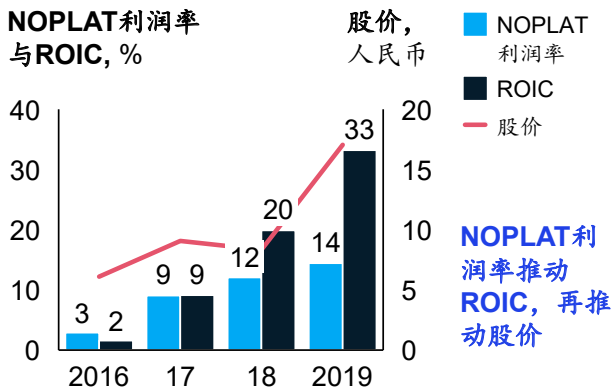
非穷尽

某领先重工企业在2016年至2017年间实现了增长和ROIC双向突破...

NOPLAT和已投资本，
百万美元



NOPLAT利润率
与ROIC，%



...通过内部运营效率和技术改进以及抓住外部机会

流程数字化

- 多个数字化工厂全面投入运营
- 广泛部署融化机器人

技术突破

- 收购某世界领先机械制造商，实现技术改进
- 每年将5%的收入用于研发

资金效率

- 应收账款周转率几乎翻番
- 质量提高25%，从而减少了库存

营收增长

- 2016年中国供给侧改革引发建筑热潮
- “一带一路”创造了全球扩张机会

拥抱数字化以提高
NOPLAT利润率

投资资本周转
更快

营收增长，进一步降
低单位固定成本

资料来源：公司年度报告；分析师报告；麦肯锡分析

图表 11

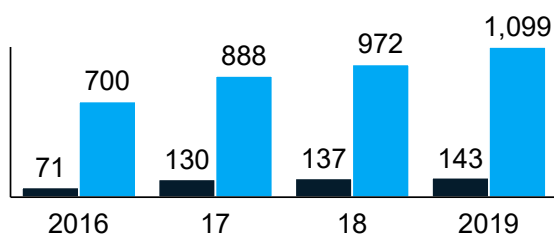
某全球一流食品添加剂企业通过质量控制和全球扩张实现了高质增长

非穷尽

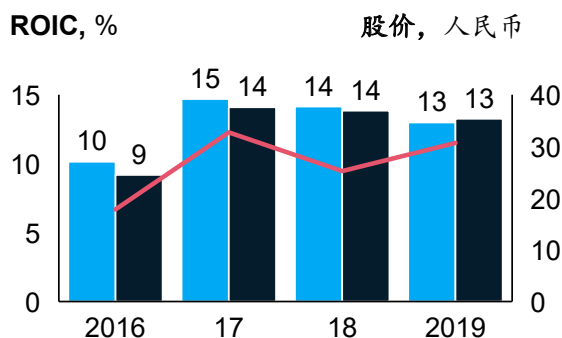
某全球一流食品添加剂企业是一家中国食品配料生产商，
全球市场占有率排名世界领先

2017年，某全球一流食品添加剂企业实现高质增长和ROIC改善

从2015年到2019年，NOPLAT 和收入稳步增长，
百万美元



ROIC在2017年有所改善，并在随后的几年持续



归功于两项重大举措

质量控制

价值链所有步骤都实施严格的质量控制

5%

NOPLAT利润率提升

4%

生产成本下降

全球扩张

占领中国市场50%的份额后瞄准全球扩张

19%

海外收入增长

30%

海外收入占比

高质增长基于可复制且可盈利的业务模式

中国A股市场对良好的ROIC和稳定增长给予积极反应

资料来源：公司年度报告；分析师报告；麦肯锡分析

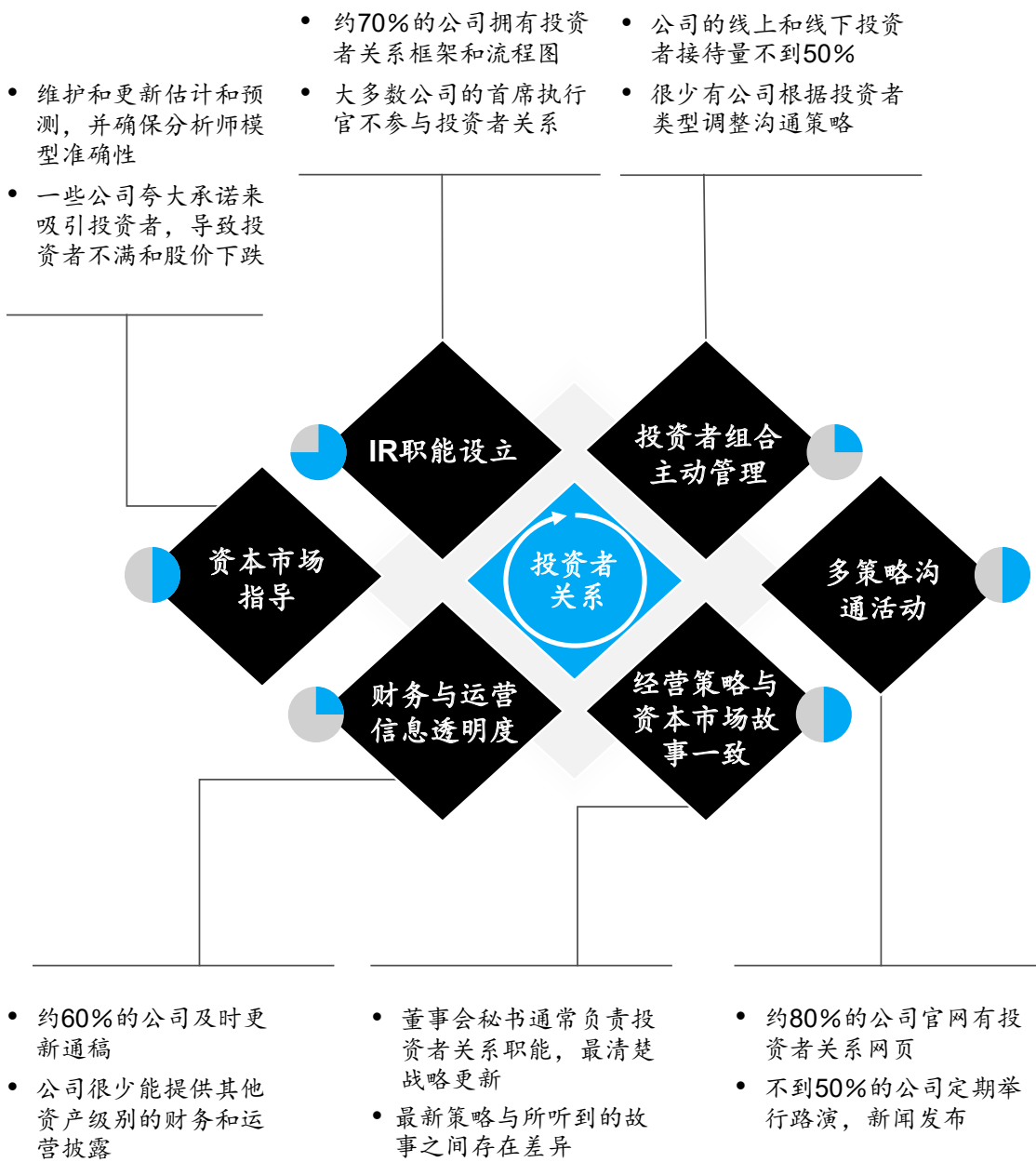
五、做好接轨：拥抱长线价值投资者，以国际高标准构建积极有为的专业市值管理能力

我们通常沿6个方面评估上市企业的资本市场管理能力（见图12）。对比成熟市场的资本市场

管理最佳实践，A股上市公司尚有广阔提升空间。虽然多数上市公司已建立专门的投资者关系团队及基本的信息披露机制，但仅有少量大型上市公司主动与投资者沟通并对其进行差异化分类管理，而能够前瞻性关注投资者诉求变化的企业

图表 12

对标世界一流投资者关系，中国A股上市公司在六大方面都有提升空间



资料来源：麦肯锡分析；CIPF网站

更是凤毛麟角。目前A股上市公司的投资者沟通策略略显单调，80%的企业仍依赖更新迟缓的网页方式；仅60%的企业能及时更新信息披露，但普遍缺乏深度和细节；鲜有公司能进行主动的资本市场沟通等。

展望未来，随着机构投资者的占比上升，企业资本市场管理的重心需要从个人投资者转向机构投资者，因此需要全面调整和优化投资者沟通渠道、沟通方式和沟通内容。尤其是对于缺乏主

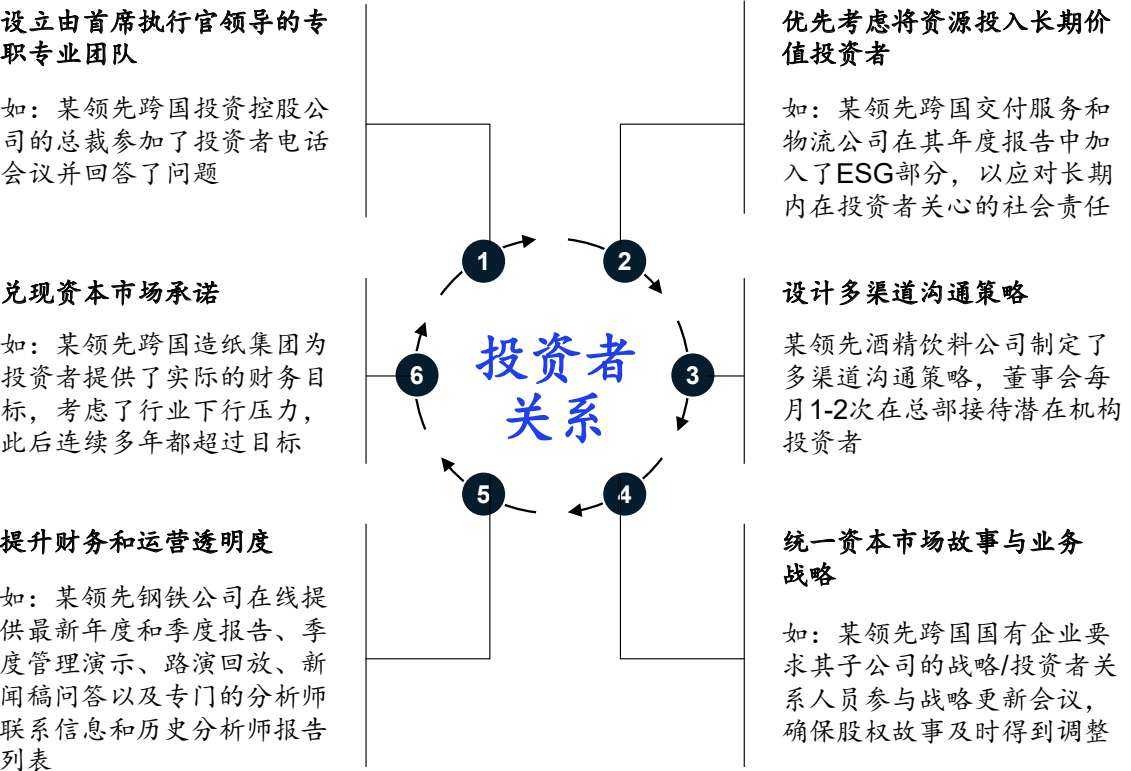
动关注资本市场的中小市值企业而言，积极有为的市值管理将成为其弯道超车的利器。

我们建议企业从以下六个方面构建卓越的投资者关系管理能力（见图13）。

- 首先，建立首席执行官领导和负责的专业资本市场管理团队，由专业团队全面操盘具体业务，并提高资本市场管理职能的层级，由负责战略和业务的首席执行官领銜，他们在与投资者沟通时更能代表企业、更具权威性。

图表 13

中国上市企业可通过六项举措实现卓越的投资者关系管理



资料来源：麦肯锡分析

- 第二，企业应当将管理资源和管理重心集中在能够陪伴企业长期成长、理性评估企业价值、不频繁交易的长期价值投资者身上，并充分了解长期价值投资者的投资需求变化，如对于ESG等主题的日益关注等。
- 第三，应启用多层次、多渠道投资者沟通策略，充分利用科技手段展开“千人千面”的个性化沟通。
- 第四，构建与业务战略相结合的资本市场故事，将专业与复杂的业务规划转化为投资者可以理解的语言，同时在内容上保持高度一致，确保投资者所见即所得。
- 第五，提高财务和运营信息透明度，并以管理演示(Management Presentation)、新闻稿问答、分析师沟通信函等多种方式传递相关信息。
- 最后，扎实兑现资本市场承诺，保持资本市场信用和品牌。

中国资本市场已经翻开新篇章，无论是雄心勃勃的待上市公司，还是已经身在其中的上市企业，顺应机构化、理性化和国际化趋势，提前拥抱国际惯例和最佳实践，对于其在资本市场持续成功至关重要。同时，从时间跨度和内容广度两方面来看，市值管理体系的提升不是点状的修修补补，而是系统性的重新思考与再造。这一转变和升级离不开董事会与首席执行官自上而下的观念转变与身体力行，此外企业还需要换位思考，从投资者的视角和心态进行思考，将双方关系从资本结合升级为长期伙伴。以终为始，制胜未来。相信未来十年会涌现出一批世界一流的中国上市公司，通过全周期市值管理脱颖而出，对此我们满怀期待。

梁敦临 (Nick Leung) 是麦肯锡全球资深董事合伙人，麦肯锡中国区董事长；**倪以理** (Joe Ngai) 是麦肯锡全球资深董事合伙人，麦肯锡中国区总裁；**洪晟** 是麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻上海分公司；**方溪源** 是麦肯锡全球董事合伙人，常驻香港分公司；**陈德基** 是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻香港分公司；**朱越** 是麦肯锡资深项目经理，常驻上海分公司。

作者感谢麦肯锡同事谢逸云和廖菡灵对本文的贡献。



