

NOMURA

野村东方国际证券

中国 A 股策略

策略

策略报告



## 资产重估定价是否依然有效？

### 《野村资产重估系列：新三问》

- **当前中国低增长的背景下，我们认为 PB 估值或为合适。**我们在过去两年基于日本在经济增长步入稳定期后，伴随企业治理改革的推动，企业内生价值提升催化的投资范式转变（2013 年后）进行了大量的探讨。我们认为日本市场关注留存收益增长对净资产推动，并通过 PB 对此进行计价的定价思路更有利于低增长的宏观经济环境，也认为将更适合未来 A 股的估值思路转变。
- **我们认为资产重估定价对 A 股的解释力度已进一步回升。**自我们发布资产重估系列报告至今已有一年，通过更新 2024 年财报数据后，资产重估框架的效果进一步增强。沪深 300 在 2024 年资产重估增速的改善主要来自现金循环周期的大幅缩减。面对走向成熟期的中国经济，关注留存收益对净资产价值的增厚，对权益持有者持有价值的稳步推动将是更有利于配置型资金决策的定价思路。
- **基于资产重估定价思路和基本面的变化，我们首先推荐三大板块：**1) 对金融股的追捧将从单一的银行向银行及非银扩散；2) 对于配置型资金来说，大市值的配置价值更高。我们仍判断大市值风格将在更长的时间维度出现估值的回升，并由于近期大市值风格的走弱，实际上大市值风格未来的超额收益空间在累积。3) 自下而上可关注兼具 CAPEX 投入优势和回款能力的企业。
- **风险提示：**大盘下行风险、政策风险、资金面风险等。

#### 证券研究报告

2025 年 07 月 04 日

#### 分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120006

傅尔

er.fu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720524010001

NOMURA

野村东方国际证券

中国 A 股策略

策略

# 资产重估定价是否依然有效？

《野村资产重估系列》

证券研究报告

2025 年 07 月 04 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120002

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120006

傅尔

er.fu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720524010001

- **我们认为资产重估定价更适合步入宏观稳定期的中国股市定价。**我们认为日本市场关注留存收益增长对净资产推动,并通过 PB 定价的思路更有利于低增长的宏观经济环境,也将更适合未来 A 股的估值思路转变。基于日本经验,我们建议投资者将 A 股成长性的关注度从净利润增长转向资产重估增长(分红留存后的 ROE 增长,计算公式:资产重估增速=ROE×(1-分红率))。虽然这一策略不适用于处于早期的成长性公司,但对于资产配置和全市场盈利预测将更有帮助,同时也有利于成熟行业龙头的价值重估。该定价策略的核心假设是中国经济将步入成熟期,经济增速逐渐走平。
- **资产重估策略是否有效?** 2024 年资产重估增速对行业表现的解释度提升,成为较净利润和净资产增速更有效的基本面指标。涨幅榜前五的行业中,仅电子的资产重估增速低于中位数水平,且资产重估增速不需要陷入线性外推的长期主义估值陷阱,在 30 个一级行业中,2024 年存在当期定价失效的行业仅三个,比净利润增速少 16 个。
- **什么将在未来持续驱动资产重估策略?** 我们认为资产重估策略的有效性将来自于: 1) **低利率时代机会成本的快速下降。** 净利润增长难以永续,早期成长需被冠以更低的“跑通”概率,资产重估增速将更有利于配置型资金的投资决策; 2) **ROE 优化需求,从追求规模到变现效率。** 在步入成熟期的行业龙头之间,账期是变现行业地位的直观体现。例如沪深 300 指数资产重估的改善根源来自现金循环周期的大幅度缩减。我们认为中国的体制优势足以实现超过全球其他国家的现金循环周期,且具备政府支持的行业龙头通过账期管理,有更强的能力抢占更多的行业附加值。但需留意“反内卷”等政策的执行力度所带来的额外不确定性。 3) **持续的 CAPEX 投入是未来成长性的保障。** 沪深 300 指数的 CAPEX 总额仍在过去三年间持续攀升,带动技术研发等的突破,使企业维持或强化其国际竞争力。
- **把握资产重估定价下的投资机会:** 基于资产重估定价思路和基本面的变化,我们推荐三个方向: 1) **金融:** 金融股上涨的资金面催化固然可能是众多配置型资金的价值挖掘,但在此之前,更本质的原因在于金融行业超全市场均值的资产重估增速。这意味着金融股重估将不局限于银行,非银行业同样存在重估空间; 2) **大市值权重:** 对于配置型资金来说,大市值的配置价值更高。我们仍判断大市值风格将在更长的时间维度出现估值的回升,并由于近期大市值风格的走弱,实际上大市值风格未来的超额收益空间在累积。 3) **CAPEX 优势:** 持续技术投入是企业维持或强化国际竞争力的关键,关注兼具 CAPEX 投入优势和回款能力的企业。
- **风险提示:** 大盘下行风险、政策风险、资金面风险等。

## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 重新审视资产重估策略 .....                   | 5  |
| 什么是资产重估定价? .....                   | 5  |
| 为什么资产重估定价更适合未来 A 股表现? .....        | 6  |
| 资产重估策略是否有效? .....                  | 8  |
| 市场风格切换与长期趋势性变化 .....               | 8  |
| 对经济增速和政策的期待带动市场风格反复切换.....         | 8  |
| 但沪深 300 的盈利表现与 GDP 增速的相关性下降.....   | 8  |
| 资产重估定价对行业表现的解释力回升 .....            | 9  |
| 资产重估策略对金融股超额收益的解释 .....            | 10 |
| 大市值风格后续超额收益的空间增加 .....             | 12 |
| 什么将持续驱动资产重估策略走强? .....             | 14 |
| 资金偏好: 机会成本持续走低 .....               | 14 |
| 资产重估增速的成长性: 财务与出海 .....            | 14 |
| 垄断地位变现: 行业龙头现金周转能力的大幅增加 .....      | 15 |
| 成长性: 未来的研发与出海机遇 .....              | 16 |
| 韩国经验: 重资本投入与出海机遇.....              | 16 |
| 中国未来的海上丝绸之路 2.0 契机.....            | 18 |
| 关注具备 CAPEX 投资能力与效率的中国企业海外扩张优势..... | 19 |
| 附表.....                            | 20 |

## 图表目录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 野村中国宏观预测 .....                                  | 7  |
| 图表 2: 资产重估框架下不同宏观背景下的股市行业偏好.....                      | 7  |
| 图表 3: 市场风格的变化回顾 (沪深 300/Wind 全 APB 估值倍数) .....        | 8  |
| 图表 4: GDP 增速与沪深 300 营收增速.....                         | 9  |
| 图表 5: 金融对沪深 300 净利润贡献度 .....                          | 9  |
| 图表 6: 申万一级行业 (除综合外) 股价涨幅的回归分析结果 .....                 | 9  |
| 图表 7: 2024 年申万一级行业资产重估增速与净利润增速 (按 2024 年股价涨跌排序) ..... | 10 |
| 图表 8: 沪深 300 及金融行业股价累计涨幅.....                         | 11 |
| 图表 9: 全 A 及金融股价累计涨幅 .....                             | 11 |
| 图表 10: 估值对沪深 300 及金融成份的股价贡献.....                      | 11 |
| 图表 11: 沪深 300 成份的资产重估增速 .....                         | 12 |
| 图表 12: 全部 A 股的资产重估增速 .....                            | 12 |
| 图表 13: 沪深 300 与全 A 自 2022 年至今累计涨跌幅.....               | 12 |
| 图表 14: 沪深 300 与全 A 资产重估增速变化 .....                     | 13 |
| 图表 15: 非金融成份资产重估增速变化.....                             | 13 |
| 图表 16: 资产重估增速与无风险利率变化.....                            | 14 |
| 图表 17: 资产重估的成长性 .....                                 | 14 |
| 图表 18: 现金循环周期 .....                                   | 16 |
| 图表 19: 自由现金流 .....                                    | 16 |
| 图表 20: 沪深 300 指数 CAPEX 变化 .....                       | 16 |
| 图表 21: 日本企业 CAPEX 变化 .....                            | 16 |
| 图表 22: 韩美日资本形成额占 GDP 比重 .....                         | 17 |
| 图表 23: 韩中印资本形成额占 GDP 比重 .....                         | 17 |
| 图表 24: 韩马泰资本形成额占 GDP 比重 .....                         | 17 |
| 图表 25: 韩国、印尼与菲律宾资本形成额占 GDP 比重 .....                   | 17 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 26: 韩国杠杆率 .....                               | 18 |
| 图表 27: 沪深 300 成份资产重估相关因子 (按每年年初指数成份进行回溯统计) ..... | 20 |
| 图表 28: 全部 A 股成份资产重估相关因子 (按每年年初指数成份进行回溯统计) .....  | 21 |
| 图表 29: 分行业股价、净资产增速和净利润增速表现 (申万一级剔除综合行业) .....    | 22 |

#### 知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。  
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

#### 知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。  
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。  
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。  
提供研报专业定制服务。

(免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用)

CR 全球资讯精读



入宝藏群请加  
quanqiuzixun8

全球资讯精读



知识星球



# 重新审视资产重估策略

## 什么是资产重估定价？

我们在过去两年基于日本在经济增长步入稳定期后，伴随企业治理改革的推动，企业内生价值提升催化的投资范式转变（2013 年后）进行了大量的探讨。我们认为日本市场关注留存收益增长对净资产推动，并通过 PB 对此进行计价的定价思路更有利于低增长的宏观经济环境，也认为将更适合未来 A 股的估值思路转变。基于日本经验，我们建议投资者将 A 股成长性的关注度从净利润增长转向资产重估增长（分红留存后的 ROE 增长，计算公式：资产重估增速 =  $ROE \times (1 - \text{分红率})$ ）。虽然这一策略不适用于处于早期的成长性公司，但对于资产配置和全市场盈利预测将更有帮助，也有利于成熟行业龙头的价值重估。

**首先，我们认为资产重估策略仍然是成长股投资策略。**

由于经济增长从成长性逐渐走向成熟期，GDP 增速绝对值和与 GDP 增速相匹配的 M2 增速绝对值下降。经济稳健增长时期，基于盈利效率和分红率所测算的资产重估增速将是比净利润增速更有效和准确的新市场价值中枢。

资产重估增速的调整有二：

- **基本面指标由净利润增速转为资产重估增速：**我们所提出的资产重估增速的计算公式为：资产重估增速 =  $(1 - \text{分红率}) \times ROE$ ，主要对应资产负债表中来自留存收益的增长对于净资产增值的驱动，相较净利润增速，该框架更关注上市公司权益总额和经营效率的增长。
- **估值核心指标由 PE 转为 PB：**由于资产重估增速与资产负债表中留存收益项目的增长存在密切的联系，因此应采用 PB 进行估值。

资产重估增速的调整意义有三：

- **对经营波动的容错率更高：**经济增速的放缓意味着许多企业将更难实现永续的净利润正增长。若某公司去年净利润 100 元，而今年下降至 90 元，由于净利润增速转负，市场将很难用静态 PE 对其计价。我们只能用远期动态 PE，并假设未来该公司的净利润增速将较基期转正，但这实际上放大了估值的波动率，干扰了一致预期（市场定价）的形成。但在资产重估框架下，只要该公司净利润为正（ROE 为正）且分红率低于 100%，那么其资产重估增速便是正值，仍可以用 PB 进行稳定的计价。因此资产重估的估值框架容错率更高，对成熟期企业的定价更加稳定。
- **更能描述企业经营能力变化和勾勒股东回报：**成长期的企业赚取的是成长性，净利润甚至营收的增长可以更直接描述企业价值的变化。但在进入成熟期后，企业的新挑战在于能否将之前获得的市占率“变现”，提升自身盈利能力。基于 ROE 和分红率计算的资产重估增速更能描述企业效率变化和股东回报。
- **有助于成熟期企业经营决策的制定：**资产重估增速较净利润增速更多描述企业管理能力和董事会决策机制对企业价值的影响。若市场逐步适应这一估值体系，这将在中长期经济增长企稳的背景下，辅助成熟

期企业经营决策的制定。经营效率提升或分红率制定合理（既不过高也不过低）的公司将获得更多股价上涨的正向反馈。

资产重估定价的基准假设在于中国经济从中高增速逐步向稳定增长转型。若投资者较我们的基准情形判断更为乐观，认为过往 7% 以上的经济增长可以重现且持续，或者较我们的判断更为悲观，认为经济下行与物价低增长不可避免，那么资产重估框架对其投资的参考意义有限。我们在前序报告中对于宏观假设曾进行了详细的探讨（详见报告《向 PB-ROE 体系全面回归》，2024 年 2 月 7 日）。

## 为什么资产重估定价更适合未来 A 股表现？

我们对资产重估定价的基准假设在于中国经济从中高增速逐步向稳定增长转型，在经济增长步入稳定期的背景下，资产重估定价将更适合 A 股。这是因为：1）行业格局在经济增速走低的背景下逐渐稳固，头部企业将具备更多的空间着手优化自身财务指标及股东回报；2）虽然净利润增速忽高忽低，但企业净资产仍有稳定增长的预期，有利于估值体系的稳定；3）考虑到“国九条”等对投融资并举发展思路的看重，预计 A 股股东回报存在长期改善空间。

若投资者较我们的基准情形判断更为乐观，认为过往 7% 以上的经济增长可以重现且持续，或者较我们的判断更为悲观，认为经济下行与物价低增长不可避免，那么资产重估框架对其投资的参考意义有限。我们在前序报告中对于宏观假设曾进行了详细的探讨。

中国在今年海外众多地缘不确定性中证明了稳定的价值。我们认为未来中国的产能优势有望持续推动中国以全球第二大经济体的体量，但仍保持超过全球平均增速（IMF 给予 25&26 年全球增长预期约为 3.3%）的强劲经济表现。但对于国内企业部门而言，一方面经济增速的放缓在短期带来较差的体感，另一方面房地产及有效财政刺激的问题与持续性仍存在一定的不确定性。

鉴于中美贸易紧张局势缓和，我们近期已将 2025 年二季度和全年 GDP 同比增速预期分别从 3.7% 和 4.0% 上调至 4.8% 和 4.5%。然而，考虑到“抢出口”和消费需求前置带来的回落效应、高基数、房地产市场调整以及中美贸易局势的影响，我们预计今年下半年 GDP 同比增速将从上半年的 5.0% 左右放缓至 4.0%。5 月 12 日，中美两国在日内瓦达成的关税协议避免了全面贸易禁运，而近期非关税壁垒升级等情况或令贸易局势面临较高不确定性。除了应对房地产市场调整压力以及中美贸易局势带来的挑战外，我们认为政策端仍有待加码发力以实现“5% 左右”的 GDP 增长预期目标。在当前的经济形势下，我们认为中国政府或需着力推动房地产市场出清、改革养老金体系以增强消费刺激的可持续性、深化财税体制改革以更好保护企业主体，同时也需改善与其他经济体的关系。

图表 1：野村中国宏观预测

| 除另作说明外均为同比增速（%）   | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 2024 | 2025  | 2026  |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 实际GDP（季调环比%）      | 1.4  | 1.6  | 1.2  | 0.5  | 0.6  | 1.2  | 0.8  | 0.9  | 0.8  | 1.2  |      |       |       |
| 实际GDP             | 4.6  | 5.4  | 5.4  | 4.8  | 4.0  | 4.0  | 4.2  | 3.9  | 3.8  | 4.0  | 5.0  | 4.5   | 4.0   |
| GDP贡献率（百分点）：      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
| 最终消费              | 1.4  | 1.6  | 2.8  |      |      |      |      |      |      |      | 2.2  | 3.1   | 3.0   |
| 资本形成总额            | 2.3  | 2.3  | 0.5  |      |      |      |      |      |      |      | 1.7  | 1.3   | 0.8   |
| 净出口（货物及服务）        | 1.0  | 1.5  | 2.1  |      |      |      |      |      |      |      | 1.1  | 0.1   | 0.2   |
| CPI               | 0.5  | 0.2  | -0.1 | 0.0  | -0.4 | 0.4  | 0.6  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.2  | 0.0   | 0.5   |
| 核心CPI             | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.6  | 0.7  | 0.5  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | 0.5   | 0.4   |
| PPI               | -1.8 | -2.6 | -2.3 | -2.9 | -1.8 | -1.0 | -0.3 | 0.3  | -0.3 | -0.3 | -2.2 | -2.0  | -0.2  |
| GDP平减指数           | -0.5 | -0.8 | -0.8 | -1.5 | -1.1 | -0.3 | 0.2  | 0.4  | 0.1  | 0.1  | -0.8 | -1.0  | 0.2   |
| 社零（名义）            | 2.7  | 3.8  | 4.6  | 4.2  | 3.3  | 2.9  | 3.3  | 3.2  | 3.4  | 3.4  | 3.5  | 3.7   | 3.3   |
| 固定资产投资（名义；累计）     | 3.4  | 3.2  | 4.2  | 3.3  | 3.7  | 3.9  | 3.1  | 3.9  | 4.0  | 4.2  | 3.2  | 3.9   | 4.2   |
| 工业增加值（实际）         | 5.0  | 5.6  | 6.6  | 5.5  | 3.2  | 3.0  | 3.5  | 4.0  | 4.3  | 4.3  | 5.8  | 4.5   | 4.0   |
| 出口额（10亿美元）        | 5.9  | 9.9  | 5.8  | 6.0  | -2.0 | -8.6 | -0.5 | -1.0 | 2.5  | 3.0  | 5.9  | 0.0   | 1.0   |
| 进口额（10亿美元）        | 2.2  | -1.8 | -7.0 | -1.4 | -1.5 | -0.5 | 4.0  | 2.0  | 0.0  | 2.0  | 1.1  | -2.5  | 2.0   |
| 贸易收支（10亿美元）       | 259  | 298  | 273  | 315  | 250  | 219  | 245  | 293  | 272  | 232  | 992  | 1,057 | 1,042 |
| 经常账户差额GDP占比（%）    | 3.3  | 3.1  | 3.7  | 2.9  | 1.9  | 1.6  | 2.4  | 2.4  | 2.4  | 0.9  | 2.2  | 2.5   | 2.0   |
| 财政收支差额GDP占比（狭义；%） |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | -4.8 | -6.0  | -5.6  |
| 财政收支差额GDP占比（广义；%） |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | -7.8 | -10.2 | -9.8  |
| 人民币贷款余额           | 8.1  | 7.6  | 7.4  | 7.2  | 7.2  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.6  | 7.0   | 7.0   |
| 社融存量              | 8.0  | 8.0  | 8.4  | 8.3  | 8.2  | 8.2  | 8.4  | 8.3  | 8.2  | 8.2  | 8.0  | 8.2   | 8.2   |
| 货币供应量M2           | 6.8  | 7.3  | 7.0  | 7.3  | 7.2  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.0  | 7.3  | 7.0   | 7.0   |
| 央行7天期逆回购利率（% pa）  | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.40 | 1.40 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.50 | 1.30  | 1.30  |
| 1年期LPR（% pa）      | 3.35 | 3.10 | 3.10 | 3.00 | 3.00 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 3.10 | 2.90  | 2.90  |
| 5年期LPR（% pa）      | 3.85 | 3.60 | 3.60 | 3.50 | 3.50 | 3.40 | 3.40 | 3.40 | 3.40 | 3.40 | 3.60 | 3.40  | 3.40  |
| 大型银行存款准备金率（%）     | 9.50 | 9.50 | 9.50 | 9.00 | 9.00 | 8.50 | 8.50 | 8.50 | 8.50 | 8.50 | 9.50 | 8.50  | 8.50  |

资料来源：国家统计局，中国人民银行，财政部，海关总署，Wind，野村全球经济，野村东方国际证券

同时我们曾在前序报告中基于不同宏观假设重新划分行业比较框架，其中包括对应经济上行风险的高成长题材、对应经济下行风险的红利和对应稳健增长情形的三维周期及业绩防御板块。需留意的是，我们所讨论的资产重估概念并非狭义红利概念。若市场在交易红利概念时并非仅关注其绝对的静态股息率，而是关注其潜在现金流增长，以及留存收益增长后对权益持有人净资产增长的推动，那么实际上就是我们所提及的资产重估概念。我们认为，资产重估概念并非短期避险，而是在当企业利润表的成长性难以永续时，转而选择企业资产负债表的成长性作为替代。

图表 2：资产重估框架下不同宏观背景下的股市行业偏好

| 周期板块                                                                                                                                                                                                                             | 防御板块                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                  | 债券                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 三维周期行业                                                                                                                                                                                                                           | 业绩防御行业                                                                                                                                     | 成长题材行业                                                                                                                                                                                                                         | 类债高股息股票                                                                                                          | 信用债                                                                                |
| <input type="checkbox"/> 股权持有成本<br>+<br><input type="checkbox"/> <b>PB-ROE新框架</b><br>+<br><input type="checkbox"/> 流动性折/溢价                                                                                                       | <input type="checkbox"/> 股权持有成本<br>+<br><input type="checkbox"/> <b>PB-ROE新框架</b><br>+<br><input type="checkbox"/> 流动性折/溢价                 | <input type="checkbox"/> 股权持有成本<br>+<br><input type="checkbox"/> PE-EPS旧框架<br>+<br><input type="checkbox"/> 流动性折/溢价                                                                                                            | <input type="checkbox"/> 无风险收益率<br>+<br><input type="checkbox"/> 企业风险溢价<br>+<br><input type="checkbox"/> 股价波动率补偿 | <input type="checkbox"/> 无风险收益率<br>+<br><input type="checkbox"/> 企业风险溢价            |
| <input checked="" type="checkbox"/> 金融地产<br><input checked="" type="checkbox"/> 资源品及工业<br><input checked="" type="checkbox"/> 泛科技<br><input checked="" type="checkbox"/> 可选消费品<br><input checked="" type="checkbox"/> 对经济波动敏感的行业 | <input checked="" type="checkbox"/> 必需消费品行业<br><input checked="" type="checkbox"/> 医药行业<br><input checked="" type="checkbox"/> 对经济波动不敏感的行业 | <input checked="" type="checkbox"/> AI<br><input checked="" type="checkbox"/> 机器人<br><input checked="" type="checkbox"/> 减肥药<br><input checked="" type="checkbox"/> 飞行汽车<br><input checked="" type="checkbox"/> 成长性尚未获得盈利回报的行业 | <input checked="" type="checkbox"/> 公用事业行业<br><input checked="" type="checkbox"/> 稳定现金流且无成长性的行业                  | <input checked="" type="checkbox"/> 企业债<br><input checked="" type="checkbox"/> 公司债 |
| 低增长低通胀环境首选                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                            | 高增长高通胀环境首选                                                                                                                                                                                                                     | 零增长通缩环境首选                                                                                                        |                                                                                    |

资料来源：野村东方国际证券

# 资产重估策略是否有效？

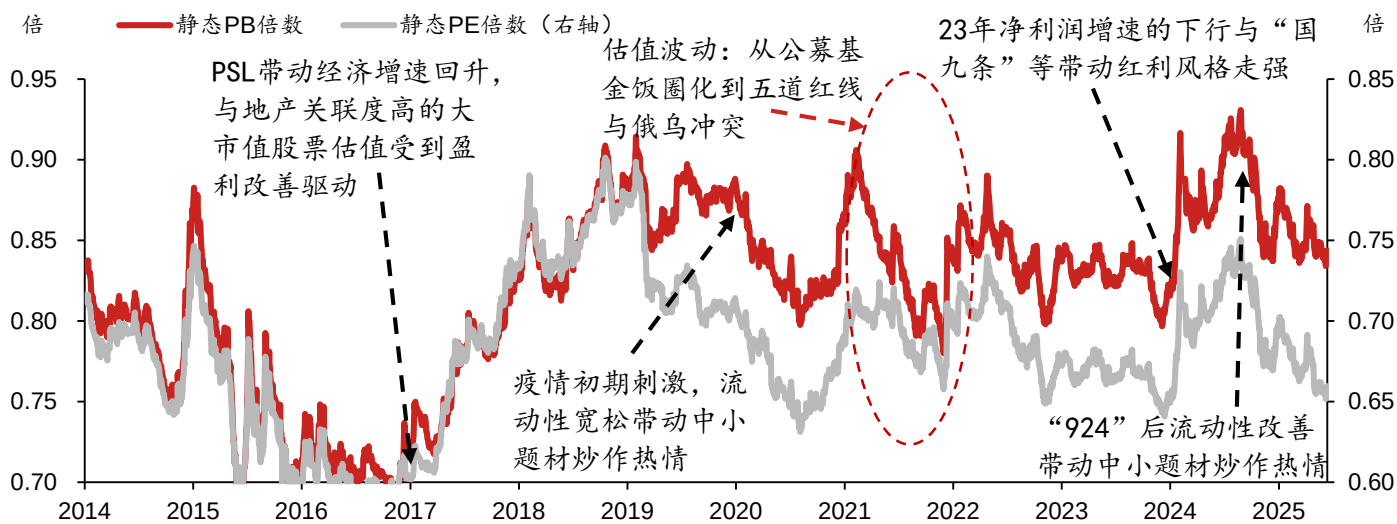
## 市场风格切换与长期趋势性变化

### 对经济增速和政策的期待带动市场风格反复切换

自去年“924”以来，A 股市场对中小成长与题材的关注度持续增加，对于红利风格、自由现金流风格或经济基本面的讨论度出现了下降。我们认为这是基于 A 股市场持续不断的风格切换所导致的结果。正如下图所示，在过去十年间 A 股市场不断经历由经济增长和政策预期所带动的大小市值风格反复切换。纵然风格切换本身意味着大小市值、价值成长等风格间频繁的折返跑，且其轮动速度往往快过部分投资者的换仓周期，但大量市场参与者乐此不疲。

我们认为自 2022 年中国经济开启转型进程（地产出清、人口结构变化、出海扩张）后，市场已出现长期趋势性变化，来自企业财务的确定性改变将带来更具确定性的投资机遇。此外，我们发现资产重估增速对 A 股不同行业当期涨跌幅的解释度在持续提升，2024 年仅食品饮料、美容和农林牧渔这三个在此逻辑中失效。

图表 3：市场风格的变化回顾（沪深 300/Wind 全 APB 估值倍数）



资料来源：Wind，野村东方国际证券

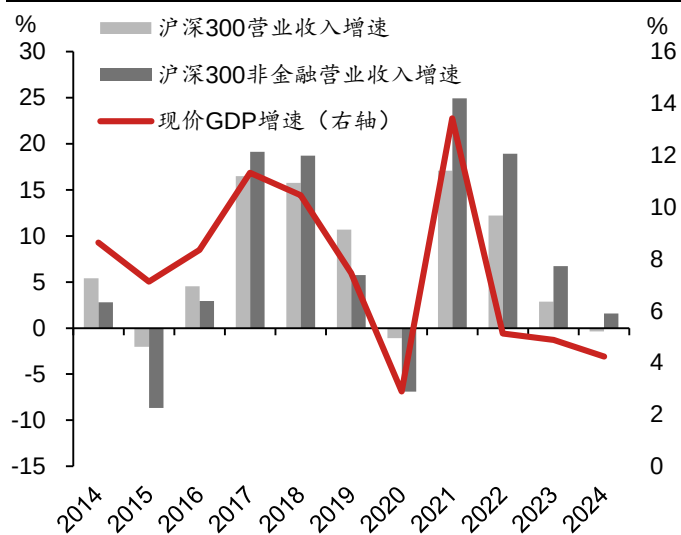
### 沪深 300 的盈利表现与 GDP 增速的相关性下降

从现价 GDP 角度出发，沪深 300 的净利润表现在本轮经济增速放缓期间明显更强于经济的表现。例如在 2020 年疫情影响之下，中国现价 GDP 增速曾一度跌落至 2.9%，导致沪深 300 净利润增速大幅回落至 2.9%（彼时地产价格尚未深度调整）。然而 2024 年中国现价 GDP 增速仅 4.2%，沪深 300 净利润增速却有 4.3%。被许多投资者视为沪深 300 盈利增长稳定器的金融行业对沪深 300 的贡献在 2022 年后持续大幅下降，这意味着沪深 300 非金融行业相较 GDP 增速的放缓有了更强的稳定性。

在无风险利率下行的背景之下，具有较经济增速变化趋势更强韧的增速，这意味着沪深 300 指数具有非常强的长期配置价值。但在下此结论之前，我们将在后续章节详细介绍沪深 300 盈利的韧性来源。

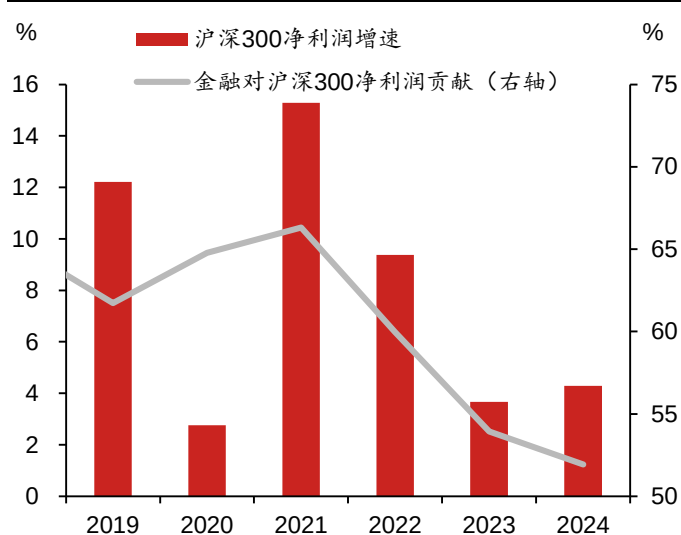


图表 4: GDP 增速与沪深 300 营收增速



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 5: 金融对沪深 300 净利润贡献度



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

### 资产重估定价对行业表现的解释力回升

如果我们简单将净资产增速和净利润增速作为两个左右行业股价涨跌的基本面变量,那么回归分析会告诉我们,在 2022 年之后,净利润增速对行业涨跌幅几乎没有解释力。相反,净资产增速在 2022 年和 2024 年的回归结果均显著(2023 年主要受到 AI 投资热潮的干扰),净资产的增速与股价涨跌幅正相关。

图表 6: 申万一级行业(除综合外)股价涨幅的回归分析结果

| 回归项   | 2022 年 |       | 2023 年 |       | 2024 年 |       |
|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|       | 系数     | t 值   | 系数     | t 值   | 系数     | t 值   |
| 净资产增速 | 3.09   | 12.47 | 0.81   | 4.97  | 1.31   | 3.65  |
| 净利润增速 | -0.03  | -0.53 | 0.00   | -0.56 | -0.01  | -1.41 |

资料来源: Wind, 野村东方国际证券

我们认为资产重估增速至少在 2024 年是一个比净利润增速更有效的指标。若以 2024 年涨跌幅作为排序参考,资产重估增速高于 30 个一级行业(已剔除综合行业)中位数(3.7%)的行业中,仅食品饮料、美容护理和农林牧渔涨幅排序靠后,涨幅榜前五的行业中,仅电子的资产重估增速低于中位数水平。

此外相比净利润增速的表现,我们已经可以在 2024 年的行业涨跌中看到资产重估增速的稳定性优势。在经济增速步入成熟之后,永续净利润增长的难度变高,如何给一个净利润负增长的行业定价?又如何在不陷入线性外推思维惯性之下给予扭亏行业定价?我们认为资产重估策略具有更好的容错率,因为该定价只有在净利润亏损(而非负增长)时需要考虑上述问题。以 2024 年为例,只有钢铁、地产和计算机资产重估增速为负,而在这三个行业之外,足有 16 个行业存在净利润负增长问题。

图表 7：2024 年申万一级行业资产重估增速与净利润增速（按 2024 年股价涨跌排序）

| 申万行业 | 股价涨跌幅（%） | 资产重估增速（%） | 净利润增速（%） |
|------|----------|-----------|----------|
| 银行   | 34.39    | 7.72      | 2.37     |
| 非银金融 | 30.17    | 8.21      | 54.55    |
| 通信   | 28.82    | 5.62      | 6.60     |
| 家用电器 | 25.44    | 8.01      | 8.68     |
| 电子   | 18.52    | 3.14      | 27.58    |
| 汽车   | 16.34    | 5.28      | 10.88    |
| 商贸零售 | 13.69    | 1.67      | 3.76     |
| 交通运输 | 13.01    | 5.09      | 9.85     |
| 公用事业 | 10.23    | 6.10      | 7.27     |
| 国防军工 | 7.08     | 1.39      | -35.84   |
| 石油石化 | 6.17     | 7.51      | -0.48    |
| 建筑装饰 | 5.57     | 4.89      | -15.21   |
| 机械设备 | 5.04     | 3.41      | -7.37    |
| 计算机  | 4.42     | -0.56     | -45.18   |
| 煤炭   | 4.41     | 7.06      | -17.80   |
| 有色金属 | 3.19     | 8.73      | -0.77    |
| 电力设备 | 3.08     | 1.47      | -61.24   |
| 传媒   | 2.23     | 0.24      | -49.57   |
| 环保   | 1.86     | 2.32      | -12.28   |
| 钢铁   | 0.16     | -1.81     | 亏损       |
| 房地产  | -2.15    | -6.97     | 亏损       |
| 基础化工 | -5.09    | 3.71      | -8.69    |
| 社会服务 | -5.11    | 2.23      | -28.80   |
| 纺织服饰 | -5.32    | 1.24      | -36.46   |
| 建筑材料 | -5.91    | 0.32      | -50.06   |
| 轻工制造 | -6.01    | 0.74      | -32.05   |
| 食品饮料 | -8.03    | 11.46     | 5.68     |
| 美容护理 | -10.34   | 4.23      | -16.77   |
| 农林牧渔 | -11.58   | 6.27      | 扭亏       |
| 医药生物 | -14.33   | 3.72      | -12.99   |

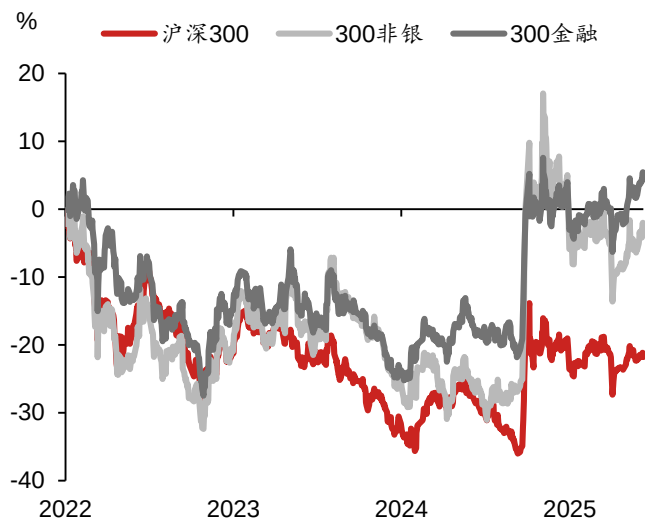
资料来源：Wind，野村东方国际证券

资产重估策略对金融股超额收益的解释

与第三章节所描述的非金融行业资产重估回报因子（现金循环周期缩短与资本开支）不同的是，金融行业普遍受这两个因素的影响更小。但资产重估策略对金融股在过去一年多以来的超额收益解释更加直观。

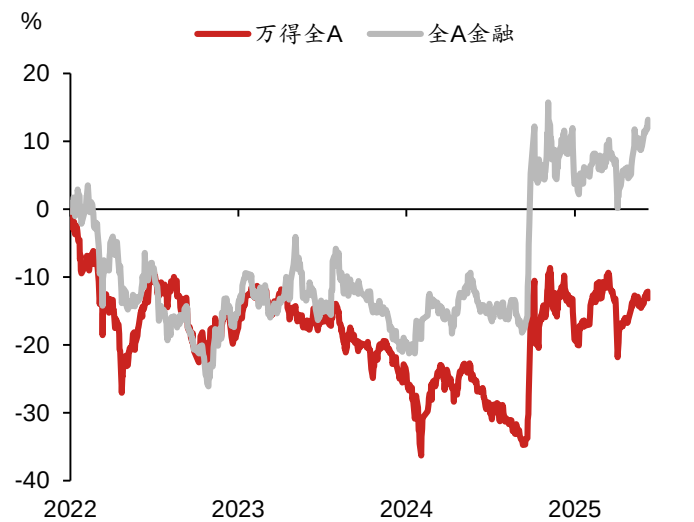
我们认为金融股上涨的资金面催化固然可能是众多配置型资金的价值挖掘，但在此之前，更本质的原因在于金融行业超全市场均值的资产重估增速。这意味着金融股重估将不局限于银行，非银行业同样存在重估空间。

图表 8：沪深 300 及金融行业股价累计涨幅



资料来源：Wind，野村东方国际证券

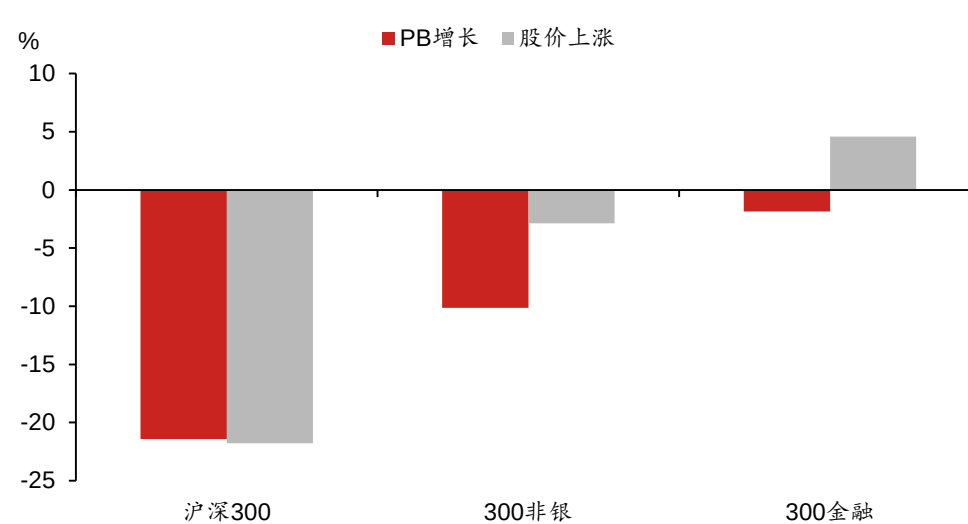
图表 9：全 A 及金融股价累计涨幅



资料来源：Wind，野村东方国际证券

从估值角度来看，PB 变化对金融的超额收益具有解释力，金融行业的 PB 下滑远低于全部 A 股，资金偏好是金融行业快速被价值发现的重要原因。

图表 10：估值对沪深 300 及金融成份的股价贡献



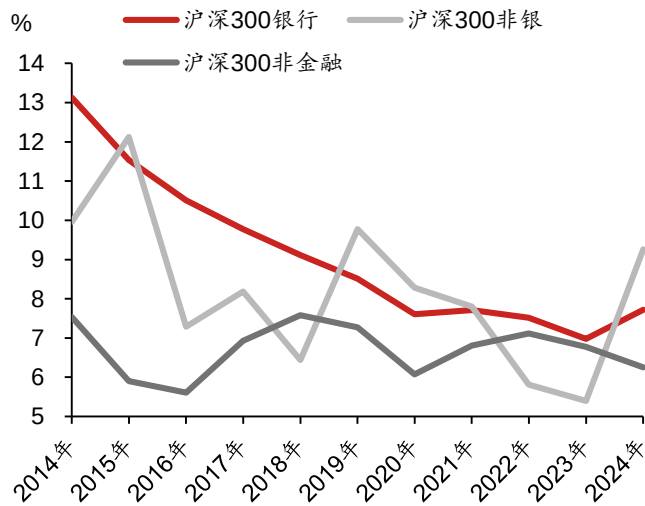
资料来源：Wind，野村东方国际证券

由于自身偏高的 ROE 水平和相对略低的分红率（沪深 300 金融整体分红率在 30% 以下），银行的资产重估增速显著高于非金融行业，非银金融也仅在货币政策收缩期有过低于非金融行业的资产重估增速。

在经济增长步入稳定阶段后，长期股权的持有者将意识到，驱动权益价值稳定增长的基准来自净资产价值的提升，这是我们认为金融行业更受市场欢迎的原因。若考虑到在货币政策转宽松后，2024 年起非银行业资产重估增速的显著改善，我们认为市场对银行股的追捧有望扩散至非银金融行业。

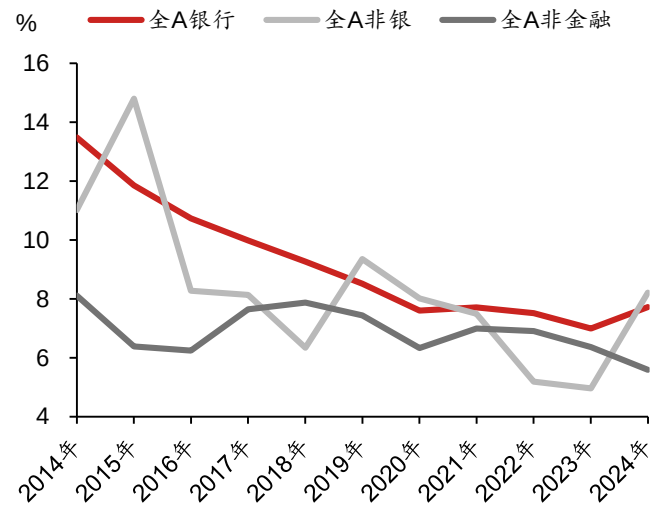
我们在本篇报告中，为了避免因指数频繁的权重调整干扰回报率，我们统一以每年年初的指数构成作为衡量沪深 300 指数当期表现的依据。

图表 11：沪深 300 成份的资产重估增速



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 12：全部 A 股的资产重估增速



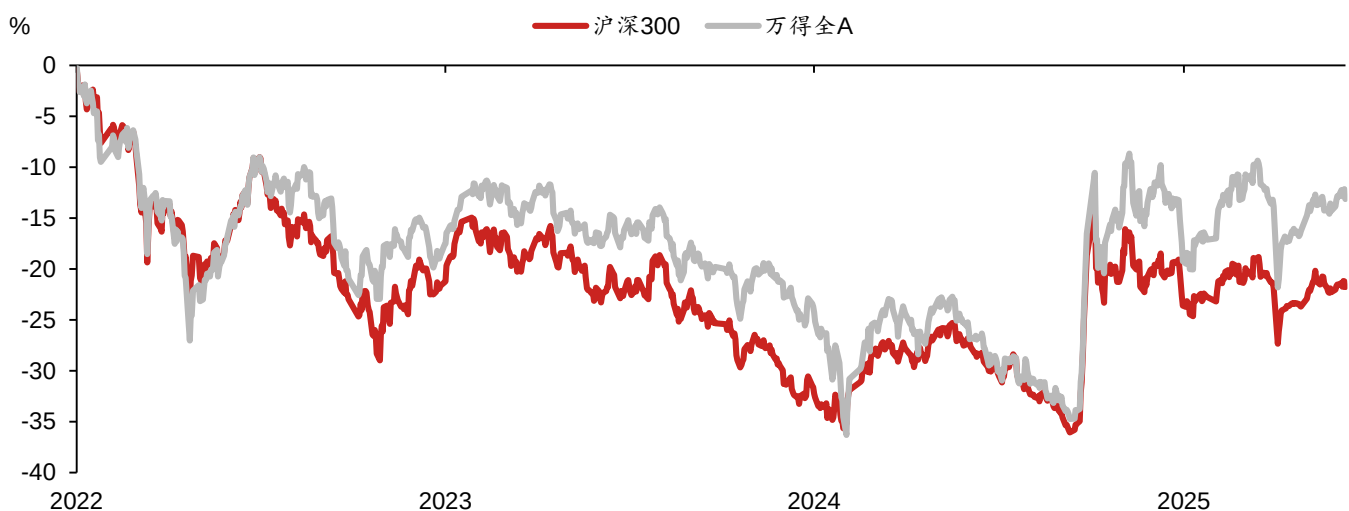
资料来源：Wind，野村东方国际证券

### 大市值风格后续超额收益的空间增加

我们去年初曾提出在资产重估框架下大市值股票长期跑赢小市值股票的观点，但在“924”之后，市场表现与我们观点完全相反。我们认为这其中包含了中小市值边际流动性更大幅度的改善、题材表现环境的宽松以及市场对经济增速反弹的期待。

但若刺激政策的目标在经济增长企稳，而非重回疫情前的高增长时代，我们认为市场对中小市值的偏好将是阶段性的。对于配置型资金来说，大市值的配置价值更高。我们仍判断大市值风格将在更长的时间维度出现估值的回升，并由于近期大市值风格的走弱，实际上大市值风格未来的超额收益空间在累积。

图表 13：沪深 300 与全 A 自 2022 年至今累计涨跌幅

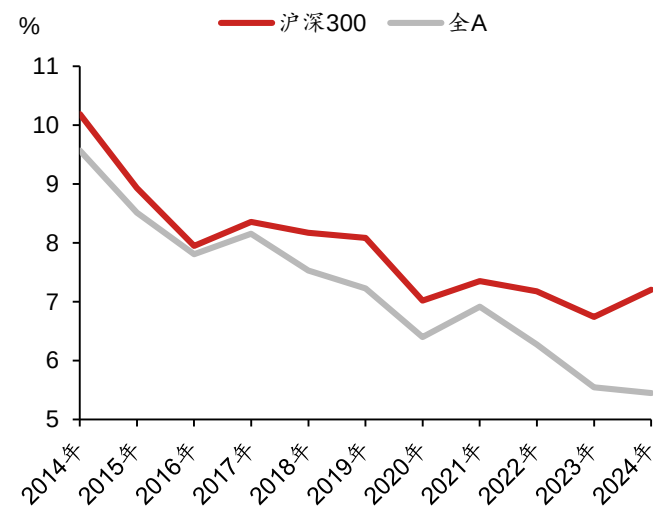


资料来源：Wind，野村东方国际证券

上述判断的基准在于沪深 300 相较于全部 A 股更高的资产重估增速，且在 2024 年这一增速差被进一步放大（我们将在第三章详述原因）。这意味着沪深 300 金融乃至沪深 300 非金融都具有更好且更具韧性的权益增值能力。

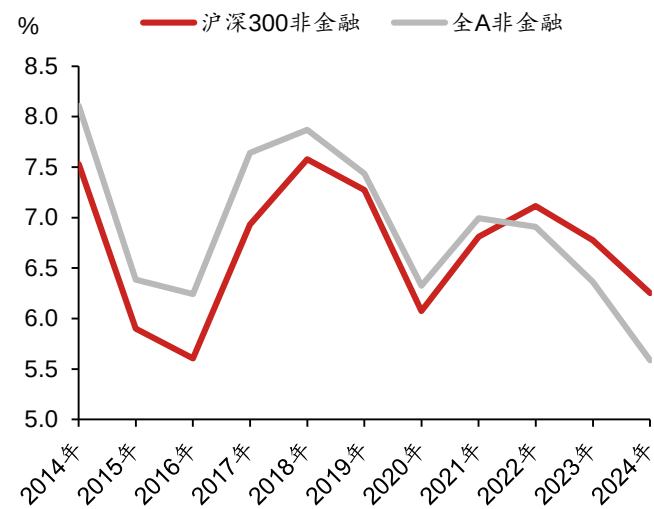


图表 14: 沪深 300 与全 A 资产重估增速变化



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 15: 非金融成份资产重估增速变化



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

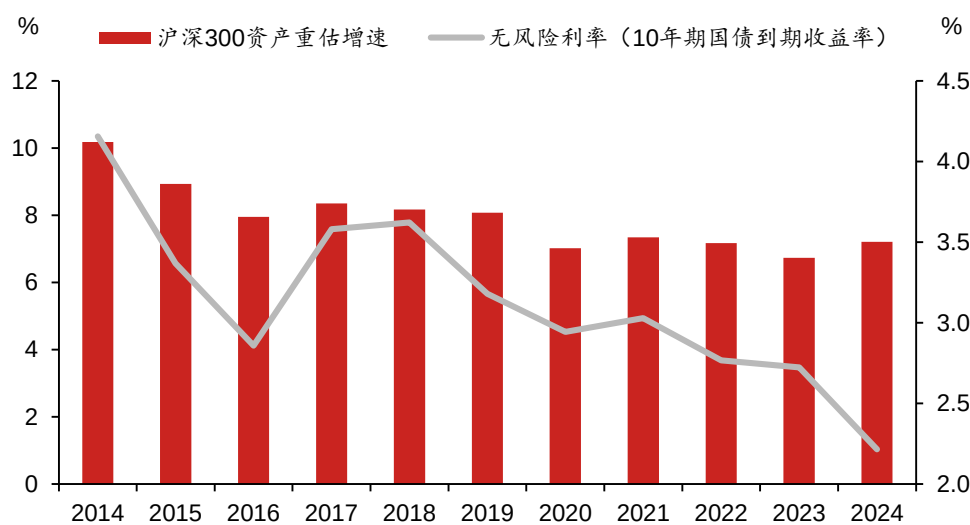
# 什么将持续驱动资产重估策略走强？

## 资金偏好：机会成本持续走低

今年十年期国债触碰 1.5% 再次成为走入低利率时代的标志，越来越多的资产配置者需要将低利率作为重要的参考因子。原本高增长时代无人问津的资产重估增速有望更受投资者关注，因为其机会成本的大幅下降。

净利润增长难以永续，早期成长需被冠以更低的“跑通”概率，资产重估增速将更有利于配置型资金的投资决策。

图表 16：资产重估增速与无风险利率变化

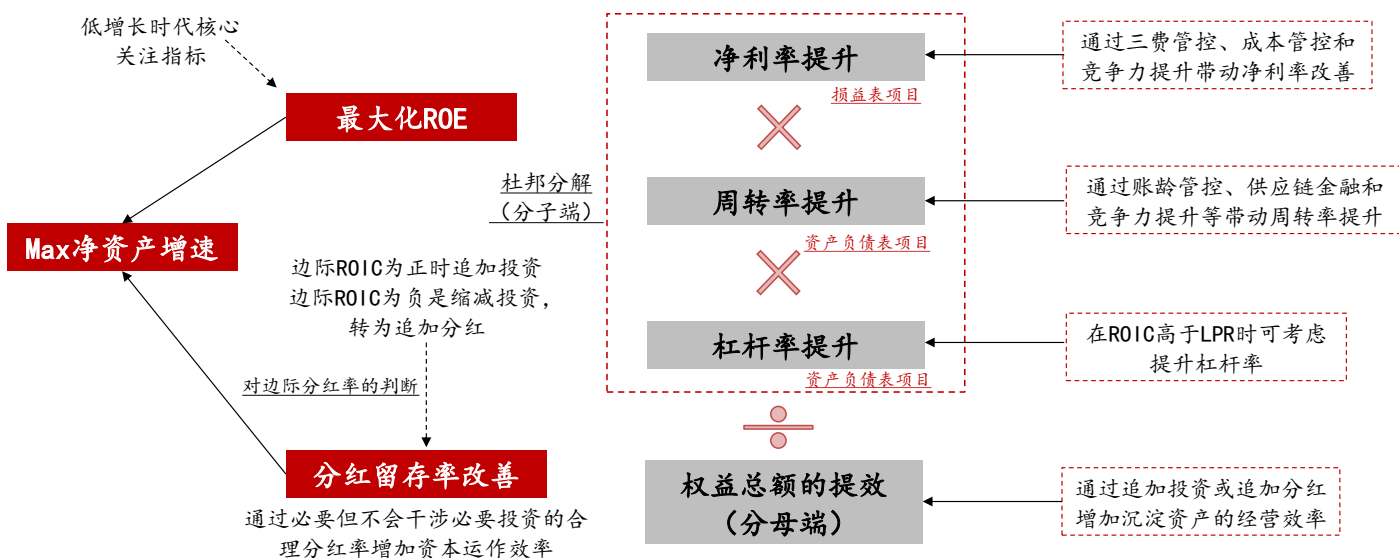


资料来源：Wind，野村东方国际证券

## 资产重估增速的成长性：财务与出海

我们将关注未来资产重估增速的潜在空间（主要由 ROE 改善和分红留存率改善所贡献）定义为动态资产重估。

图表 17：资产重估的成长性



资料来源：野村东方国际证券

从 ROE 弹性视角来看，我们认为出海及下沉概念企业需关注净利率与资产周转率的改善空间，食品饮料和家电具备杠杆率提升空间。从资产效率（分红视角）来看，我们认为社服、纺服、零售和汽车行业基于 2021-2023 年平均 ROIC 水平具备追加资本投入的空间，且应在提升分红率之前优先追加资本投入直到边际 ROIC 为 0。

目前多数上市公司仅在净利润基础上考虑分红，但是若上市公司的资产利用效率低，实际上同样可以考虑通过分红改善企业的资本效率。日本企业在这一点上提供了较好的经验借鉴。在“日特估”改革推进后，由于对于交叉持股等问题的改革，日本上市公司管理层逐渐开始向公众股东负责。面对淤积的大量现金资产，日本企业启动了经营效率的改革探索。

若资本投入效率高，企业应动用在手现金追加投资，直至边际 ROIC 逼近 0；若边际 ROIC 为负，那么企业应缩减投资并将减少的资本投入改为分红。在衡量完资本投入后，若仍存在大量淤积现金，企业可以考虑通过分红的方式，既回馈股东，也缩减权益总额（提升杠杆率），进而提升自身 ROE 水平。

在最大化 ROE 外，若想最大化资产重估增速，那么需要企业调整更适宜的分红水平。在资产重估计算公式中（ $(1-\text{分红率}) \times \text{ROE}$ ），虽然分红率越低资产重估增速越高，但实际上过低的分红将导致过高的留存收益增长，增加权益总额并拖累 ROE 表现。对于持有上市公司资产的股东而言，股息并非其唯一的资产回报，资本利得同样是重要的一环。因此，我们认为合理的股东回报机制应该是最大化资本利得与最大化股息之最优解。

## 垄断地位变现：行业龙头现金周转能力的大幅增加

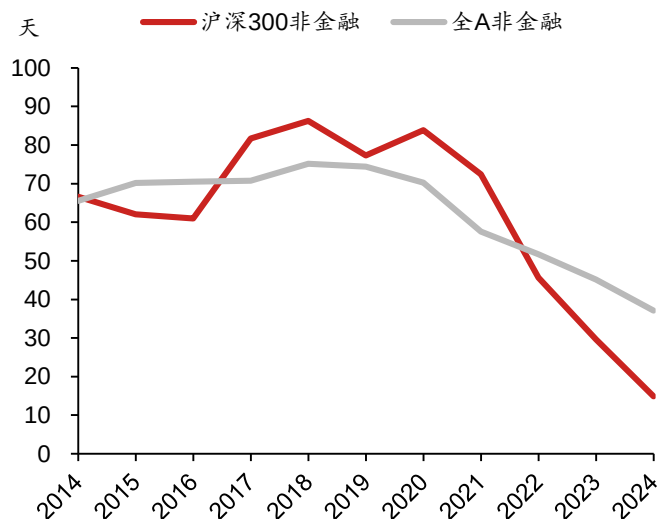
沪深 300 指数资产重估的改善根源即来自 2024 年并未出现更进一步增长的分红率，也来自稳定的 ROE 表现。而驱动沪深 300 指数 ROE 在经济面临下行压力的背景下仍然保持稳定的最核心因素，来自现金循环周期的大幅度缩减。沪深 300 非金融行业在 2019 年的现金循环周期为 77.3 天，而在 2024 年下降至 14.9 天；与此同时全部 A 股非金融仅从 74.5 天下降至 37.1 天。现金循环周期的下降最主要受到存货周转天数下降的驱动（-51.0 天），此外应收账款和应付账款分别扩张了 7.1 天和 18.5 天。

我们曾在去年初发布资产重估系列报告之初讨论过，改善 ROE 的三个因素（净利率、账期和杠杆率）之中，账期是中国大量制造业龙头最容易追逐的领域。因为在步入成熟期的行业龙头之间，账期是变现行业地位的直观体现。

但需要留意的是，先进循环的短期快速下行容易积累较多的负外部性。若无法通过更多的销售量改善全行业的价值总量，那么账期的管控容易引发较多负面问题。近期汽车等行业出现的负面新闻便是典型例子。

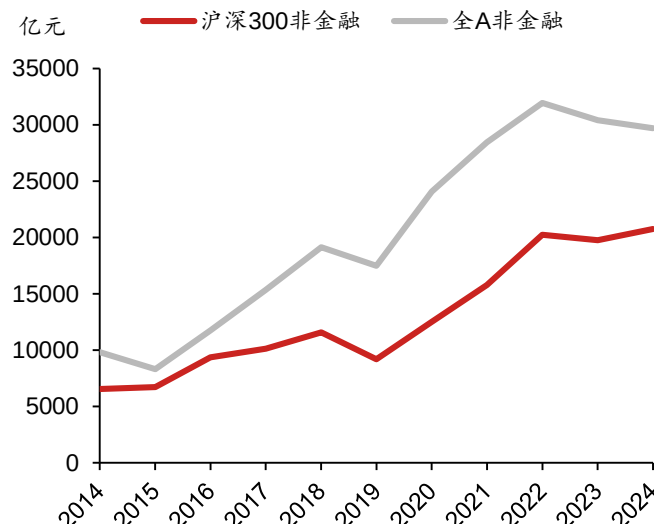
我们认为中国的体制优势足以实现超过全球其他国家的现金循环周期，且具备政府支持的行业龙头通过账期管理，有更强的能力抢占更多的行业附加值。但需留意“反内卷”等政策的执行力度所带来的额外不确定性。

图表 18: 现金循环周期



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 19: 自由现金流



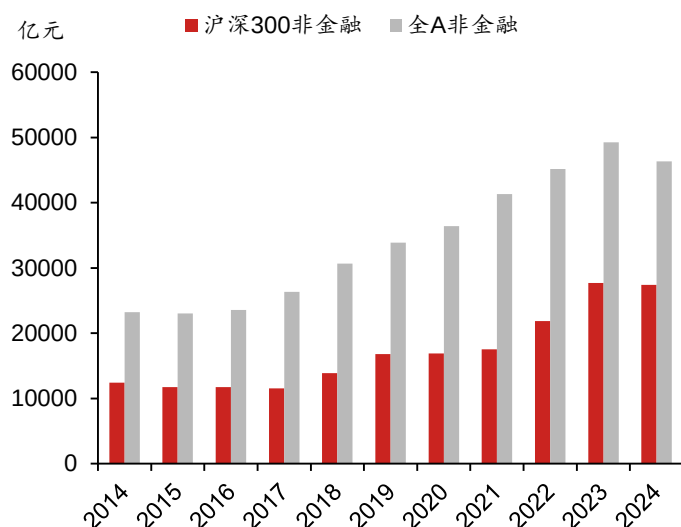
资料来源: Wind, 野村东方国际证券

## 成长性：未来的研发与出海机遇

在经历剧烈的竞争和周转率优化之余，我们欣慰地看到中国企业并未放弃研发投入。沪深 300 指数的 CAPEX 总额仍在过去三年间持续攀升，带动技术研发等的突破，使企业维持或强化其国际竞争力。

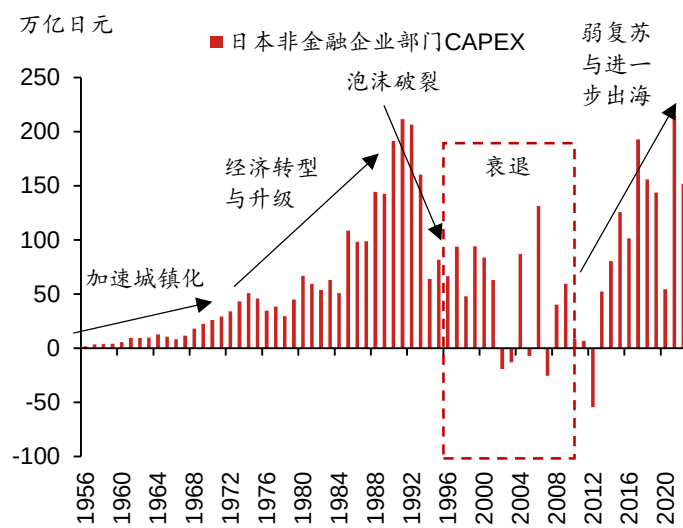
我们曾在此前的报告（详见报告《关注资产重估的弹性》，2024 年 6 月 3 日）中以日本作为借鉴，说明日本资产负债表衰退对企业部门研发投入的巨大打击，以及相应的，日本企业在 1990-2010 年间失去 CAPEX 投入进而出现国际竞争力下降的问题。我们认为投资者无需担心中国企业步日本后辙，因为中国的类似现象更集中发生在居民和地方政府部门。

图表 20: 沪深 300 指数 CAPEX 变化



资料来源: Wind, 野村东方国际证券

图表 21: 日本企业 CAPEX 变化



资料来源: 日本财务省, 野村东方国际证券

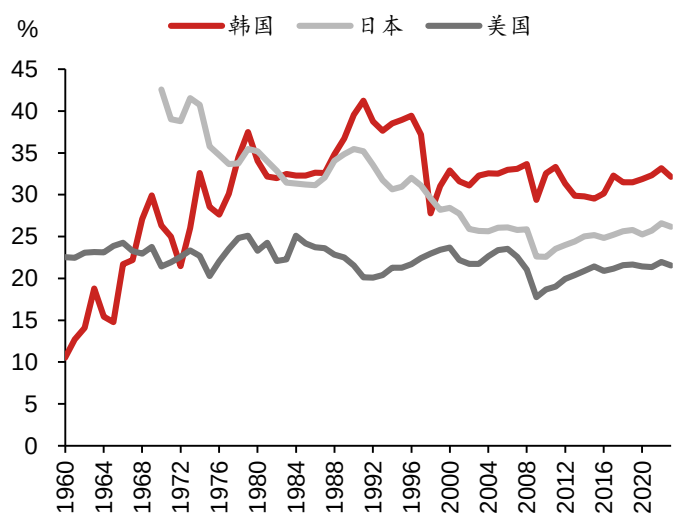
## 韩国经验：重资本投入与出海机遇

虽然经历了一系列的金融整顿和出清，但实际上韩国的发展模式在经历金

融危机后仍然没有变化，即通过明星企业对供应链的带动实现全球化扩张。因此重资本投入仍是韩国企业惯行的发展策略。这种发展策略极易在重资本行业中快速拔高准入壁垒，并将缺乏资本投入实力或资本投入效率的国家与产业链拒之门外。

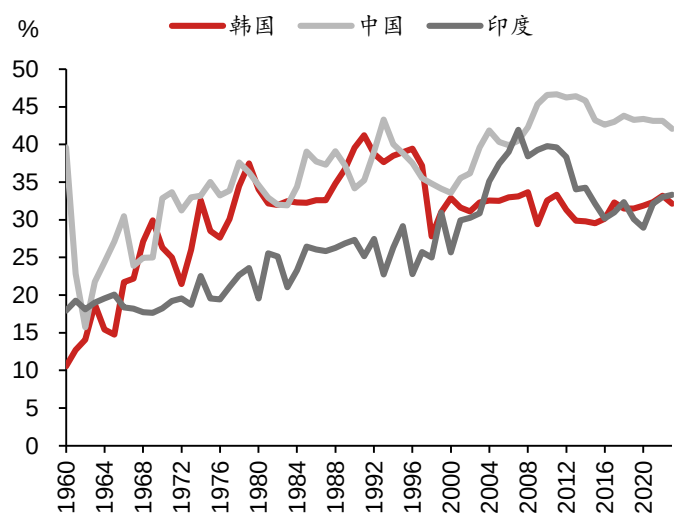
我们可以看到韩国的资本形成额占 GDP 比重在 21 世纪以来不光持续快过美国与日本这些先发国家，同时也较东南亚的竞争对手更高。但重资本投入模式的重大风险在于更具备资本投入能力对手的参与。我们认为韩国始终无法发挥东亚国家双循环特征，即有效的出口升级带动内需扩容，原因在于中国和印度高资本投入对韩国形成的竞争压力。

图表 22：韩美日资本形成额占 GDP 比重



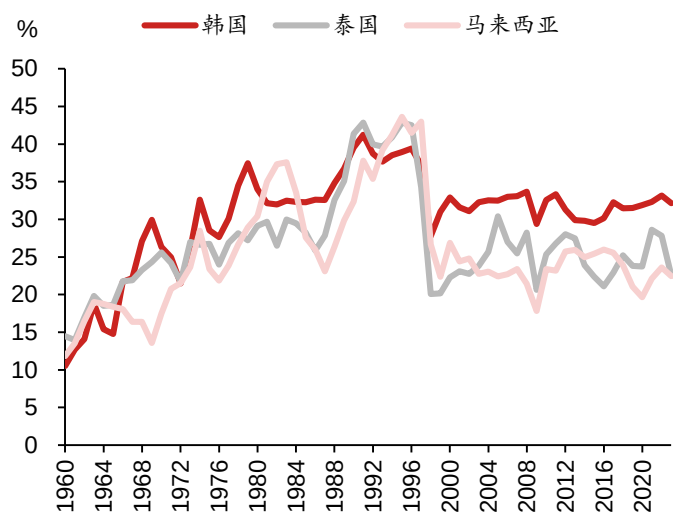
资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 23：韩中印资本形成额占 GDP 比重



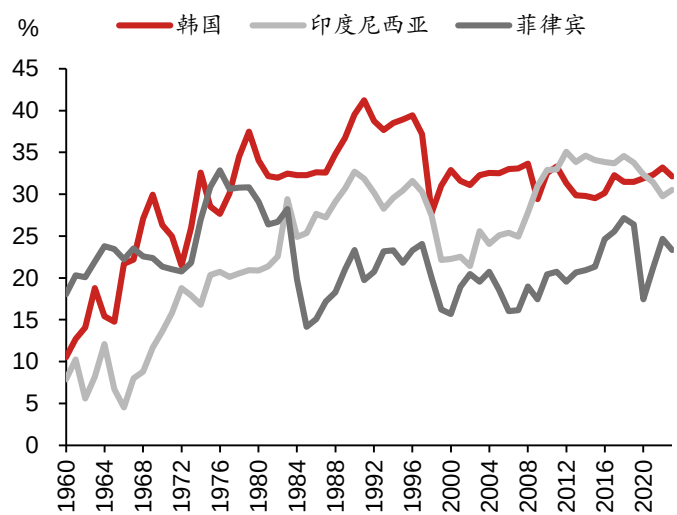
资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 24：韩马泰资本形成额占 GDP 比重



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 25：韩国、印尼与菲律宾资本形成额占 GDP 比重

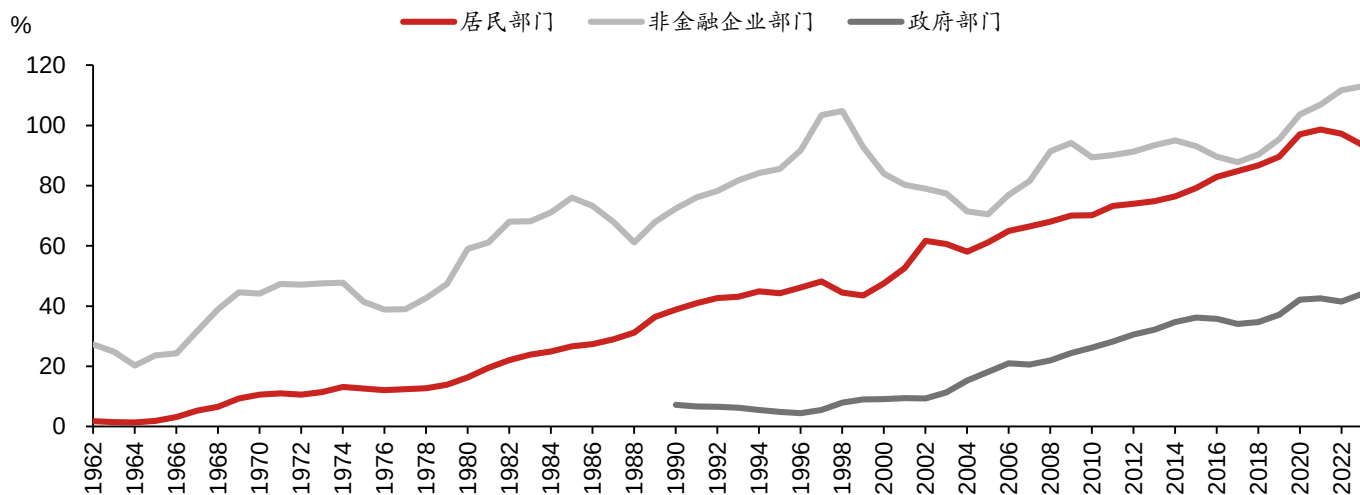


资料来源：Wind，野村东方国际证券

韩国私人部门也在成功的金融整顿后快速恢复了再贷款意愿，1997 年后韩国政府、居民和非金融企业部门杠杆率同步持续快速攀升。



图表 26：韩国杠杆率



资料来源：BIS, Wind, 野村东方国际证券

由于持续不断的重资本投入，韩国企业获得了长足的营收扩张和全球市占率增长。但也因为居高不下的重资本投入和逐渐走低的 ROIC，使得韩国企业无法提升其盈利变现能力。这一特征不光出现在电子半导体、汽车、船舶等传统韩国财阀的重点发展领域，同时也在 KPOP 等领域存在。我们认为“韩流”这类文化传媒产业在韩国文化振兴院的指引之下，同样具备韩国重资本投入的产业策略与特色，也就是通过高人力和资本要素资源，在细分领域（如舞曲等）快速构建壁垒，且其产业导向从一开始便是外向型为主的特征。

通过对韩国上市公司的信息总结（详见附录），我们发现仅少数公司在重资本投入的同时获得了盈利能力和投资回报率的趋势性提升，例如专注海外汽车市场的现代汽车、韩国的互联网公司龙头 NAVER 和传媒公司 JYP，但多数公司仍未能摆脱重资本投入回报率边际下滑，以及其盈利能力受限的影响。

### 中国未来的海上丝绸之路 2.0 契机

我们曾在报告（《多极化地缘环境下的海上丝绸之路》，2023 年 4 月 11 日）中提及，总结商业化与本土化程度提升后，中国企业将在海上丝绸之路沿线国家存在以下三类投资机遇：

#### 消费输出：品牌与技术升级下的扩张机遇

除原有的产能输出外，若考虑到提升商业化程度，那么 2C 端的消费市场有望成为贡献中国企业扩张红利的核心市场。与海上丝绸之路沿线国家相比，中国企业资本实力更强，且对于消费群体的画像更具有经验。中国企业有望在沿线国家采用不同策略提升自身品牌定位并完善把控客户的消费心理。我们在消费领域看好中国企业的商品消费输出能力：

- 国内富余制造业产能有助于完善商品定制化需求。
- AI 等新技术的运用极大节省大众消费领域的设计成本。
- 中国前期基建投入与中国物流能力有望实现良性互动。

基于上述观点，我们建议关注：1) 消费领域的电商龙头，以及其行业配套细分领域的行业性机遇。2) 制造业中的家电、电车等中国具备较强技术积累的行业龙头公司。

### 娱乐输出：伴随中国影响力提升带来的“文化出口”机遇

东南亚等东亚文化圈辐射范围内的国家已在近几年展现出对东亚文化的热爱，日漫、韩剧、KPOP、中国的游戏等均受到了消费群体的热烈欢迎。在中东和非洲国家的娱乐消费培育期可能较东南亚更长，但规模效应巨大的中国企业具有较强的市场竞争力，例如翻译成非洲当地语言的网文已受到当地受众的欢迎。我们看好中国娱乐领域网络巨头（尤其是众多网文、短视频平台）的市场拓展能力：

- 在无政策限制的扰动下，中国移动互联网基础和高本科率基础已带来大量创作群体。
- AI 等技术有助于“创意变现”并大幅降低语言障碍。
- 中东和非洲市场有望直接进入移动互联网市场。

我们建议关注平台类“孵化器”，此外互联网消费龙头有望进一步通过海外市场强化自身护城河。对于新市场拓展中，本地化程度高的中小公司也有望突围，关注及时调整其商业决策的中小娱乐企业。

### 产能输出：助力中国企业的商业化推进，并有望形成良性互动

中国在建筑领域具备世界领先的行业地位，且在海上丝绸之路沿线国家持续的基建投入有望在中国企业落地后强化其商业化推进的能力，并在未来有望通过中国企业在当地的展业提升资产回报率，形成良性互动。

其中我们建议投资者持续关注基建建设、电力建设和航运航空领域的龙头国企。此前市场对国有诟病的原因包括对非国资股东诉求关注度低、资产回报率低、负债率及或有负债偏高和社会责任等负外部性成本高等。我们认为探索国企重估的关键点在于从根本上解决上述问题，这些需要国资和国有企业经营管理条例及理念上的相应调整。今年的“中特估”题材反应出市场对于未来国企改革上述问题极为乐观的预期，后续需密切关注来自基本面的潜在变化。

### 关注具备 CAPEX 投资能力与效率的中国企业海外扩张优势

虽然驱动因素可能与 1990 年的日本不同，当前的地缘政治压力可能也将持续驱动中国企业加速海外布局。考虑到中国的 FDI 与 ODI 存量差在 2016 年便已经转正，这一趋势已持续数年。从沿海地区低端制造向东南亚的转移，到中国零部件厂商伴随国际巨头的产业再布局，中国企业出海已愈加多元化。

当前个别国家所酝酿的“去中国化”不代表“去中国企业化”。对于股票市场投资者而言，具备全球布局能力的优秀中国企业有望在未来率先实现全球化布局，并找到逐渐缓解地缘政治对生产经营压力的方式。

其中我们最关注具备 CAPEX 投资能力与效率的中国企业，尤其是对于 AI 与智能制造端具有技术等优势的中国企业。由于全球化在过去几十年间的拓展，当前具备 CAPEX 优势的主体更多是自下而上的企业，而非行业。但考虑到新技术革命的规模化特征，我们特别关注在科技、娱乐、零售、餐饮、精密制造行业中，已将发展重心转移到海外市场的中国企业未来扩张的机遇。

## 风险提示：

大盘下行风险、政策风险、资金面风险等。

附表

图表 27：沪深 300 成份资产重估相关因子（按每年年初指数成份进行回溯统计）

| 沪深 300         | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 资本开支（亿元）       | 14342.32 | 16951.11 | 19546.83 | 19709.24 | 20239.89 | 24799.61 | 31067.12 | 55988.48 |
| 现金循环周期（天）      | 68.86    | 73.22    | 65.22    | 69.83    | 59.16    | 31.16    | 17.51    | -0.08    |
| 存货周转（天）        | 175.35   | 181.44   | 171.36   | 179.40   | 166.93   | 143.71   | 97.96    | 120.61   |
| 应收账款及应收票据周转（天） | 36.81    | 34.27    | 31.44    | 31.74    | 29.97    | 29.67    | 33.52    | 39.44    |
| 应付账款及应付票据周转（天） | 143.30   | 142.49   | 137.59   | 141.31   | 137.74   | 142.22   | 113.98   | 160.13   |
| FCFE（亿元）       | 10657.15 | 11419.59 | 9515.77  | 12406.76 | 16290.60 | 20597.09 | 19527.05 | 21821.76 |
| 营业收入（亿元）       | 241259.9 | 276285.1 | 315172.8 | 320743.1 | 362841.7 | 402531.5 | 419375.5 | 425042.5 |
| 净利润（亿元）        | 26578.96 | 29386.09 | 32946.37 | 33281.40 | 38809.68 | 41481.41 | 44339.09 | 47198.92 |
| 分红总额（亿元）       | 7867.94  | 8464.44  | 9486.18  | 10309.70 | 11888.93 | 12625.05 | 13999.46 | 11640.85 |
| 分红率            | 29.60%   | 28.80%   | 28.79%   | 30.98%   | 30.63%   | 30.44%   | 31.57%   | 24.66%   |
| ROE            | 11.87%   | 11.47%   | 11.35%   | 10.17%   | 10.59%   | 10.31%   | 9.85%    | 9.57%    |
| 存货周转           | 2.05     | 1.98     | 2.10     | 2.01     | 2.16     | 2.51     | 3.67     | 2.98     |
| 应收周转           | 9.78     | 10.50    | 11.45    | 11.34    | 12.01    | 12.13    | 10.74    | 9.13     |
| 应付周转           | 2.51     | 2.53     | 2.62     | 2.55     | 2.61     | 2.53     | 3.16     | 2.25     |

资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 28：全部 A 股成份资产重估相关因子（按每年年初指数成份进行回溯统计）

| 全部 A 股         | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 资本开支（亿元）       | 29488.71 | 34047.73 | 36989.82 | 39524.00 | 44504.67 | 48482.98 | 53209.89 | 75599.12 |
| 现金循环周期（天）      | 59.65    | 65.24    | 64.62    | 60.07    | 48.98    | 42.97    | 36.73    | 27.54    |
| 存货周转（天）        | 134.04   | 137.10   | 139.63   | 138.68   | 122.10   | 120.13   | 100.31   | 111.09   |
| 应收账款及应收票据周转（天） | 47.61    | 47.18    | 44.10    | 44.05    | 40.69    | 42.05    | 46.11    | 51.45    |
| 应付账款及应付票据周转（天） | 121.99   | 119.04   | 119.10   | 122.66   | 113.80   | 119.21   | 109.70   | 135.01   |
| FCFE（亿元）       | 15544.74 | 19492.01 | 17337.31 | 24238.11 | 28903.31 | 32777.77 | 29997.68 | 31335.29 |
| 营业收入（亿元）       | 425776.2 | 484374.8 | 532993.7 | 555241.8 | 666898.7 | 717442.3 | 724154.6 | 718320.7 |
| 净利润（亿元）        | 40504.05 | 42431.15 | 46040.28 | 47238.00 | 57108.06 | 58432.47 | 57726.82 | 55968.09 |
| 分红总额（亿元）       | 10528.89 | 11440.44 | 12882.73 | 14357.12 | 17452.21 | 18792.46 | 19775.94 | 16433.27 |
| 分红率            | 25.99%   | 26.96%   | 27.98%   | 30.39%   | 30.56%   | 32.16%   | 34.26%   | 29.36%   |
| ROE            | 11.02%   | 10.31%   | 10.03%   | 9.19%    | 9.96%    | 9.25%    | 8.44%    | 7.71%    |
| 存货周转           | 2.69     | 2.63     | 2.58     | 2.60     | 2.95     | 3.00     | 3.59     | 3.24     |
| 应收周转           | 7.56     | 7.63     | 8.16     | 8.17     | 8.85     | 8.56     | 7.81     | 7.00     |
| 应付周转           | 2.95     | 3.02     | 3.02     | 2.93     | 3.16     | 3.02     | 3.28     | 2.67     |

资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 29：分行业股价、净资产增速和净利润增速表现（申万一级剔除综合行业）

|        | 2022 年     |               |               | 2023 年     |               |               | 2024 年     |               |               |
|--------|------------|---------------|---------------|------------|---------------|---------------|------------|---------------|---------------|
|        | 涨跌幅<br>(%) | 净资产增<br>速 (%) | 净利润增<br>速 (%) | 涨跌幅<br>(%) | 净资产增<br>速 (%) | 净利润增<br>速 (%) | 涨跌幅<br>(%) | 净资产增<br>速 (%) | 净利润增<br>速 (%) |
| 家用电器   | 8.43       | 8.46          | 9.15          | 18.18      | 14.50         | 15.35         | 13.50      | 15.72         | 9.63          |
| 环保     | 9.58       | 10.24         | 1.33          | 13.13      | 9.50          | 2.26          | 12.67      | 10.51         | -2.30         |
| 公用事业   | 19.34      | 11.37         | 104.77        | 20.15      | 11.88         | 76.34         | 14.56      | 10.16         | 7.92          |
| 有色金属   | 60.77      | 30.02         | 81.50         | 18.06      | 11.16         | -21.08        | 15.58      | 8.57          | -0.16         |
| 银行     | 11.19      | 8.39          | 7.28          | 9.64       | 8.60          | 1.79          | 6.55       | 7.32          | 2.37          |
| 基础化工   | 26.41      | 18.60         | -1.93         | 9.17       | 10.50         | -45.92        | 11.61      | 6.48          | -1.47         |
| 汽车     | 6.18       | 7.83          | -10.28        | 14.43      | 7.99          | 44.95         | 8.18       | 6.32          | 10.58         |
| 沪深 300 | 18.31      | 12.13         | 9.38          | 12.61      | 10.18         | 3.66          | 7.63       | 6.03          | 4.29          |
| 食品饮料   | 9.42       | 8.50          | 11.34         | 12.21      | 9.56          | 16.45         | 6.18       | 5.33          | 5.65          |
| 交通运输   | -2.82      | 5.13          | -37.10        | 12.11      | 8.00          | 46.40         | 9.51       | 5.30          | 8.86          |
| 社会服务   | -36.61     | -6.10         | 26.62         | 50.95      | 14.92         | -208.05       | 45.78      | 5.13          | -10.94        |
| 建筑装饰   | 11.05      | 9.07          | 6.41          | 11.94      | 7.76          | 8.14          | 8.14       | 4.81          | -13.83        |
| 美容护理   | 6.45       | 3.65          | -41.01        | 28.91      | 25.37         | 101.28        | 19.44      | 4.69          | -19.67        |
| 电子     | 15.29      | 10.10         | -39.25        | 28.63      | 47.99         | -1.97         | 16.99      | 4.62          | 30.71         |
| 石油石化   | 44.36      | 27.37         | 55.85         | 9.35       | 5.57          | -1.76         | 7.19       | 4.56          | -0.57         |
| 万得全 A  | 18.15      | 12.46         | 6.13          | 9.75       | 7.74          | 1.14          | 6.51       | 4.54          | -1.79         |
| 机械设备   | 14.84      | 11.04         | -1.62         | 28.83      | 27.06         | 20.93         | 7.32       | 4.44          | -5.39         |
| 煤炭     | 22.55      | 16.00         | 52.20         | 0.61       | 4.80          | -23.64        | 2.66       | 3.89          | -17.85        |
| 通信     | 375.44     | 121.75        | 352.22        | 4.65       | 6.32          | 6.95          | 4.52       | 3.59          | 7.21          |
| 农林牧渔   | 8.18       | 8.36          | -150.09       | -11.56     | 0.19          | -140.93       | 21.81      | 3.00          | -793.20       |
| 国防军工   | 9.04       | -3.04         | -5.33         | 23.92      | 26.49         | 18.26         | 1.98       | 2.88          | -34.91        |
| 非银金融   | 6.74       | 7.36          | -23.69        | 9.29       | 6.27          | 0.10          | 15.55      | 2.14          | 54.12         |
| 电力设备   | 45.91      | 32.20         | 85.54         | 44.75      | 36.17         | 8.16          | 1.27       | 1.48          | -62.12        |
| 医药生物   | 16.76      | 12.36         | -0.29         | 7.98       | 21.53         | -16.68        | 1.77       | 1.05          | -11.81        |
| 轻工制造   | 9.24       | 9.28          | -28.28        | 8.93       | 6.11          | 19.37         | -0.90      | 0.44          | -31.71        |
| 商贸零售   | -12.71     | 5.07          | -82.63        | 13.78      | 4.72          | -1527.75      | 3.06       | -0.40         | 13.92         |
| 纺织服饰   | 2.45       | -2.24         | -41.70        | 16.88      | 5.52          | 93.15         | 4.06       | -0.75         | -32.72        |
| 计算机    | 3.28       | 11.60         | -36.07        | 9.35       | 19.33         | 1.82          | -5.64      | -1.03         | -43.98        |
| 传媒     | 15.41      | 0.21          | -62.78        | 13.85      | 0.00          | 158.02        | -4.18      | -1.33         | -48.79        |
| 建筑材料   | 3.50       | 3.45          | -47.50        | 0.84       | 3.07          | -34.71        | -1.62      | -1.78         | -50.50        |
| 钢铁     | -4.69      | 0.48          | -71.44        | 1.95       | 2.67          | -14.01        | -10.60     | -3.18         | -121.71       |
| 房地产    | -12.48     | -6.49         | -169.30       | -4.24      | -1.93         | -68.82        | -18.24     | -10.51        | 907.53        |

资料来源：Wind，野村东方国际证券



附录

相关研究

|                  |            |
|------------------|------------|
| 《一致预期的长尾》        | 2025.06.06 |
| 《从“美国例外”到“美国除外”》 | 2025.04.21 |
| 《韩国之鉴：如何走出债务危机？》 | 2025.03.21 |
| 《“终局思维”的盲点：再论红利》 | 2025.02.13 |
| 《“美国优先”与中国出口升级》  | 2025.02.11 |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。

#### 知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。  
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

#### 知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。  
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。  
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。  
提供研报专业定制服务。

（免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用）

CR 全球资讯精读



入宝藏群请加  
quanqiuzixun8

全球资讯精读



知识星球