



拨开迷雾，回归价值：做全周期市值管理的“五好学生”





作者：梁敦临、倪以理、洪晟、方溪源、陈德基、朱越

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、实现基业长青的漫漫征途中的新起点。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。这些可喜的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”。

在上篇《拨开迷雾，回归价值：中国企业市值管理的正道坦途》文中，我们指出收入增长、投资资本回报率与有效的投资者沟通能够推动市值增长。麦肯锡著作《价值—公司金融的四大基石》书中也指出，上市公司面临“期望值跑步机”（expectation treadmill）的压力，当期业绩越好，在“跑步机”上跑得越快，资本市场对公司未来业绩前景的预期就越高，可谓是逆水行舟，不进则退。更大的挑战在于，移动互联网和社交媒体的普及大大拉近了上市公司和普通投资者的距离，上市公司一举一动和每次表态都可能引起社会舆论的广泛关注和质询，只有真正做到言必信，行必果，知行合一，才能长期立于资本市场不败之地。

本文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。

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，

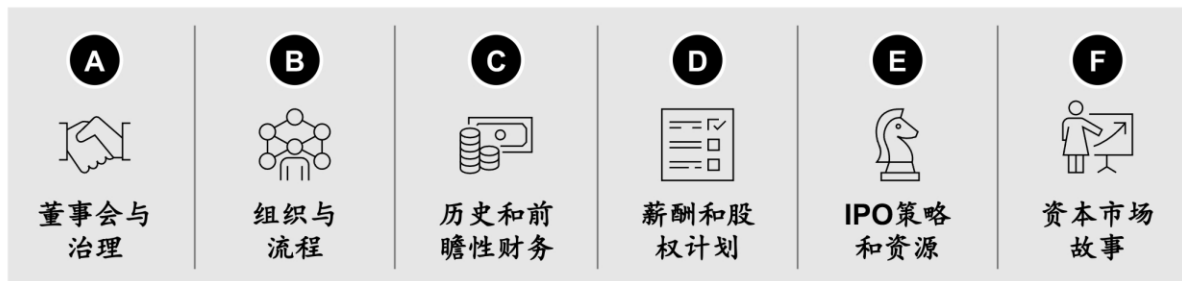
并建立专项工作组管理 IPO 全过程

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 1）。

图1 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



要评估的关键领域
(根据上证所标准)

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

McKinsey & Company

资料来源：麦肯锡分析

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 workflow 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

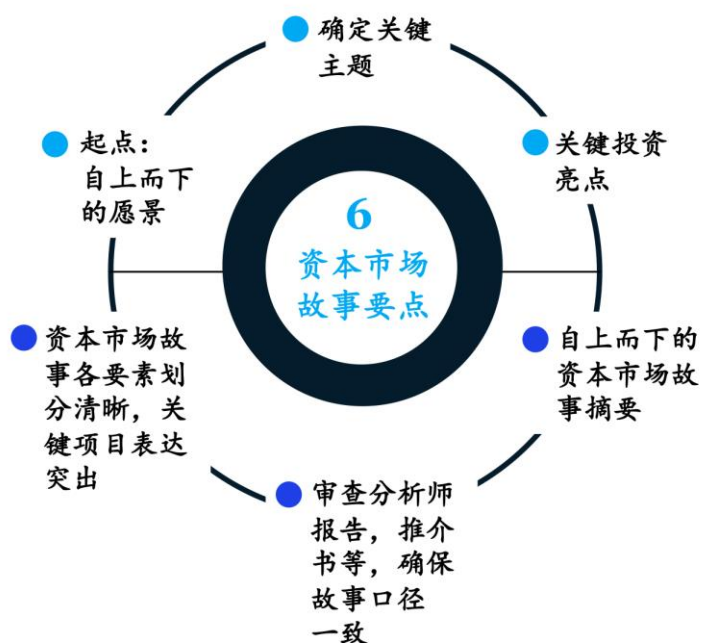
执行阶段，管理整个流程和协调利益相关者，管理相关顾问（银行、律师、审计师、投资者关系/公关公司），并提供资本市场故事（包括市场描述）、业务计划，尽职调查的准备和沟通等。

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 2）。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信、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。

图2 以企业战略为核心的资本市场故事包含6项基本要素

● 内容要素 ● 形式要素



4项统一

- 资本市场故事元素与总体经营策略保持一致
- 决定项目成败的关键要素与资本市场故事范围保持一致
- 财务和运营数据保持一致
- 商业表述与合规要求保持一致

McKinsey
& Company

资料来源: 麦肯锡分析

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、

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46854

