



2025 年 2 月 18 日

定增市场简析

—买在政策放松，行情启动期

● A 股定向增发市场的发展与政策制度紧密相连，二者之间存在着极为深刻的互动关系，政策是推动市场发展的核心驱动力。A 股定增市场经历过起步阶段、扩展阶段、规范阶段、优化阶段。

● 政策制度从多方面对定增市场进行影响，如发行条件与门槛、定价机制、资金用途、投资者结构、市场流动性等。

● 随着注册制的不断深化，审核权进一步下放至交易所，这一举措极大地提高了审核效率。企业能够更快地完成定增融资流程，抓住市场发展机遇。

● 我们统计并分析了 2010-2024.7.6（增发股价上市日）期间近 15 年的竞价定增数据：1、解禁后收益率为正的有 8 年，为负的有 7 年，获取超额收益率（相比同期沪深 300 指数）有 10 年。因此从每年的投资胜率来看，略超过 50%。从超越同期沪深 300 指数来看，还是具有较高的胜率，接近 70%。2、15 年间定增的平均收益率为 15.76%，同期沪深 300 指数的平均收益率为 3.26%，平均收益率明显强于同期指数。3、定增政策放松时期，发行折价率相对较高，当前市场折价率 14%。定增政策趋严时期，发行折价率相对较低。

● 基于详实的历史数据分析，我们做出以下判断：当前定增市场折价率为 14%，这一数据表明其具备一定的安全边际性。定增的整体平均收益率不错。若投资者拥有专业的定增团队，通过对定增标的进行严格筛选，大概率能够收获不错的收益率并战胜同期沪深 300 指数。当前市场管理层积极呵护市场发展，积极的财政政策和货币政策持续发力，尤其是总书记与民营企业的座谈会，极大地增强了市场信心。在这样的宏观背景下，长期低迷的资本市场有望迎来新一轮的投资机遇。综合以上因素，此时参与定增市场可谓是恰逢其时，建议积极参与。

风险提示：分析及结论基于过往历史数据推断，历史数据的局限性可能影响结论的准确性，对未来投资决策仅作参考。定增价格通常较市价有折扣，但若市场大幅下跌，参与者的持股可能面临亏损。定增股份有锁定期，期间无法出售，若市场流动性差，解禁后可能难以及时变现。政府政策或监管要求的变动可能影响定增的审批和实施。宏观经济波动可能影响公司业绩和股价表现。

证券分析师：黄宜忠

执业证书编号：S0370623080003

公司邮箱：huangyizhong@jyzq.cn

联系电话：0755-83025184

目录

目录	2
一、A 股定增制度发展史	3
1.1 起步阶段（2006 - 2013 年）：制度框架建立	3
1.2 扩张阶段（2014 - 2016 年）：政策宽松推动繁荣	4
1.3 规范阶段（2017 - 2019 年）：政策收紧与风险防控	5
1.4 优化阶段（2020 年至今）：再融资新规与注册制改革	6
二、政策制度对定增市场的核心影响维度	7
2.1 发行条件与门槛	7
2.2 定价机制与套利空间	8
2.3 资金用途与监管导向	8
2.4 投资者结构与市场流动性	9
三、当前政策趋势与市场展望	9
3.1 注册制深化下的市场化改革	9
3.2 支持重点领域融资	10
3.3 防范金融风险	10
四、政策与市场的动态平衡	11
五、近 15 年竞价定增市场收益率情况分析	11
5.1 整体平均收益率达到 15.76%	12
5.2 定增解禁收益率与指数行情存在较大关系	14
六、当前适合参与定增市场	15
七、风险因素分析	16

图表目录

图表 1：2015 年至 2024 年中国增发市场融资规模情况	7
图表 2：2010-2024.7.6 期间定增市场解禁后收益率情况	13
图表 3：2010-2024.7.6 期间定增市场折价率情况	13
图表 4：每年定增解禁后平均收益率与折价率、指数的关联性	15

企改革为核心驱动力，许多国有企业借助定增进行资产注入，优化资产结构，提升企业竞争力。例如，某大型国有企业通过定向增发，将旗下优质资产注入上市公司平台，实现了资源的集中整合和高效利用，为后续的发展奠定了坚实基础。然而，由于市场对定增这一融资方式的认知和接受程度有限，相关配套机制也不够完善，导致市场活跃度较低，整体处于小心翼翼的摸索前行阶段。

1.2 扩张阶段（2014 - 2016 年）：政策宽松推动繁荣

2014 年，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，也就是备受瞩目的新“国九条”，犹如一阵春风，为定增市场注入了蓬勃生机。文件中明确鼓励市场化并购重组，极大地激发了市场主体的积极性。

同时，发行条件的放宽成为推动市场繁荣的关键因素。定价基准日可选择董事会决议公告日，这一调整使得上市公司在定价上拥有了更大的灵活性，能够更好地根据自身发展战略和市场情况进行定价决策。大股东锁定期从 36 个月大幅减至 18 个月，这一举措极大地提高了资金的流动性，吸引了更多投资者参与定增市场。

在政策的大力支持下，定增市场迎来了爆发式增长。2015 - 2017 年，定增融资规模连续突破 1 万亿元 / 年，迅速超越其他融资方式，成为 A 股市场当之无愧的最大融资渠道。众多企业纷纷借助定增进行跨界并购，试图通过多元化发展实现企业

的快速扩张。例如，某传统制造业企业通过定增募集资金，跨界收购了一家热门的互联网科技公司，期望实现产业转型和市值的快速增长。同时，市值管理也成为企业关注的重点，通过定增引入战略投资者，优化股权结构，提升公司市值。

然而，繁荣的背后也隐藏着巨大的风险。随着大量企业盲目进行跨界并购和市值管理，“高估值、高商誉、高承诺”问题逐渐浮出水面。许多企业在并购过程中，对目标企业的估值过高，形成了巨额商誉。当被并购企业无法完成业绩承诺时，就会导致商誉减值，给上市公司带来巨大的财务压力，严重影响企业的可持续发展。

1.3 规范阶段（2017 - 2019 年）：政策收紧与风险防控

面对前期市场过热引发的一系列隐患，2017 年证监会及时发布《再融资业务若干问题解答》，对定增市场进行全面规范和风险防控。

政策层面，限制融资频率为 18 个月间隔，有效遏制了企业过度融资的冲动，避免了市场资金的过度分流。同时，严格把控募集资金用途，要求企业必须将募集资金用于明确的主营业务发展或符合国家战略的投资项目，防止资金被挪用或滥用。定价基准日仅限发行期首日这一规定，从源头上遏制了套利空间。在以往的定价机制下，部分企业利用定价基准日的选择进行套利操作，损害了市场的公平性和其他投资者的利益。

在政策的强力调整下，定增市场迅速降温，规模大幅缩水。

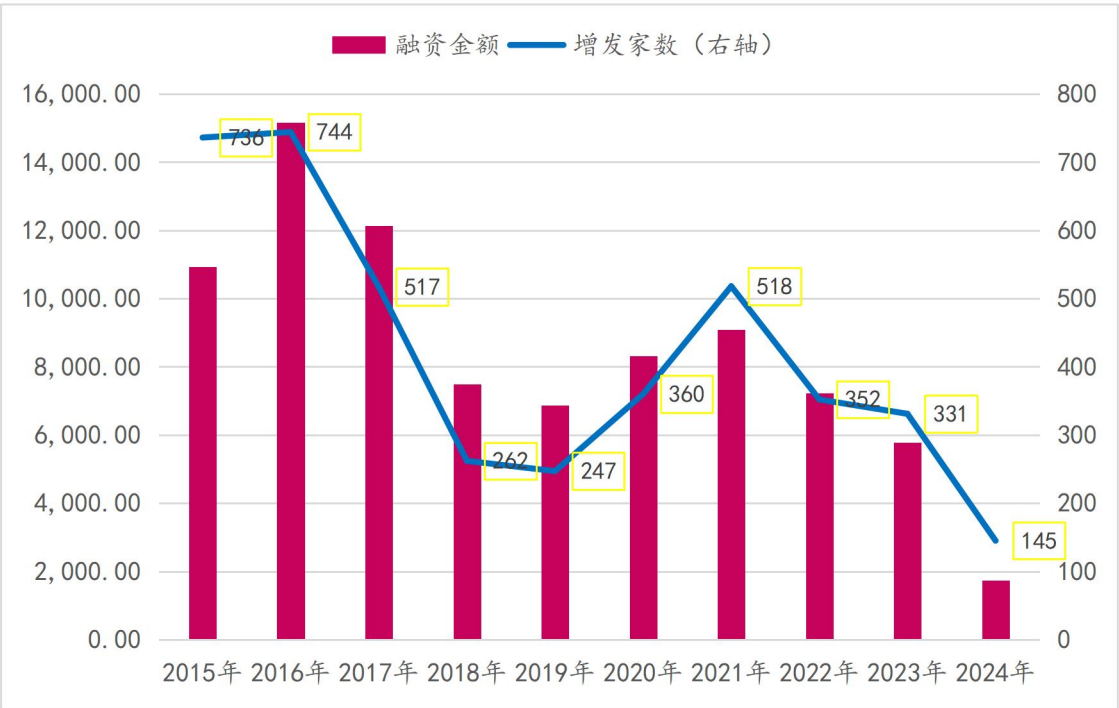
2018 年融资额降至 7500 亿元左右，市场回归理性。此时，优质资产并购和产业整合成为主流。企业更加注重并购的质量和协同效应，不再盲目追求规模和市值。例如，某行业龙头企业通过定增募集资金，收购了一家同行业的优质企业，实现了技术、市场和资源的整合，提升了企业在行业内的竞争力，推动了产业的优化升级。

1.4 优化阶段（2020 年至今）：再融资新规与注册制改革

2020 年，再融资新规的出台以及科创板、创业板注册制改革，为定增市场带来了全新的发展机遇。再融资新规进一步放宽发行条件，锁定期缩短至 6 个月，发行对象上限增至 35 人，定价折扣从 9 折放宽至 8 折。这些措施极大地提高了定增的吸引力，降低了企业的融资成本。同时，注册制改革简化了审核流程，将审核权下放至交易所，提高了审核效率。强化信息披露要求，使市场更加透明，投资者能够获取更准确、全面的信息，做出更合理的投资决策。

2020 年后，定增融资规模迅速回升，2021 年融资额超 9000 亿元。新兴行业如新能源、半导体、生物医药等定增占比显著提升。以新能源汽车行业为例，多家企业通过定增募集资金，用于扩大产能、研发新技术和拓展市场渠道。这不仅推动了企业自身的发展，也促进了整个行业的快速崛起，与政策支持的产业方向高度契合。

图表 1：2015 年至 2024 年中国增发市场融资规模情况



数据来源：Wind 金元证券研究所

二、政策制度对定增市场的核心影响维度

2.1 发行条件与门槛

发行条件与门槛政策通过对盈利要求、融资间隔、募资用途等关键要素的精准调整，直接决定了企业定增的可行性。在 2017 年，限制融资频率为 18 个月间隔，使得那些试图通过频繁融资来维持运营或进行投机的企业受到了约束，有效遏制了过度融资现象，保证了市场资金的合理分配。2020 年再融资新规降低门槛，对于一些盈利水平相对较低但具有发展潜力的中小企业来说，是一场及时雨。这些企业获得了宝贵的融资机会，能够利用资金进行技术研发、市场拓展等，为企业的发展注入

了新的活力，增加了市场的整体活力和创新能力。

2.2 定价机制与套利空间

定价基准日选择和折扣率限制，如同两只无形的手，深刻影响着投资者的收益预期。在早期，以“董事会决议公告日”为定价基准日，由于该日期与实际发行日期存在一定时间差，期间股价可能会出现大幅波动，这就为部分投资者提供了定价套利的机会。他们可以通过操纵股价或提前获取信息，在定价基准日之前布局，从而在定增发行中获取巨额利润，损害了市场的公平性。随着政策对定价基准日的限制，这一套利空间被有效压缩。

折扣率从 9 折放宽至 8 折，虽然提升了定增对投资者的吸引力，能够吸引更多资金参与定增市场，但也带来了新的挑战。如何在提高市场吸引力的同时，确保市场的公平性，成为政策制定者和监管部门需要深入思考的问题。这需要在制度设计上进行精细考量，例如加强对定价过程的监管，完善信息披露机制，防止企业通过不合理的折扣率进行利益输送。

2.3 资金用途与监管导向

政策始终积极引导资金流向实体经济、科技创新等关键领域。2023 年，证监会着重强调引导资金投向国家战略领域，这一政策导向使得新能源、高端制造等行业的定增案例显著增多。许多新能源企业通过定增募集资金，用于建设新的生产基地、研发更先进的电池技术等，推动了行业的快速发展。同时，严

控房地产、高污染行业定增，这是基于国家产业结构调整 and 环境保护的战略考虑。通过限制这些行业的定增融资，能够引导资金从传统的高能耗、高污染行业流向新兴的绿色产业，实现产业结构的优化升级，推动经济的可持续发展。

2.4 投资者结构与市场流动性

锁定期政策调整，如从 36 个月缩短至 6 个月，这一变化如同催化剂，吸引了更多财务投资者参与定增市场。财务投资者追求短期资金回报，他们的参与大大提升了市场的流动性。同时，机构投资者占比不断提升，包括公募基金、外资等。公募基金凭借其专业的投资团队和广泛的资金来源，能够对定增项目进行深入研究和分析，做出更合理的投资决策。外资的进入，不仅带来了大量的资金，还引入了先进的投资理念和管理经验，推动市场定价更趋市场化，使市场定价更加合理有效，促进了市场的成熟和发展。

三、当前政策趋势与市场展望

3.1 注册制深化下的市场化改革

随着注册制的不断深化，审核权进一步下放至交易所，这一举措极大地提高了审核效率。企业能够更快地完成定增融资流程，抓住市场发展机遇。然而，审核效率的提高并不意味着监管的放松，相反，对信息披露提出了更严格的要求。企业需

要更加真实、准确、完整地披露公司的财务状况、经营成果、发展战略等信息，确保投资者能够获取充分的信息进行投资决策。在“宽进严管”的态势下，市场将更加注重企业的内在价值和发展潜力，促使企业不断提升自身的治理水平和信息披露质量。

3.2 支持重点领域融资

政策持续坚定不移地向“卡脖子”技术、绿色经济、数字化转型等领域倾斜。在“卡脖子”技术领域，如芯片研发、高端装备制造等，相关企业通过定增融资，能够加大研发投入，突破技术瓶颈，实现关键技术的自主可控。绿色经济领域，如新能源、节能环保等行业，定增活跃度将持续上升，为企业发展提供有力的资金支持，推动绿色产业的快速发展，助力实现碳达峰、碳中和目标。数字化转型领域，企业通过定增募集资金，用于数字化基础设施建设、大数据分析、人工智能应用等，提升企业的数字化水平和竞争力。

3.3 防范金融风险

监管部门不断强化对“忽悠式定增”“利益输送”等违规行为的监管力度。“忽悠式定增”是指企业在定增过程中，夸大项目前景、虚构业绩承诺等，误导投资者参与定增。监管部门通过加强对定增项目的审核，要求企业提供详细的项目可行性报告和业绩预测依据，严厉打击此类违规行为。对于利益输送问题，监管部门严查企业在定增过程中是否存在向特定对

我们统计并分析了 2010-2024.7.6（增发股价上市日）期间近 15 年的竞价定增数据，共 2273 家，按持有期限及政策变化情形分为 14 年，分别计算其解禁后的收益率。

5.1 整体平均收益率达到 15.76%

1、总体上，15 年间，解禁后收益率为正的有 8 年，为负的有 7 年，获取超额收益率（相比同期沪深 300 指数）有 10 年。因此从每年的投资胜率来看，略超过 50%。从超越同期沪深 300 指数来看，还是具有较高的胜率，接近 70%。

2、15 年间，定增的平均收益率为 15.76%，同期沪深 300 指数的平均收益率为 3.26%，平均收益率明显强于同期指数。

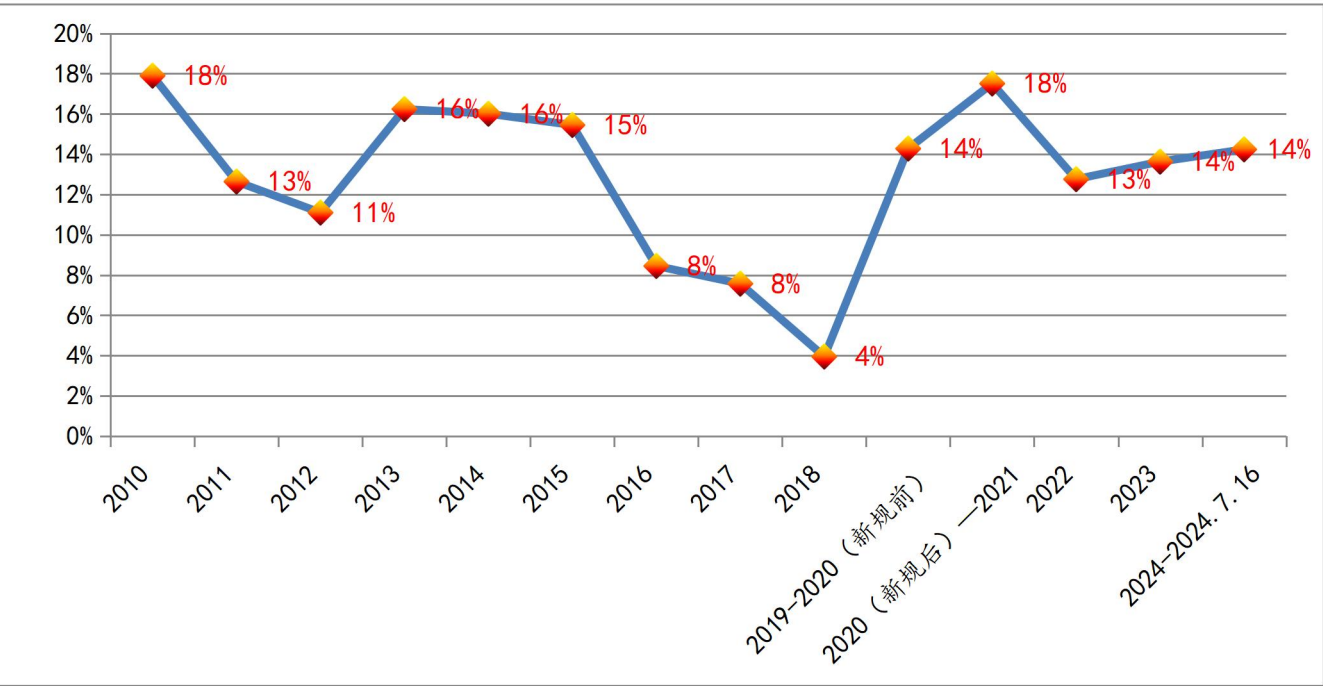
3、定增政策放松时期，发行折价率相对较高，当前市场折价率 14%。定增政策趋严时期，发行折价率相对较低。但是，发行折价率多数年份来看，还是相对可以，整体平均达到近 13%。

图表 2：2010-2024. 7. 6 期间定增市场解禁后收益率情况

年份	定增家数	发行折价率	解禁后平均收益率	同期沪深300平均涨幅	超额收益率	盈利家数	亏损家数	胜率	亏损说明
2010	63	17.90%	20.94%	-6.88%	27.82%	41	22	65.08%	定增解禁亏损的个股，同期沪深300指数多数也是下跌的。
2011	73	12.64%	-14.05%	-17.54%	3.49%	14	59	19.18%	定增出现亏损，市场整体为熊市。
2012	40	11.10%	17.37%	-1.40%	18.77%	27	13	67.50%	熊市过后，市场慢慢恢复。
2013	99	16.24%	51.43%	-0.86%	52.29%	91	8	91.92%	定增收益大年，创业板行情不错。
2014	146	16.01%	92.28%	61.60%	30.68%	140	6	95.89%	定增收益最好的一年，指数全面牛市。
2015	183	15.45%	15.81%	-15.29%	31.10%	100	83	54.64%	市场转熊，期间出现股灾，但定增因为持有期限躲过了股灾。
2016	248	8.45%	-0.02%	13.96%	-13.98%	93	155	37.50%	17年后风格切换，上证50开始占优，而定增多为中小公司。
2017	144	7.57%	-16.28%	-0.99%	-15.29%	30	114	20.83%	市场为小票的熊市，但市场初期上证50依然强势，后期补跌。
2018	100	3.95%	-6.64%	-0.80%	-5.84%	31	69	31.00%	震荡市场，市场风格依然不利于小票。
2019-2020（新规前）	108	14.28%	52.39%	18.63%	33.76%	83	25	76.85%	市场整体行情不错。
2020（新规后）—2021	532	17.51%	16.81%	-2.35%	19.16%	343	189	64.47%	新规之后定增表现，行情主要为行业龙头个股表现优异。
2022	242	12.76%	0.68%	-3.01%	3.69%	115	127	47.52%	2021年定增大年后，折价率下降，同时指数高位较大跌幅。
2023	232	13.63%	-5.99%	-6.59%	0.60%	75	157	32.33%	指数继续下跌，定增市场优质标的减少，解禁收益率下滑较大，但超越了指数。
2024-2024. 7. 16（上市公告日）	63	14.24%	-4.16%	7.17%	-11.33%	24	39	38.10%	9月24日之前，行情持续低迷，增发低迷，个股跌幅较大，导致增发收益率不高
近15年整体平均		12.98%	15.76%	3.26%	12.49%			53.06%	

数据来源：Wind 金元证券研究所

图表 3：2010-2024. 7. 6 期间定增市场折价率情况



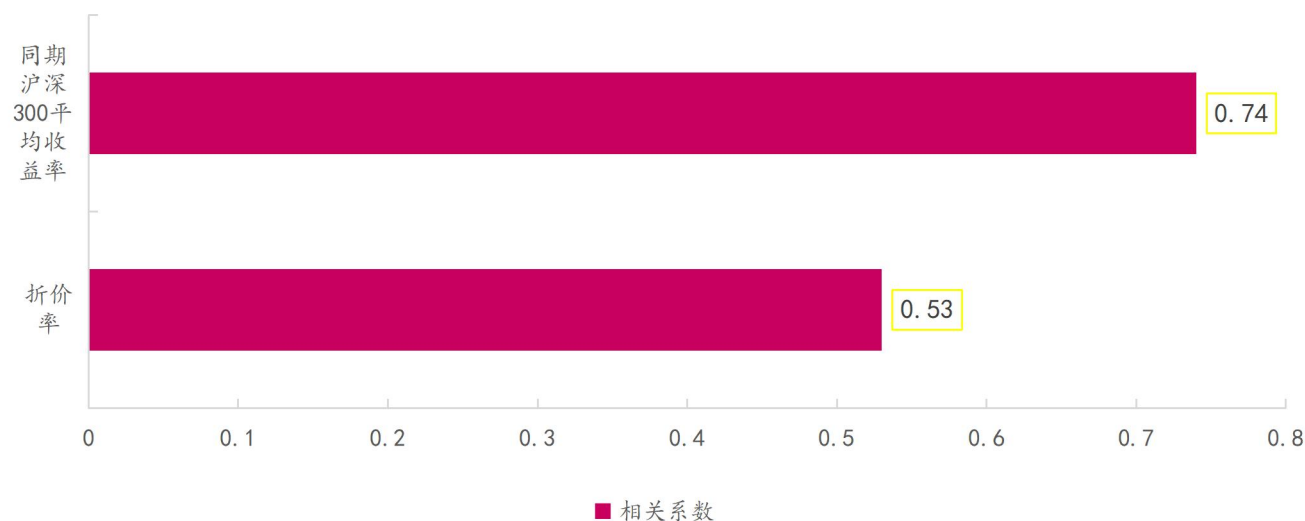
数据来源：Wind 金元证券研究所

5.2 定增解禁收益率与指数行情存在较大关系

1、定增解禁收益率与折价率的相关系数为 0.53、与沪深 300 指数的相关系数为 0.74。由上，可验证定增收益率较高的年份发生在证监会定增制度放松折价率较高、行情较好的时期，如 2013/2014/2019 年。而定增收益率较差的年份是证监会定增制度趋严折价率偏低、行情不好的时期，如 2017/2018 年。

2、2024-2024.7.16 期间来看，折价率相对较高，沪深 300 指数表现较好，但定增解禁收益率较差。这个可能与这段时间市场风格发生变化有关，市场风格极致偏向大盘蓝筹、高股息低、估值的上市公司，导致市场绝大多数上市公司股价承压，而这些上市公司很少进行竞价定增融资。因此者期间的定增解禁收益率相对较差。

图表 4：每年定增解禁后平均收益率与折价率、指数的关联性



数据来源：Wind 金元证券研究所

六、当前适合参与定增市场

综上，通过对近 15 年定增市场的深入研究，我们可以清晰地看到，解禁后的平均收益率超过 10%，并显著超越同期的沪深 300 指数。从理论层面剖析，倘若投资者能够全程深度参与定增市场，可以获取不错的收益率。

在定增市场中，锁定期限的存在使得定增具有一定的折价率。政策放松时期折价率较高，政策收紧时期折价率较低。具有一定的反向性，可能与市场行情相关，当市场处于低迷时，增发无人问津，折价率高，为活跃市场政策放松。当市场处于过热时，增发需求多，折价率低，为给市场降温，政策收紧。

定增股份有锁定期，期间无法出售，若市场流动性差，解禁后可能难以及时变现。

政府政策或监管要求的变动可能影响定增的审批和实施。

宏观经济波动可能影响公司业绩和股价表现。

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；。

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。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个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元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。

金元证券的销售人员、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。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的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或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经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、发表或引用。