

新旧动能转换，资本市场如何做好“科技金融”大文章？

报告要点

百年未有之大变局，全球经济复苏乏力、逆全球化进程推进、地缘政治冲突不断，世界正在经历新的动荡变革期。新一轮科技革命和产业革命不仅为经济增长注入新动能，也在重塑全球秩序和发展格局，科技创新能力成为大国博弈的主要变量。实现高水平科技自立自强不仅是应对外部风险、落实国家安全战略的必然要求，也是实现经济高质量发展的必由之路。

高质量发展阶段，新旧动能转换需要强大的资本市场赋能。“新质生产力”概念的提出为增强经济发展新动能提供了重要指引。资本市场作为金融资源配置的枢纽，在风险共担和利益共享方面具备独特优势，以新质生产力推动经济转型升级，需要规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场赋能。

经济增长模式由“债务驱动型”向“创新驱动型”转换，金融体系也应该由“间接融资”走向“直接融资”。高质量发展阶段，金融行业更注重“功能性”的发挥和淡化“规模情结”，面临盈利性下行和盈利模式转换的双重压力。伴随着供给侧改革的深化、强监管周期开启，金融行业的盈利模式也将发生根本性改变。

资本市场是现代金融体系的核心和基石，强大的资本市场是现代经济的标配，也是打造“金融强国”的关键要素。

从融资端看，我国多层次资本市场各板块之间层次分明、定位清晰、功能互补，北交所的设立不仅补上完善多层次资本市场的重要拼图，也是“科技金融”及“普惠金融”大文章赋能专精特新中小企业浓墨重彩的一页。资本市场“四板一新三板一北交所—沪深交易所”梯度培育体系持续完善，覆盖科技企业全生命周期的融资需求。完善多层次资本市场需要从畅通全市场转板机制、增强制度包容性、健全多层次资本市场等方面发力。

从投资端看，深化“投融资端综合改革”，打造有活力、有韧性、融资和财富管理功能并重的资本市场。居民资产配置失衡、资金供给结构有待优化，资本市场资金端结构性问题制约与科技创新适配的科技金融体制的形成。本轮投资端改革持续周期长、范围大、影响力深刻，将重塑资本市场生态，推动“始于科技、成于资本”的科技金融体制的形成，国有资本在促进创新资本形成过程中将发挥重要作用。

从供给侧看，作为中长期资金的重要组成部分，银行、保险在提供科技金融产品的同时，将充分发挥“耐心资本”的作用。作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”，券商将以“投资+投行+投研+财富管理”联动模式打造一流“产业投行”，满足客户全方位、全生命周期的投融资综合金融服务。公募基金构建股债协同、主被动均衡发展的科技金融产品矩阵，以科技金融赋能高质量发展。

从需求侧看，PE/VC、IPO、并购重组、债券等金融产品及服务将覆盖企业全生命周期，助力与科技创新适配的金融服务体系的形成。

风险提示：1、全球经贸不确定性抬升风险。2、中美关系再起波折风险。3、国内经济复苏不及预期风险。4、国内资本市场改革力度不及预期风险。5、长债利率中枢持续下行风险。6、金融监管政策趋严风险。

非银金融

评级：看好

日期：2025.12.17

分析师 徐丰羽

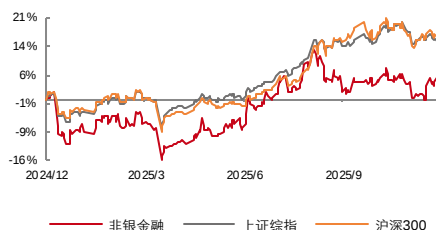
登记编码：S0950524020001

☎：15026638387

✉：xufy@wkzq.com.cn

行业表现

2025/12/16



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《从四中全会公报看资本市场改革动向》 (2025/10/28)
- 《2025Q2 保险业资金运用情况点评：负债驱动，股票及债券投资占比创新高》 (2025/8/20)
- 《2025Q1 企业年金数据：首次公布“近三年累计收益率”，健全长周期考核制度破局》 (2025/6/30)
- 《2025 年陆家嘴论坛解读：更开放，更包容》 (2025/6/23)
- 《拥抱科技—上市券商 2025 年一季报梳理分析》 (2025/6/3)
- 《以金融高质量发展应对外部不确定性》 (2025/5/7)
- 《险企权益投资空间进一步打开》 (2025/4/10)
- 《2025 年政府工作报告透露出哪些资本市场高质量发展信号？》 (2025/3/5)
- 《险企配置黄金渠道打开，投资端资产配置结构迎来优化》 (2025/2/10)
- 《公募基金被动投资迎来发展机遇期》 (2025/2/6)

内容目录

1.	经济和金融的底层逻辑正在发生转变	4
1.1.	百年未有之大变局：外部不确定性提升	4
1.2.	从土地财政到新质生产力：经济底层逻辑正在重置	5
1.3.	从间接融资到直接融资：大金融的结构和盈利模式正发生转变	6
2.	“科技金融”大文章是经济和金融高质量发展的关键环节	9
2.1.	科技创新型企业的特点	9
2.2.	“科技金融”的涵义	11
2.3.	从“地产—基建—金融”到“科技—产业—金融”	11
3.	资本市场如何做好“科技金融”大文章？	12
3.1.	资本市场：	12
3.1.1.	融资端：完善多层次资本市场，构建与科技创新适配的金融服务体系	13
3.1.2.	投资端：完善“长钱长投”制度生态，大力培育“耐心资本”	22
3.1.3.	交易端：提振市场信心和活跃度	26
3.2.	供给侧：金融机构视角看“科技金融”	27
3.2.1.	银行	27
3.2.2.	保险	28
3.2.3.	证券	28
3.2.4.	公募基金	29
3.3.	需求侧：企业全生命周期视角看“科技金融”	29
3.3.1.	PE/VC	30
3.3.2.	IPO	30
3.3.3.	并购重组	31
3.3.4.	债券	32
	风险提示	36

图表目录

图表 1：近年来，全球化进程基本停滞	4
图表 2：全球主要经济体实际 GDP 延续低增长趋势（单位：%）	4
图表 3：土地出让收入及土地出让收入占一般公共预算比值（2012-2024）	5
图表 4：我国房地产业发展情况	5
图表 5：2010 年后，我国经济增速由高速增长转向中高速增长	6
图表 6：2012 年起，第三产业增加值占比首次超过第二产业	6
图表 7：新质生产力的内涵特征和发展重点	6
图表 8：战略性新兴产业和未来产业分类	6
图表 9：我国金融业增加值/GDP 数值处于全球较高水平	8
图表 10：M2/GDP 持续上升	8
图表 11：我国主要金融机构总资产规模对比（单位：亿元）	8
图表 12：商业银行和证券公司净利润对比（单位：亿元）	8
图表 13：资管新规后，单一资金信托规模持续压降	9
图表 14：资管新规后，券商单一资管计划规模迅速压降	9

图表 15: 2020-2024 年 A 股上市公司研发支出 (单位: 亿元)	10
图表 16: 2020-2024 年, 五个行业研发支出金额 (单位: 亿元)	10
图表 17: 我国多层次资本市场体系.....	13
图表 18: 美国多层次资本市场体系.....	13
图表 19: 多层次资本市场转板机制 (北交所落地前)	14
图表 20: 当前多层次资本市场转板机制 (北交所落地后)	15
图表 21: 北交所落地后, 三板成指收盘价和 PB (LF) 明显修复	16
图表 22: 北交所落地后, 新三板募资金额显著提升 (单位: 亿元)	16
图表 23: 新三板历年转板数量及上市交易所分布情况 (单位: 家)	16
图表 24: 首批精选层挂牌股票日均成交额和换手率均值变化情况	16
图表 25: 转板北交所后, 贝特瑞总市值和盈利能力大幅提升	16
图表 26: 转板北交所后, 贝特瑞流动性大幅跃升.....	16
图表 27: 2024 年各上市板块基本情况 (单位: 亿元)	17
图表 28: 各上市板块 PE (TTM, 剔除负值) 变化情况	18
图表 29: 各上市板块日均成交额 (亿元)	18
图表 30: 各上市板块 IPO 融资规模 (2015-2024)	18
图表 31: 各上市板块再融资规模 (2015-2024)	18
图表 32: 各板块上市公司研发支出总额占营业收入比例 (%)	18
图表 33: 各板块上市公司净资产收益率 (%)	18
图表 34: 完善多层次资本市场转板机制构思.....	20
图表 35: 各板块上市标准对比 (市值+财务指标)	21
图表 36: 我国城镇居民家庭资产以房地产为主.....	23
图表 37: 疫后居民储蓄倾向进一步抬升.....	23
图表 38: 2022 年以来有关中长期资金入市的政策以及会议相关内容.....	24
图表 39: 国有资本投资公司、国有资本运营公司名单.....	26
图表 40: 国有资本投资公司、国有资本运营公司定位.....	26
图表 41: 2023 年以来, 交易监管相关政策.....	26
图表 42: 覆盖企业全生命周期融资方式.....	30
图表 43: 各上市板块 IPO 募资规模 (亿元)	31
图表 44: 2025 年前三季度中国股权投资市场退出方式分布.....	31
图表 45: 2021-2025 年科创债发行分布 (单位: 亿元)	33
图表 46: 2021-2025 年科创债发行人企业性质分布 (单位: 亿元)	33
图表 47: 2011-2025 年可转债发行规模 (单位: 亿元)	34
图表 48: 2011-2025 年可转债存量余额 (单位: 亿元)	34
图表 49: 2026-2031 年可转债到期规模 (单位: 亿元)	34
图表 50: 中证转债指数走势.....	34
图表 51: 2020-2025Q3 年公募基金可转债持仓规模 (单位: 亿元)	35
图表 52: 当前市场上两只可转债 ETF 上市基金规模 (单位: 亿元)	35
图表 53: 2011—2025 年可转债发行行业规模分布.....	35

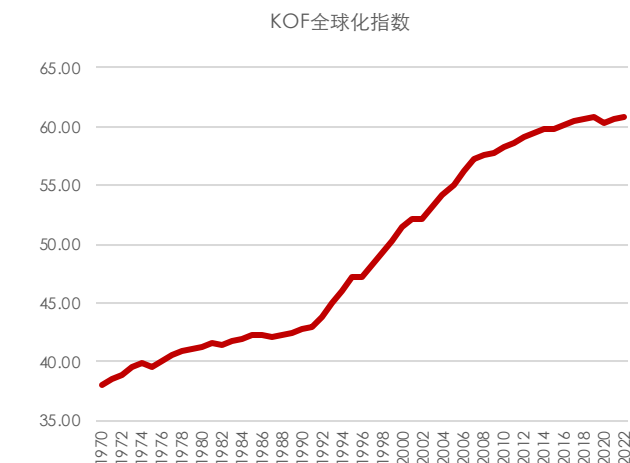
1. 经济和金融的底层逻辑正在发生转变

1.1. 百年未有之大变局：外部不确定性提升

全球经济复苏乏力、逆全球化进程推进、地缘政治冲突不断，世界正在经历新的动荡变革期。

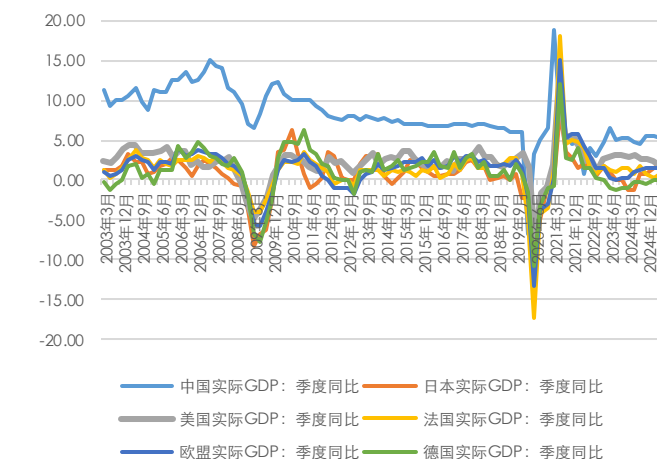
近十几年来，全球出现了二战之后持续最久的去全球化趋势，由此伴随着如贸易摩擦、俄乌冲突等各国之间冲突的加剧，逆全球化进程持续推进。2025 年以来，特朗普政府“对等关税”政策力度远超市场预期，美国关税水平攀升至百年以来高位，当前部分经济体已实施反制措施。本轮关税博弈不仅对贸易依存度较高的经济体产生直接冲击，更会导致全球产业链加速“脱钩”与“再平衡”，由此可能引发企业投融资活动放缓、消费者收缩支出、全球经济增速进一步放缓。与此同时，不确定性抬升了全球经济衰退预期，金融市场资产价格波动加剧，投资者避险情绪提升。我们认为，各国之间的冲突加剧是从经济基础到政治格局演变的必然结果，大国之间博弈加剧的国际格局将会维持较长一段时间，世界正在经历新的动荡变革期；这也将成为扰动全球经济金融发展的最大不确定性因素，国际货币基金组织（IMF）总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃表示，“全球贸易体系正在经历重启，金融市场波动上升，贸易政策不确定性‘爆表’，世界经济正面临显著挑战，全球增长预期将被下调”。

图表 1：近年来，全球化进程基本停滞



资料来源：KOF Swiss Economic Institute，五矿证券研究所

图表 2：全球主要经济体实际 GDP 延续低增长趋势（单位：%）



资料来源：CEIC，五矿证券研究所

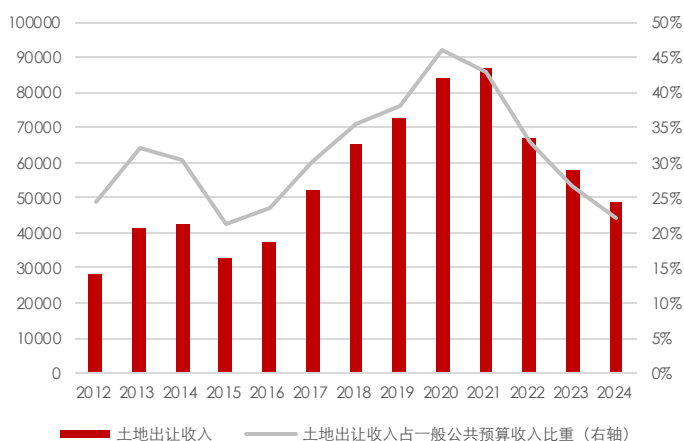
百年未有之大变局加速演绎，科技创新成为国际竞争和大国博弈的主要战场。科学技术是第一生产力。百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业革命不仅为经济增长注入新动能，也在重塑全球秩序和发展格局，科技创新能力成为大国博弈的主要变量。自党的十八大提出“实施创新驱动发展战略”“科技创新必须摆在国家发展全局的核心位置”，我国科技事业接连取得历史性成就，在量子科技、生命科学、物质科学等领域取得一批重大原创成果，为服务中国式现代化奠定了基础。党的二十大报告将“经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升”列入到二〇三五年的发展总目标，科技在国家发展战略中占有极为重要的位置。党的二十届三中全会指出，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展，这指明了未来科技创新发展的重点方向。另一方面，大国博弈及冲突加剧的背景下，我国在一些关键产业被卡脖子的风险不断增加。以芯片产业为例，我国在光掩膜、光刻胶、前驱体、封装基板、塑封料等领域持续被限制，提升国产化率、实现核心技术自主可控是亟需解决的问题。由此可见，实现高水平科技自立自强不仅是应对外部风险、落实国家安全战略的必然要求，也是实现经济高质量发展的必由之路。

1.2. 从土地财政到新质生产力：经济底层逻辑正在重置

经济转向高质量发展阶段、房地产步入下行周期，“土地财政”动能逐渐减弱，局限性凸显。

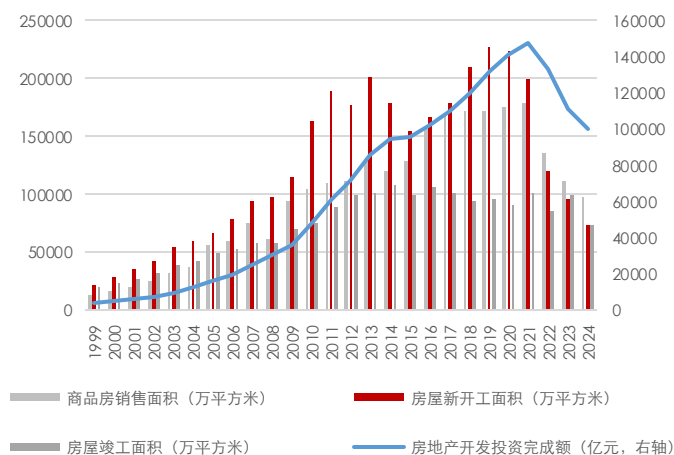
1990 年以来，伴随着城镇化和工业化的持续推进，房地产行业的蓬勃发展、分税制及住房制度改革、金融创新等因素共同推动了地方政府“土地财政”的繁荣，也为我国经济的腾飞注入源源不断的动能。2012 年，我国土地出让收入为 28517 亿元，2021 年年末高达 87051 亿元，同比增加 205.26%。2021 年，房地产“三条红线”和银行业“两条红线”落地，叠加新冠疫情冲击和国内经济走弱影响，本轮房地产行业正式步入下行周期，房地产开发投资完成额、商品房销售面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积逐年回落，土地出让收入逐渐下行，土地出让收入占一般公共预算比值由 2020 年的 46.01% 下降至 2024 年的 22.17%。一方面，我国已步入人口老龄化社会，城镇化进程加速步入尾声，地产行业长周期拐点已现，“土地财政”动能逐渐减弱；另一方面，在财政政策、金融创新等因素的助推下，地方政府融资平台依赖土地资源迅速发展，同时也积聚了大量风险，“土地财政”发展模式的局限性凸显。当前我国经济已步入高质量发展阶段，发展新质生产力是内在要求。

图表 3：土地出让收入及土地出让收入占一般公共预算比值（2012-2024）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：我国房地产业发展情况



资料来源：Wind，五矿证券研究所

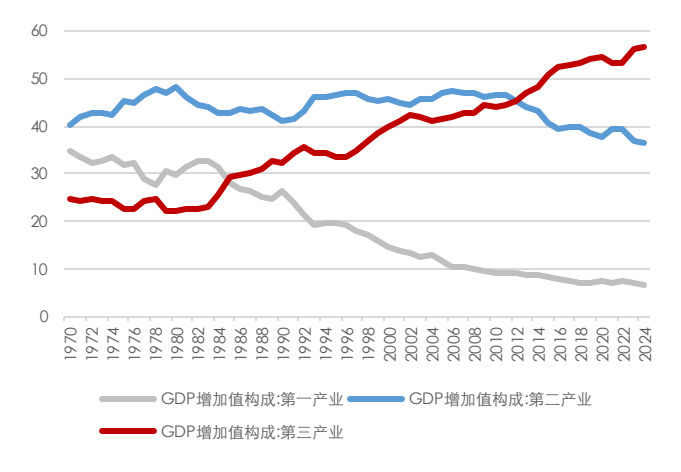
新旧动能转换、产业结构转型升级，发展新质生产力是高质量发展的内在要求。2010 年起，我国经济增长中枢开始逐渐下移，由高速增长向中高速增长切换。经济增速放缓，代表着依靠大量资本投入驱动的粗放型发展模式难以为继，同时造成了投资回报率下降、产能过剩、金融风险堆积等问题。我国经济要实现高质量发展，增长模式要从“债务驱动型”向“创新驱动型”转变。自 2012 年起，我国产业结构已经发生了标志性的转变，第三产业增加值占 GDP 增加值首次超过第二产业，成为国民经济第一大支柱产业，产业结构由“二三一”向“三二一”演变；2015 年，第三产业比重首次超过 50%。新一轮科技和产业技术革命已至，为了更好的应对海内外宏观环境的冲击、积极推进创新驱动发展战略，“新质生产力”概念的提出为增强经济发展新动能提供了重要指引。

图表 5：2010 年后，我国经济增速由高速增长转向中高速增长



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 6：2012 年起，第三产业增加值占比首次超过第二产业



资料来源：IFind，五矿证券研究所

以科技创新为核心要素，新质生产力需要强大的资本市场赋能。2024 年 1 月，习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习时对新质生产力的定义、本质特征做出了系统性的阐述。新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的先进生产力质态。与传统生产力形成鲜明对比，新质生产力以科技创新为主要要素，其中创新起主导作用，是摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径的先进生产力。生产关系要与生产力相匹配，科技创新型企业具有研发周期长、不确定性高、资金需求量大等特点，过往间接融资为主的金融体系无法满足科技创新型企业的融资需求。资本市场作为金融资源配置的枢纽，在风险共担和利益共享方面具备独特优势，与科技创新天然适配，在拓宽实体经济投融资渠道、促进创新资本形成、激发微观主体创新创业活力、助力新旧动能转换等方面将发挥至关重要的作用。因此，以新质生产力推动经济转型升级，需要规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场赋能。

图表 7：新质生产力的内涵特征和发展重点



资料来源：人民日报，五矿证券研究所整理

图表 8：战略性新兴产业和未来产业分类



资料来源：国家统计局，工信部，五矿证券研究所

1.3. 从间接融资到直接融资：大金融的结构和盈利模式正发生转变

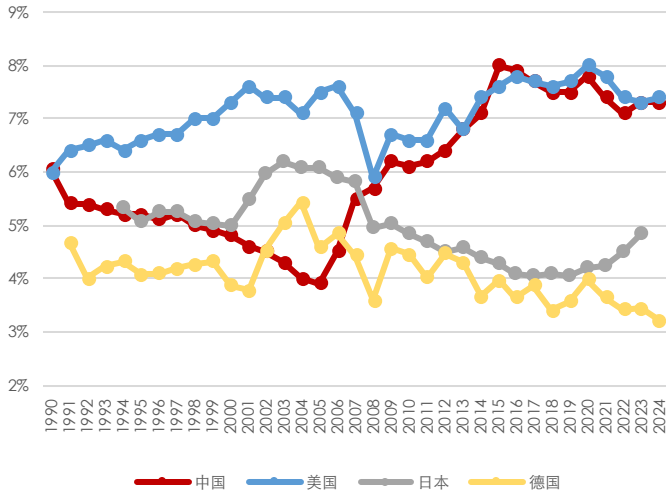
高质量发展阶段，经济增长模式由“债务驱动型”向“创新驱动型”转换，金融体系也应该由“间接融资”走向“直接融资”。2000 年后，伴随着资本的积累和劳动力成本的提升，我

国产业结构开始由劳动密集型向资本密集型转变，与此同时，在加入 WTO 和房地产制度改革两大因素作用下，以钢铁、机械等重工业为代表的资本密集型行业在产业中占主导地位。过往二十余年，房地产、基建作为传统经济增长的引擎，带动中国经济腾飞，“债务驱动型”是这一时期经济增长的主要特征。由于传统工业及房地产行业相关企业具备重资产、抵押物充足、现金流稳定等特点，更容易从银行取得融资，数年来，以银行信贷、非标为代表的间接融资方式一直在我国金融体系中占据主导地位。传统经济动能逐渐减弱，发展新质生产力是经济高质量发展的内在要求，科技创新作为新质生产力的核心要素，在我国现代化建设全局中位于核心位置，经济增长模式必然要从“债务驱动型”向“创新驱动型”转变。区别于工业企业，人才、知识等轻资产是创新型企业的核心资产，难以在金融市场定价并从银行系统取得融资；而初创期的创新企业通常需要大量、持续的现金流投入才能支持项目的正常运转，以间接融资为主的金融体系无法为创新型企业提供覆盖企业全生命周期、多元化的资金支持。伴随着资本市场改革持续深化，我国金融体系“间接融资”与“直接融资”不平衡的格局也将被改变。

经济增速换挡，地产金融动能减弱，金融业结构将发生根本性变化。我国经济步入增速换挡、新旧动能转换的关键时期，传统粗放发展模式无法适应当下复杂的海内外环境的需求，亟需发展新质生产力主导的创新驱动型经济，大力发展直接融资市场是破题之义，我国金融市场直接融资占比将提升。房地产作为准金融资产，在银行资产中占比一直较高，伴随着房地产长周期拐点出现，中国经济增长模式将发生根本改变，银行机构资产规模增速将放缓，非银机构迎来发展机遇期。近年来我国金融业增加值/GDP 比重呈下降趋势，与地产金融模式动能减弱、资管行业去杠杆密切相关。新经济增长模式下，金融业不仅将由“规模竞争”走向“质量竞争”，结构也将发生根本性变化。

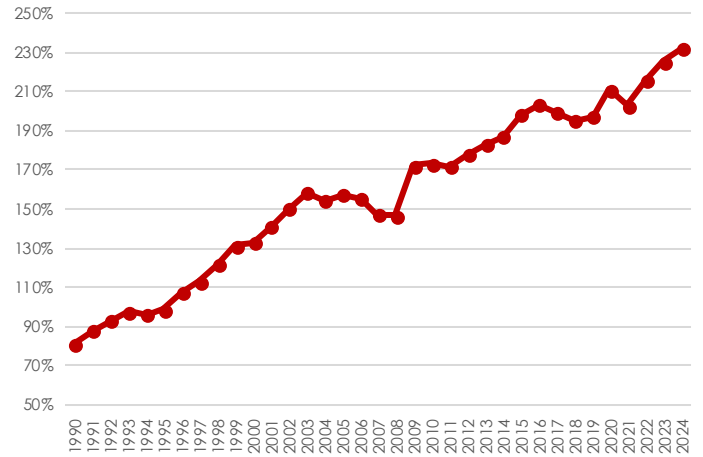
我国金融业增加值/GDP 比重过高，对规模依赖程度高，监管套利、资金空转、“脱实向虚”现象较为严重。自 2005 年起，我国金融业增加值/GDP 比重经历了快速上升的阶段，2023 年，我国金融业增加值占 GDP 比重（7.30%）远高于日本（4.85%）和德国（3.44%）两个制造业大国，这一比值过高则意味着经济脱实向虚，国民收入和财富分配向金融业倾斜。根据央行《我国金融业增加值规模较大的原因和效果》的研究，我国金融业增加值/GDP 在国际上处于偏高水平的原因有三点：（1）储蓄率高，金融机构将储蓄转化为投资的规模大；（2）直接融资不发达，金融机构在融资中承担的风险多；（3）考虑到系统性风险的潜在影响，我国金融业增加值存在高估的成分。“地产—金融—基建”模式下，伴随着经济的快速增长，我国银行业总资产规模飞速扩张，自 2005 年年末 37.47 万亿上升至 2019 年 290.00 万亿，同比增长 673.96%，同期名义 GDP 增长 429.66%。金融业蓬勃发展受益于经济的高速增长，也是政策红利和金融创新共同作用的结果。2012 年起，政策红利下各资管子行业藩篱被打破，金融创新围绕房地产和城投公司融资展开。数年间，银信合作崛起、非标资产持续扩张，资金池模式下的银行理财和信托规模激增，同时也造成了风险积聚、资金空转、“脱虚向实”等金融乱象。这不仅导致金融系统杠杆率的上升和影子银行的非理性扩张，金融产品的层层嵌套还会导致风险在银行、证券、信托、保险等子行业的传染，最终抬升金融市场的系统性风险。我国金融业的扩张不仅过度依赖规模，且大量资金在金融体系内空转，“脱实向虚”现象严重，存在金融资源配置效率和服务实体经济质效不高、中小型企业长期面临融资难等问题。

图表 9：我国金融业增加值/GDP 数值处于全球较高水平



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 10：M2/GDP 持续上升

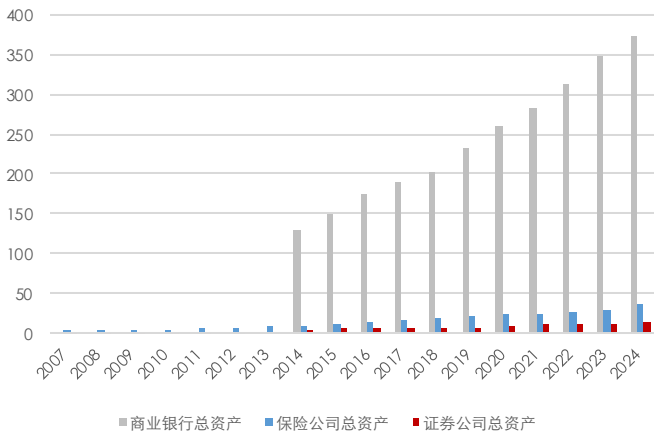


资料来源：Wind，五矿证券研究所

强监管周期开启，金融行业更注重“功能性”的发挥和淡化“规模情结”，面临盈利性下行和盈利模式转换的双重压力：

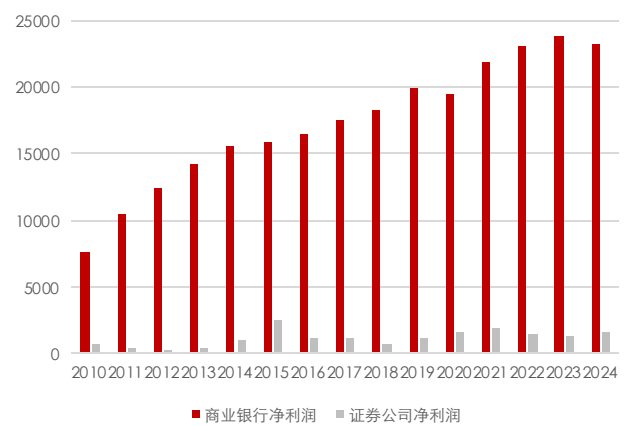
“债务驱动型”经济增长模式下，无论从资产规模还是盈利能力上看，商业银行在我国金融体系中都占据优势的地位。伴随着地产行业步入下行周期，传统经济动能减弱，经济增长中枢逐渐下移；逆全球化进程加速、特朗普 2.0 贸易政策割裂产业链、对国内产品出口产生冲击，制约经济增长动能。近年来，新冠疫情下非金融企业及居民资产负债表缩表，社会有效需求不足，为降低实体经济融资成本，央行多次下调 LPR 利率，商业银行净息差持续收窄；另一方面，高企的城投债务压力下信用风险持续演绎，资产质量恶化压力增加，进一步削弱商业银行盈利能力，金融行业整体盈利性步入下行周期。从政策导向看，监管层多次表示校正金融机构定位，盈利性要服务功能性发挥，将“功能性”放在首位。这代表金融行业应回归服务实体经济本源，以做好金融“五篇大文章”为导向，淡化“规模情结”，金融业面临盈利性下行和盈利模式转换的双重压力。

图表 11：我国主要金融机构总资产规模对比（单位：亿元）



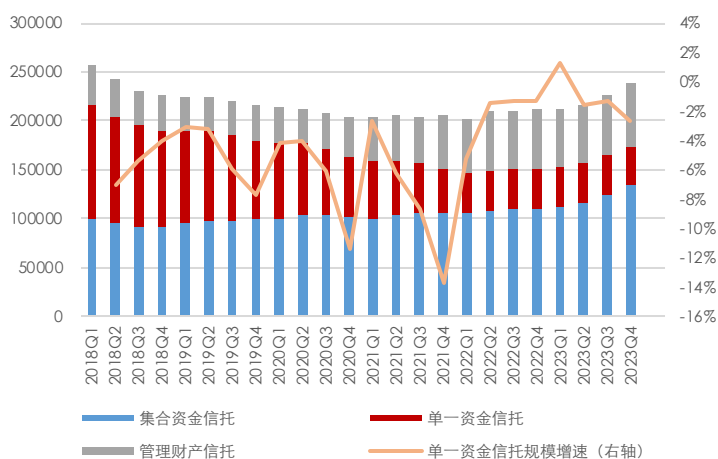
资料来源：国家金融监督管理总局，证券业协会，Wind，五矿证券研究所

图表 12：商业银行和证券公司净利润对比（单位：亿元）



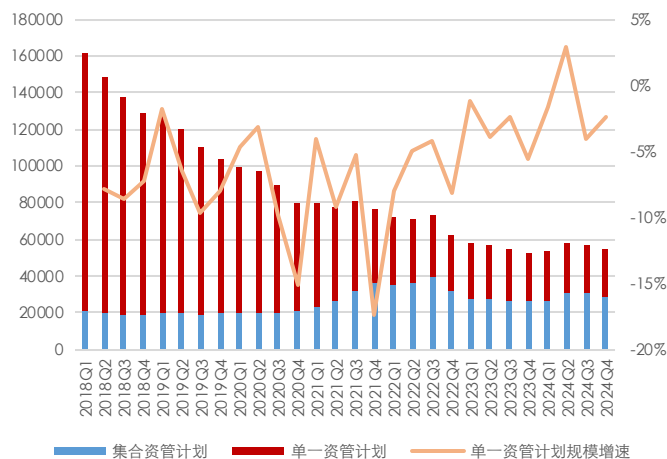
资料来源：国家金融监督管理总局，证券业协会，Wind，五矿证券研究所

图表 13：资管新规后，单一资金信托规模持续压降



资料来源：信托业协会，五矿证券研究所

图表 14：资管新规后，券商单一资管计划规模迅速压降



资料来源：基金业协会，五矿证券研究所

伴随着供给侧改革的深化、强监管周期开启，金融行业的盈利模式也将发生根本性改变。2008 年金融危机后，为迅速提振经济，全球主要经济体均实施了宽松的货币政策；我国政府适时推出“四万亿”财政政策以及宽松的货币政策，对经济的刺激效果立竿见影。2012 年，政策红利激活新一轮金融创新周期，大资管行业迎来蓬勃发展，同时也造成了影子银行的非理性繁荣、金融风险积聚等问题。无论是通过货币超发、信用扩张或是政策红利支持经济增长，最终会导致金融业“大而不强”、“规模导向”、支持实体经济质效不高等问题。2019 年，习近平总书记首次提出“深化金融供给侧结构性改革”，强调应该从供给侧角度出发，以金融服务实体经济质效为导向进行改革。一方面，2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下文简称《资管新规》）落地，资管行业开启“破刚兑、去通道、降杠杆”的跨行业统一监管的真资管时代，资管子行业盈利模式已发生深刻的转变；另一方面，2019 年以来，资本市场融资端、交易端、投资端改革相继步入深水区，大力发展直接融资将提升资源配置的结构和效率，金融行业将以做好“五篇大文章”为衡量标准，而并非简单的“规模至上”。2024 年，以新“国九条”下资本市场高质量发展新篇章为起点，新一轮强监管周期开启。当前政策落地节奏和力度都强于以往，旨在落实监管“长牙带刺”、有棱有角，金融行业在盈利模式发生深刻转变的过程中，同时面临着审慎创新、监管成本提升等压力。

2. “科技金融”大文章是经济和金融高质量发展的关键环节

2.1. 科技创新型企业的特点

科技创新型企业是指以科技人员为核心，专注于科学研究及高新技术产品的研发、生产和销售，通过取得自主知识产权并开展持续创新活动、为经济注入创新活力的知识密集型经济实体。党的二十大对实施创新驱动发展战略做出了重要部署；2023 年，“新质生产力”概念的提出进一步强调了科技创新在我国现代化建设全局中的重要位置。作为我国科技创新驱动发展的生力军，科技创新型企业在实现高水平科技自立自强、发展新质生产力、助推经济高质量发展发挥重要作用。科技创新型企业有以下六个特点：

（一）创新能力强，“轻资产”属性明显

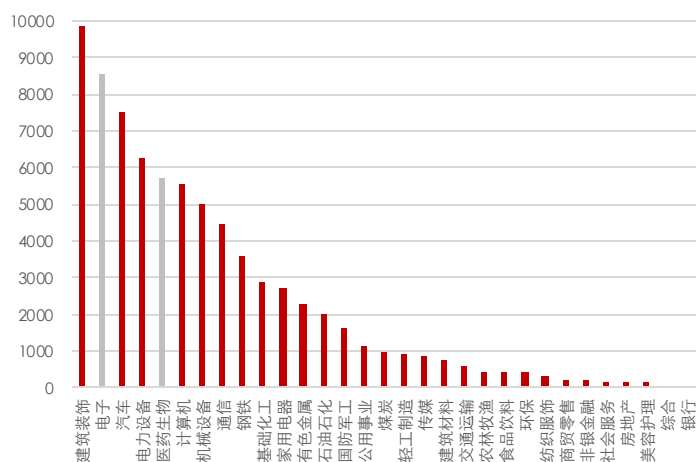
相较于传统工业企业，科技创新型企业对人才依赖程度高，“轻资产”属性显著。作为企业核

心竞争力的主要来源，科技创新型企业高度依赖人才，并且对人才的能力和知识结构有特殊要求，单位人力成本远高于其他企业，非资本性支出相对较高；另一方面，科技创新型企业通常以知识产权等无形资产为核心资产，技术价值难衡量，且难以通过抵押等方式从银行取得贷款，“融资难”始终是困扰科创型企业发展的关键难题。

（二）研发投入大

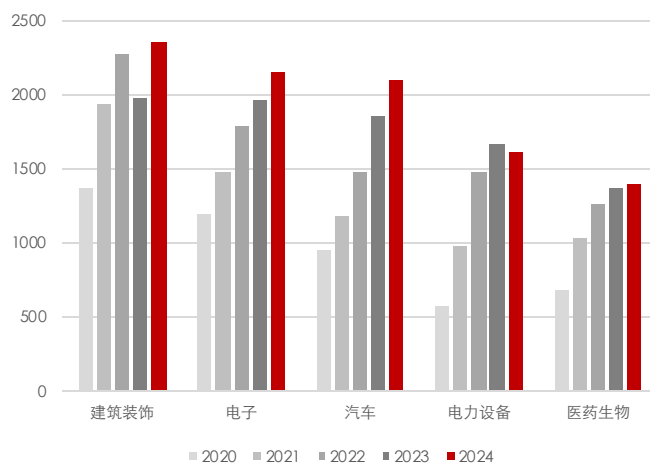
科技创新型企业以创新能力为核心竞争力，科学技术迭代日新月异，科创企业在设计、研发、销售的每个环节都必须持续不断进行大量资金投入。此外，人才密集型特点决定了科技创新型企业在技术研发的过程中需要高薪聘请人才，多数为该领域具有一定影响力的专家或技术骨干，且需要持续投入资金进行人员结构和素质的升级，因此在公司管理过程中会产生大量的研发费用。2020-2024 年，科技创新型企业相对密集的电子、医药生物产业中，上市公司研发支出高达 8570.18 亿元和 5729.66 亿元，且近年来呈现出逐年上升的趋势。

图表 15：2020-2024 年 A 股上市公司研发支出（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 16：2020-2024 年，五个行业研发支出金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

（三）盈利周期长

科技创新型企业通常需要投入大量资源和时间研发新技术、攻坚新难题，伴随着企业的发展壮大，同时面临新产品线的开拓和产能扩张的需求，加上研发和市场不确定性高、融资难度大，企业盈利周期较长。2003 年特斯拉成立，2008 年推出第一款车 Roadster，2012 年第二款车 Model S 才进入大众视野，期间公司持续处于长期亏损状态。2019 年，伴随着电动车概念的普及市场份额的进一步提升，特斯拉才开始逐步实现盈利，直到 2020 年首次实现全年盈利。

（四）不确定性高，风险大

科学技术在研发过程中本身面临较大的不确定性，技术迭代导致竞品加速涌现，也对研发资金提出了更高的要求。监管环境及政策边际变化也会提升研发的不确定性。以创新药产业为例，创新药研发领域有“三个十”定律，即投入 10 年时间和花费 10 亿美金，最终也只能获得 10%的成功率。一个新药从研发到上市，依次经历药物探索、药物筛选、临床前开发、临床 I - III 试验、申报上市、规模化生产等阶段，药品研发过程中成功率通常较低，且每个阶段都面临严格的药证审批程序，最终药物上市的概率不到 10%。

（五） 成长性强，投资回报大

虽然科技创新型企业研发投入大、盈利周期长，一旦获得成功，就有可能获得丰厚的回报。创新药上市企业股价通常在药品成功上市后的商业化放量阶段迎来大幅上涨。2013 年 12 月，Sovaldi（治疗丙肝的药）正式获 FDA（美国食品药品监督管理局）批准上市，吉利德科学（GILD.O）的股价也于 2013 年开始快速爬坡。另一方面，由于创新药企业管线众多，药品接连上市赋予了药企较强的成长性。2000 年 10 月，恒瑞医药（600276.SH）上市时市值仅为 36.80 亿元，截至 2024 年年末市值达到 2927.96 亿元，投资回报丰厚。

（六） 股权结构相对复杂

由于“轻资产、重人才”的特点，且创始人相对于其他股东投入更多的资源和精力、承受了更大的风险，科技创新型企业更倾向采用特殊股权结构模式（如双层股权结构），从而更好保障创始人团队的话语权与控制权，较大程度上防止恶意收购等现象。当前 A 股市场尚未完全放开“同股不同权”，许多互联网、新能源、医药企业选择美国或中国香港资本市场上市融资。伴随境内资本市场及监管体制发展成熟，“同股不同权”等机制的全面落地有望吸引更多优质科创型企业登录或回归境内资本市场，从而充分激发微观主体创新动能。

2.2. “科技金融”的涵义

1993 年，“科技金融”一词诞生于深圳，伴随着科技信贷、科技证券等金融产品的发展，我国科技金融体系逐步形成。由于我国资本市场存在基础制度不完善、融资结构失衡、服务实体经济质效不高等问题，“融资难”一直是制约科创型企业发展的重要因素，科技金融体系发展较为滞后。2019 年，“金融供给侧结构性改革”背景下，本轮资本市场投融资改革逐步深化，进一步推动要素资源流向科技创新、绿色低碳等国家重点支持的领域。2023 年 10 月，中央金融工作会议首次提出，“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，为金融高质量发展指明了方向。“科技金融”大文章居于首位，不仅反映出科技创新在现代化产业体系建设中的重要作用，也体现出经济高质量发展需要金融体系的强有力支撑。

伴随着“新质生产力”概念的提出，“科技金融”被赋予了更加丰富的内涵。我们认为，科技金融指以促进科技创新为目的，通过国家政策和金融创新的引导作用，将金融产品、金融工具、金融政策与金融服务进行系统性安排，为不同生命周期的科创型企业提供定制化投融资服务，构建出科技创新产业链和金融资本产业链深度融合的相互依存、相互支撑的科技创新生态，从而助力科创型企业突破技术瓶颈、加速产业化进程，为国家经济高质量发展注入强劲动力，更加高效推动新质生产力发展。做好“科技金融”大文章，不仅包含促进金融机构进行科技金融产品的创新，更包括国家对宏观金融政策的设计，优化金融资源配置结构、提升金融资源配置效率；不仅包括金融资本的重组和优化，也包含政府资金及央企引入和运作；不仅包含一二级市场制度的持续完善，也包括一二级市场高效的联动；不仅针对新质生产力相关企业进行投融资支持，也包括对传统企业技术转型进行金融支持。

2.3. 从“地产—基建—金融”到“科技—产业—金融”

过往数十年，我国经济在全球化、城镇化进程推动下蓬勃发展，房地产等重资产行业成为拉动经济增长的主要引擎，以间接融资为主导的金融业依赖人口红利、货币超发、金融创新迅速扩张，同时滋生出宏观杠杆率高企、影子银行非理性繁荣、金融支持实体经济质效不高等问题。伴随着城镇化和人口红利逐渐达峰，传统经济动能减弱，“地产—基建—金融”经济模式逐渐无法适应高质量发展的需要。新一轮科技革命和产业变革兴起和持续演进，科技创新成为大国博弈的主战场，将深刻重塑全球秩序和发展格局。科技创新能够催生新产业、新模式、新动能，是大力发展新质生产力的核心要素。推动“科技—产业—金融”的耦合发展，

既是应对国际竞争形势变化的内在要求，也是落实创新驱动发展战略、推进新型工业化和现代化产业体系的迫切需要。我国经济发展模式将由要素和投资驱动迈向由产业和科技创新驱动的高质量发展之路，新循环“科技—产业—金融”将赋予经济增长新动能。

我国宏观经济持续承压，加上城镇化增速放缓、人口老龄化问题程度加深，地产行业步入下行周期，“土地财政”收入持续削减，财政收入压力逐渐加大，地方政府在还本付息压力下亟需开辟新的财政收入来源。相对于土地出让收入和税收收入，国有资本经营预算对财政收入贡献较低。新循环“科技—产业—金融”下，需要发挥国有资本引领作用，借助基金这一载体，撬动社会资本和民间资本参与投资高新技术产业、促进经济转型和产业升级，提高国有资产回报率，实现国有资产增值保值，用“股权财政”拓宽财政收入来源。发力股权财政，即在“管资本”导向下，推动国有资本基金化运作，将难以流动的国有资本向流动性强的价值形态转变，进而充实到实体经济中，尤其是科技创新、绿色低碳等战略新兴相关产业中。这样既可以做大做强当地产业、促进经济繁荣，又可以创造就业机会、扩大税收来源，形成“国有资本、财政资金投入——资产保值增值——产业做大做强——股权财政收入增加——国有资本、股权财政再投入”的正向循环。

3. 资本市场如何做好“科技金融”大文章？

资本是促进科技成果向现实生产力转化的重要推动力，资本和生产力相辅相成，共同推动经济发展和社会进步。纵观世界经济史，经济强国必然是金融强国，经济强国的崛起离不开金融革命的引领。英国之所以率先完成第一次工业革命，正是得益于金融革命的驱动：前期英格兰银行的创立、公债的发行及其他金融制度的变革已经为工业革命注入资本燃料和动力。英国经济学家约翰·希克斯（John Hicks）曾说，“工业革命不得不等候金融革命”。美国在第二次和第三次工业革命中得以实现对欧洲在经济、科技、工业等领域的赶超，离不开华尔街投资银行的壮大、多层次资本市场的发展，现代创业投资体系的建立更是为科技创新和社会生产力的发展提供了强劲动能。当前第四次工业革命高歌猛进，人工智能、大数据、区块链等新兴技术百花齐放，人工智能（AI）正以前所未有的速度进行“技术-经济-产业-社会”的重构，金融科技（FinTech）引领的金融业集成创新也将成为第四次工业革命的重要标志。由此可见，国与国之间的竞争归根到底是硬科技的竞争，而每一次科技革命的兴起，都离不开金融和科技的深度融合。从商业银行到投资银行，从间接融资到直接融资，在“金融脱媒”的过程中，资本市场对科技创新的支持程度不断加深。科技创新也是促进经济和资本市场发展的关键因素。美国纳斯达克市场培育了苹果、谷歌、微软等一系列科技巨头的兴起壮大，截至 2024 年年末，美股“七巨头”的总市值超过 17 万亿美元，不断抬升的估值也为美股十年长牛的奠定了基础。

3.1. 资本市场：

资本市场是现代金融体系的核心和基石，强大的资本市场是现代经济的标配，也是打造“金融强国”的关键要素。自上世纪 90 年代沪深交易所建立起，我国资本市场经历了 30 余年的发展与革新，在促进经济发展方面发挥了极其重要的作用。伴随着股债融资规模不断提高、社会融资结构逐步改善、金融产品种类日益多元化、对外开放政策渐次落地，我国资本市场不断实现历史性突破以及跨越式发展，已发展成为全球第二大资本市场，但融资结构失衡、投资端建设程度不足、监管制度不健全、服务实体经济质效不高等深层次问题和结构性矛盾逐渐暴露，无法匹配经济高质量发展时期的投融资需求。发展新质生产力是高质量发展的内在要求和重要着力点，资本市场与新质生产力创新活动更加匹配，在优化资源配置、收益共享、风险共担、促进价值发现等方面具备独特作用，是加快培育新质生产力的重要引擎。2018 年中央经济工作会议首次提出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，资本

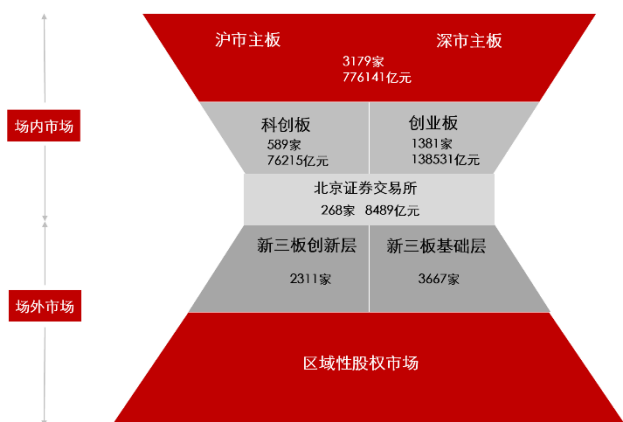
市场深化改革战略地位提升，将进一步促进科技创新在“科技—产业—金融”循环中的引擎作用，加快建设中国特色现代金融体系，服务中国式现代化和新型工业化建设。

3.1.1. 融资端：完善多层次资本市场，构建与科技创新适配的金融服务体系

金融高质量发展时期，资本市场改革逐步深化，“科技金融”作为“五篇大文章”之首，是大力发展新质生产力、实现高水平科技自立自强的应有之义，也是资本市场着墨最多的大文章。从融资端看，资本市场作为资金筹集和资源配置的枢纽，将在支持产业转型升级、引导资源要素流向更有发展潜力和创新能力的企业、实现“科技—产业—金融”良性循环过程中发挥重要作用。

我国多层次资本市场各板块之间层次分明、定位清晰、功能互补，金融对科技创新的覆盖面有效拓展，服务新质生产力能力显著提升。当前我国资本市场已经形成功能互补、错位发展、有机互通的立体格局，完善多层次资本市场一直是融资端改革的重心。聚集“大盘蓝筹”，主板市场起步于沪深交易所诞生之初，迄今为止汇聚了一批业务模式成熟、经营业绩稳定、具有行业代表性的优质企业，是国民经济的晴雨表。2004 年，深交所新设中小板，开启了资本市场赋能中小企业发展的篇章。2008 年，首家区域性股权交易市场天津股权交易所成立。2009 年，创业板正式开板，服务成长型创新创业企业的差异化定位为创新经济注入了新动能，也代表资本市场在科技金融领域的探索迈出实质性一步。为解决中小企业融资难问题，全国中小企业股份转让系统（新三板）于 2013 年正式运营，资本市场为服务中小企业和民营经济注入新活力。2017 年，区域性股权交易市场（四板市场）正式纳入多层次资本市场体系，作为众多中小企业登陆资本市场的第一站，四板市场将发挥“塔基”和“苗圃”的功能，为资本市场培育新动能。2019 年，定位“硬科技”的科创板落地，优先支持拥有关键核心技术、科技创新能力突出、具有较强成长性的企业。2021 年，脱胎于新三板精选层的北交所落地，旨在打造服务“专精特新”中小企业的主阵地。经历多年的探索，资本市场对于科技创新的支持力度明显提升。相比 10 年前，市值超千亿元的 A 股上市公司中，科技企业占比从 12% 提升至 27%，其中创业板上市公司中高新技术企业数占比约九成，近七成公司属于战略性新兴产业，科创板上市企业均属于战略性新兴产业和高新技术产业；北交所“专精特新”企业占比超过五成，资本市场服务新质生产力能力和“含科量”显著提升。同时，债券市场已经发展成为全球第二大债券市场。但相较成熟资本市场，金融资源对于科创型企业的支持作用仍发挥的不够充分。

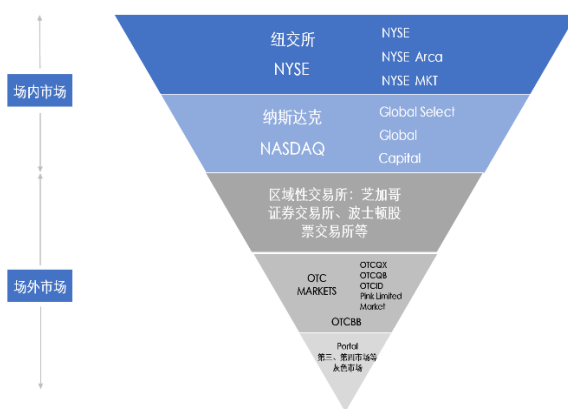
图表 17：我国多层次资本市场体系



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：统计时间截至 2025 年 6 月 30 日

图表 18：美国多层次资本市场体系

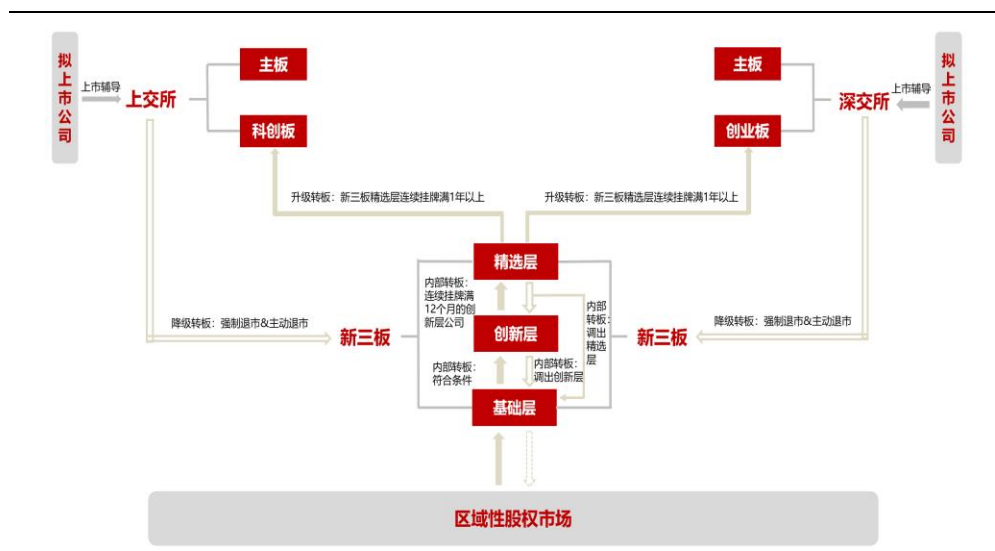


资料来源：五矿证券研究所整理

注：2025 年 7 月起，OTC ID 市场正式取代 OTC Pink 市场

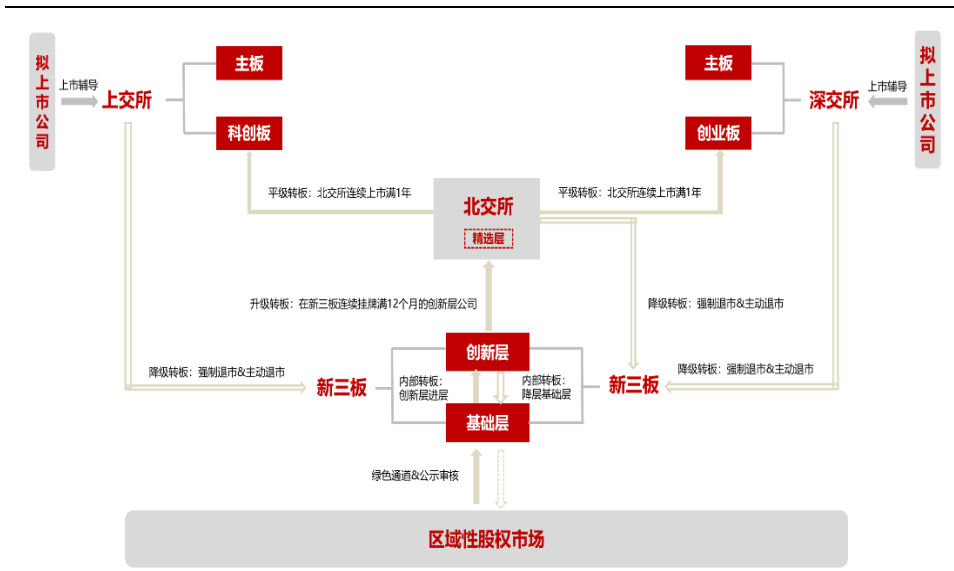
北交所的设立不仅补上完善多层次资本市场的重要拼图，也是“科技金融”及“普惠金融”大文章赋能专精特新中小企业浓墨重彩的一页。从数量上看，我国多层次资本市场整体呈现出“哑铃型”结构，主板和新三板的上市或挂牌公司数量远高于创业板、科创板、北交所之和；从市值看，主板上市公司总市值远高于科创板、创业板，整体呈现“倒金字塔”型结构，资本市场资源枢纽功能发挥不够完善，对于科创企业的支持力度仍有较大的提升空间。一方面，面对严苛的上市标准，中小型科创企业难以登陆资本市场获取支持；另一方面，多层次转板制度不够健全，畅通全市场转板机制是提升资本市场资源配置效率、激发基础板块动能、助力产业结构优化升级的需要。2021 年，北交所横空出世，与新三板一体运营、协同发展的创新机制，是“科技金融”赋能创新型中小企业发展的重要探索，同时标志着我国多层次资本市场转板制度进一步完善。由于新三板属于场外市场，挂牌公司仍属于非公众上市公司监管范畴，相较主板上市公司存在法律制度衔接、市场认可度、流动性、信息披露等方面的问题，虽然肩负服务“创新创业成长型中小微企业”的重任，新三板在开板数年间遭遇逆流，未能充分发挥资本市场对中小微企业的支持作用。2019 年起，新三板深化改革开启，在新设精选层、实施连续竞价交易、优化定向发行、引入公募基金等方面做出积极探索，为北交所设立奠定了基础。2021 年，在原新三板精选层基础上组建而来的北交所开市，不仅解决了新三板挂牌公司法律地位和市场地位问题，还逐步构建出新的以北交所为核心的多层次资本市场转板机制。

图表 19：多层次资本市场转板机制（北交所落地前）



资料来源：证监会，上交所，深交所，北交所，全国股转系统，五矿证券研究所

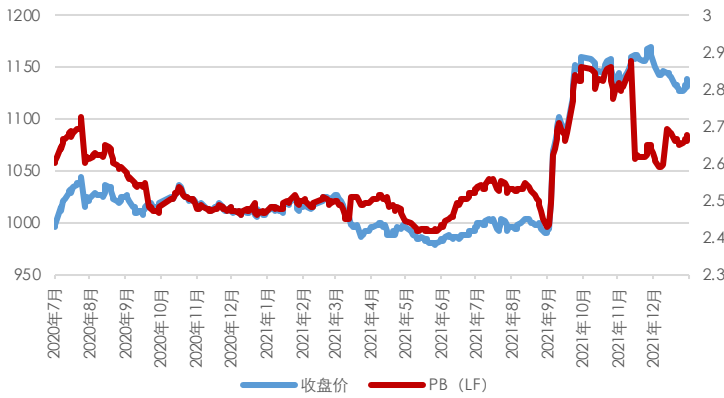
图表 20：当前多层次资本市场转板机制（北交所落地后）



资料来源：证监会，上交所，深交所，北交所，全国股转系统，五矿证券研究所

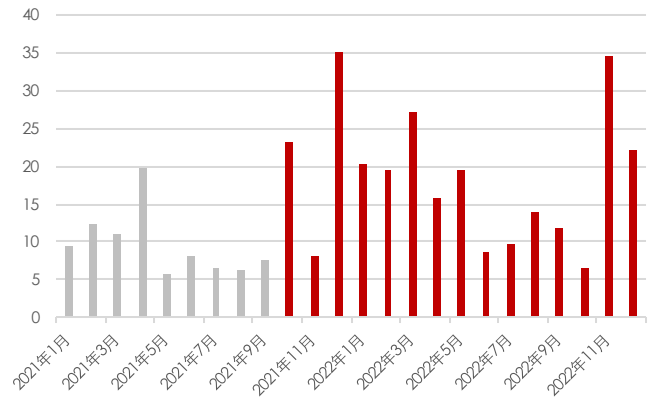
北交所与新三板协同构建出“层层递进”的市场结构，有效激发包含新三板在内的场外市场的活力，推动市场“投早、投小、投长期”生态形成。以新三板精选层为基础组建的北交所落地后，我国资本市场已建立起新三板至北交所升级转板、沪深交易所和北交所至新三板的降级转板、北交所至创业板/科创板的平级转板、新三板基础层和创新层之间的内部转板制度。由于在投资门槛、竞价机制、信息披露等方面已做出优化，精选层流动性较新三板整体明显增强，北交所的落地再度带动新三板估值、流动性、融资能力的修复。以首批挂牌新三板精选层的公司为例，29 家企业日均成交额均值从挂牌前的 1.11 亿元提升至挂牌后的 7.54 亿元，2021 年跃升至 24.31 亿元。其中，国内新能源负极材料龙头公司贝特瑞（835185.BJ）于 2015 年在新三板挂牌，2016-2020 年期间每年营业收入不超过 50 亿元；转板北交所后，2021 年营业收入和净利润达到 104.91 亿元和 14.40 亿元，同比高增 135.67%、189.47%，股票流动性大幅跃升。由于基本面和市场关注度持续突破新高，贝特瑞总市值长期位居北交所榜首。北交所与新三板协同构建出的“基础层—创新层—北交所”层层递进、逐层晋升的市场结构，不仅使创新型中小企业获得了从场外市场逐步提升至场内交易所的“孵化—成长—上市”的成长路径，满足企业成立巨大、持续的融资需求，更能使资本市场更早、更高效的参与到每一次重大经营决策的调整，用市场“看不见的手”进行及时纠偏，推动资本市场“投早、投小、投长期”生态形成；同时，也为二级市场投资者挖掘和遴选出能够穿越周期、具备强劲创新动力和长期持续增长潜力的优质成长股提供了清晰可靠的路径。

图表 21：北交所落地后，三板成指收盘价和 PB（LF）明显修复



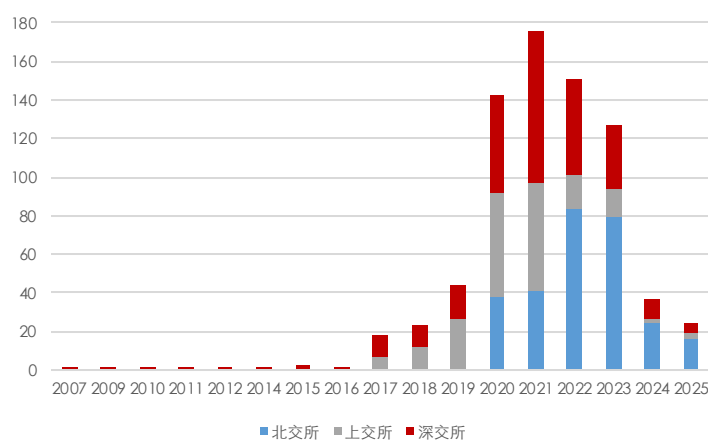
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 22：北交所落地后，新三板募资金额显著提升（单位：亿元）



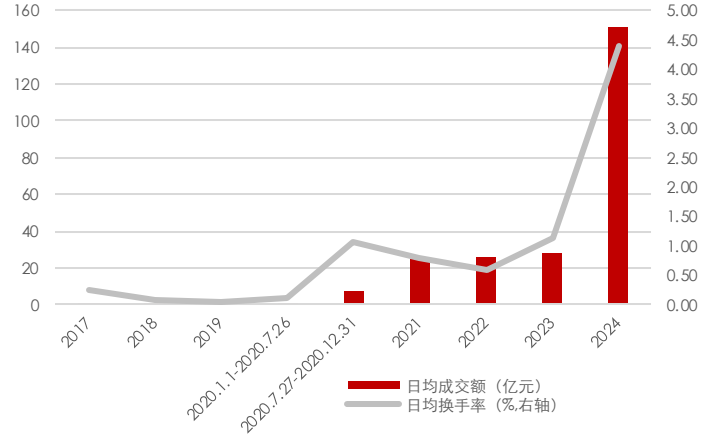
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 23：新三板历年转板数量及上市交易所分布情况（单位：家）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

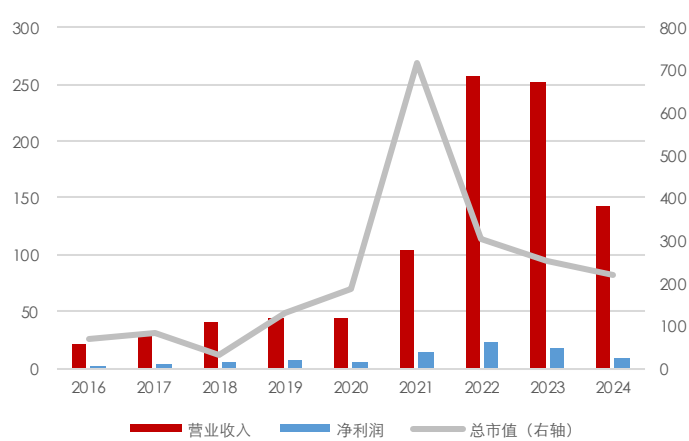
图表 24：首批精选层挂牌股票日均成交额和换手率均值变化情况



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：日均换手率和日均成交额均为年度数据，日均换手率剔除无成交日期

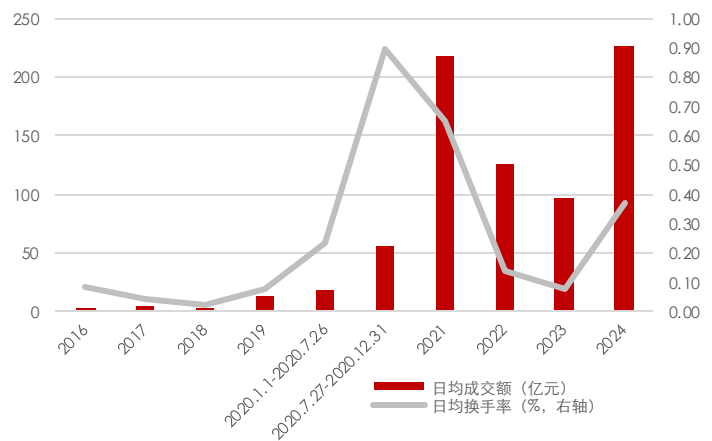
图表 25：转板北交所后，贝特瑞总市值和盈利能力大幅提升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：1. 此处选取北交所市值第一的贝特瑞（截至 2025 年 11 月 30 日）进行案例分析，不做个股推荐，不构成投资建议

图表 26：转板北交所后，贝特瑞流动性大幅跃升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：日均换手率和日均成交额均为年度数据，日均换手率剔除无成交日期

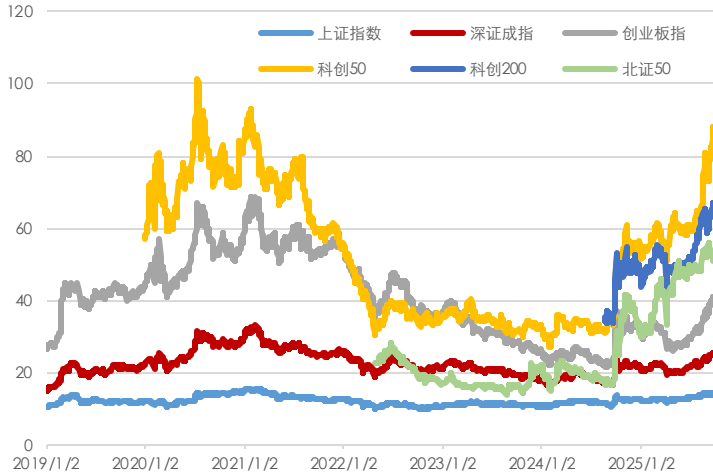
资本市场“四板—新三板—北交所—沪深交易所”梯度培育体系持续完善，覆盖科技企业全生命周期的融资需求。作为转板制度的核心，北交所不仅承载着深化新三板改革的重任，而且在多层次资本市场体系中发挥着承上启下的枢纽作用。向下，北交所有效激活和反哺新三板和区域性股权市场；向上，北交所存量上市公司转板至流动性和估值更高的沪深交易所市场，促进资本流向代表先进生产力的企业，进一步发挥产业聚集效应。场外市场作为“塔基”，是北交所“专精特新”的重要孵化基地，北交所作为转板制度的核心，向成熟度更高的沪深交易所输送优质创新型企业。资本市场以“四板—新三板—北交所—沪深交易所”梯度体系分阶段、分目标培育科创企业，针对企业不同生命周期精准“滴灌”，优化资源配置、加快新质生产力的形成。虽然北交所高新技术企业和战略新兴产业企业数量占比较高，但在融资能力、估值、市值、流动性等方面远弱于其他上市板块。一方面，出于扩大产能和研发投入的需求，企业需要持续补充现金流；另一方面，更高的估值及流动性能够提升定价能力、吸引更多机构投资者，从而实现市值和创新能力“双升”，北交所存量上市公司具备转板的动力。沪深交易所中，创业板聚焦“三创四新”，不在负面清单中的行业都可以被采纳；科创板聚焦“硬科技”，高新技术企业和战略新兴产业企业密度最高，代表新质生产力发展方向的电子和医药生物市值占比达到 61.06%，研发支出占营业收入比例远高于其他上市板块，“硬科技”产业聚集效应凸显。分板块看，科创板 IPO 融资规模和二级市场估值更高，创业板再融资能力和二级市场流动性更强。由于此前已有上市或新三板挂牌经历，北交所上市公司在信息披露及市场认可度方面相较于直接上市公司具备优势，还可以缩短上市流程及时间、提高问询回复效率，公司根据所处行业属性、产业政策及企业自身发展阶段及选择上市板块进行转板，充分发挥北交所在多层次资本市场梯度培育体系中“承上启下”的作用。此外，我国境内沪深两家交易所均分布在东南沿海地区，区域经济与资本市场的发展相互促进、深度融合，高科技产业和创新高地加速涌现。北交所的设立有利于培育当地创新资本、推动前沿技术本地转化，充分发挥北京地区的虹吸及辐射效应，带动京津冀地区发展，为北方地区经济发展输入强劲动能。

图表 27：2024 年各上市板块基本情况（单位：亿元）

	主板	创业板	科创板	北交所
上市公司家数	3154	1361	581	262
总市值	739054.91	124600.96	67220.12	5386.79
平均市值	234.32	91.55	115.70	20.56
营业收入	660544.01	39962.56	14093.36	1771.35
平均营业收入	209.43	29.36	24.26	6.76
营业收入中位数	32.15	10.75	8.11	3.98
净利润	53286.88	2063.10	466.33	103.04
平均净利润	16.90	1.52	0.80	0.39
净利润中位数	1.32	0.52	0.50	0.33
高新技术企业数量占比	47.11%	83.61%	94.15%	84.73%
战略新兴产业企业数量占比	3.77%	56.43%	86.23%	82.06%
市值排名前五行业	银行（123598.34 亿元）	电力设备（23778.55 亿元）	电子（30250.93 亿元）	机械设备（968.82 亿元）
	非银金融（61279.53 亿元）	电子（15426.52 亿元）	医药生物（10795.17 亿元）	电力设备（800.87 亿元）
	食品饮料（47764.72 亿元）	医药生物（15287.02 亿元）	电力设备（6514.86 亿元）	计算机（692.86 亿元）
	石油石化（38867.10 亿元）	计算机（13440.55 亿元）	计算机（6002.11 亿元）	基础化工（535.24 亿元）
	电子（37893.56 亿元）	机械设备（10099.82 亿元）	机械设备（5773.62 亿元）	电子（414.41 亿元）

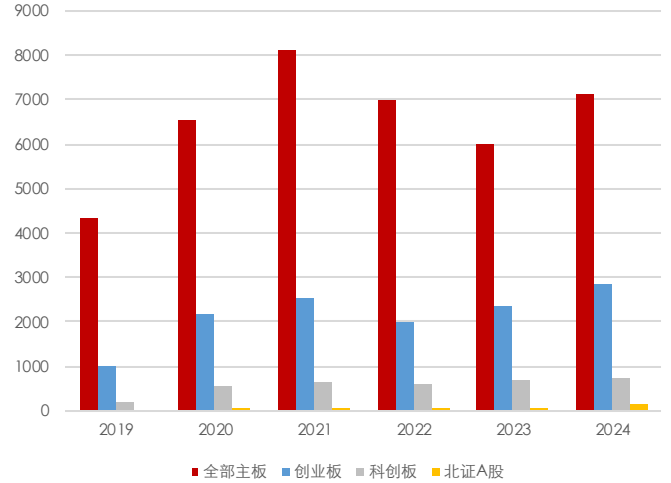
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 28：各上市板块 PE (TTM，剔除负值) 变化情况



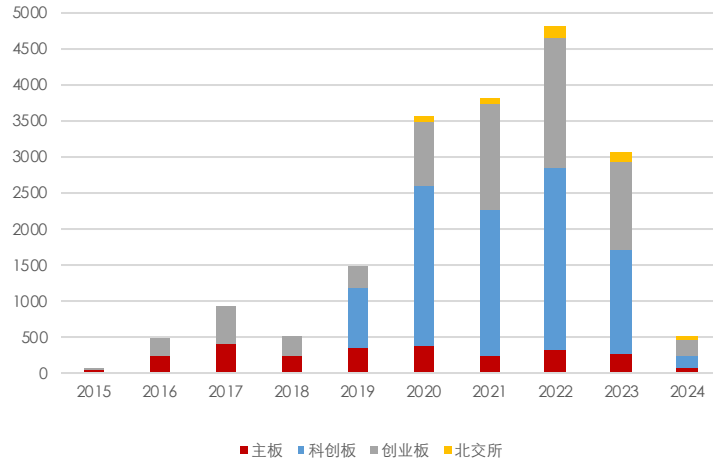
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 29：各上市板块日均成交额 (亿元)



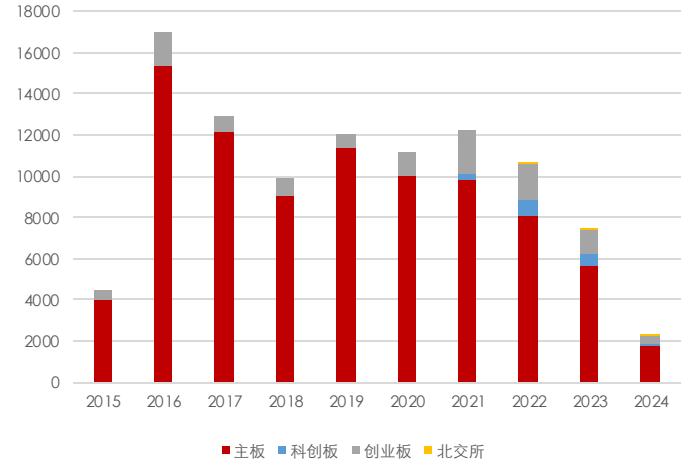
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 30：各上市板块 IPO 融资规模 (2015-2024)



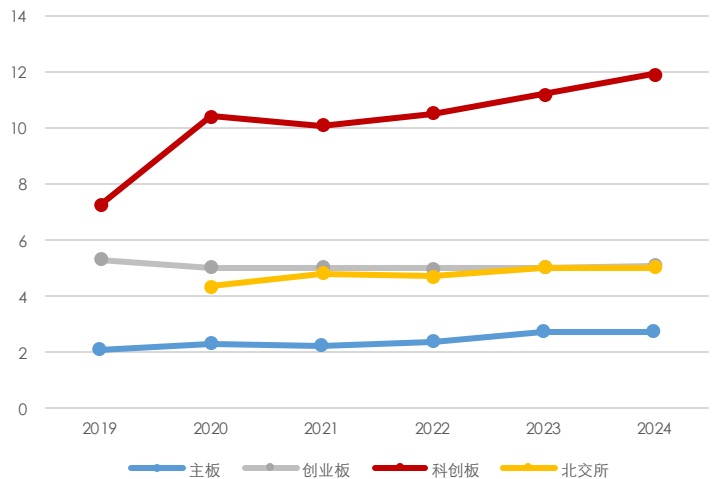
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 31：各上市板块再融资规模 (2015-2024)



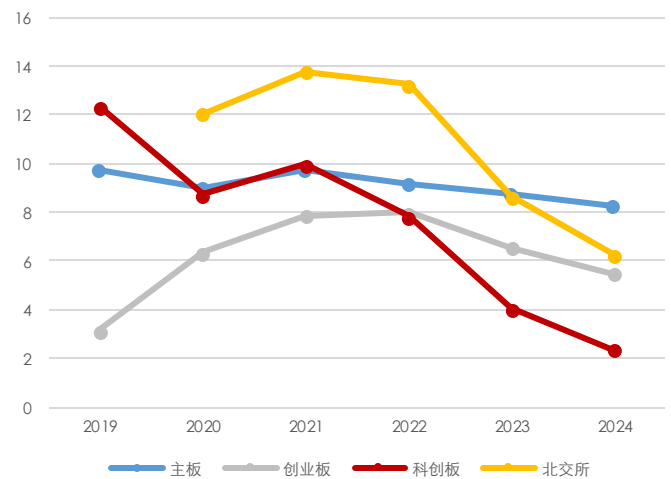
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：各板块上市公司研发支出总额占营业收入比例 (%)



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：各板块上市公司净资产收益率 (%)



资料来源：Wind，五矿证券研究所

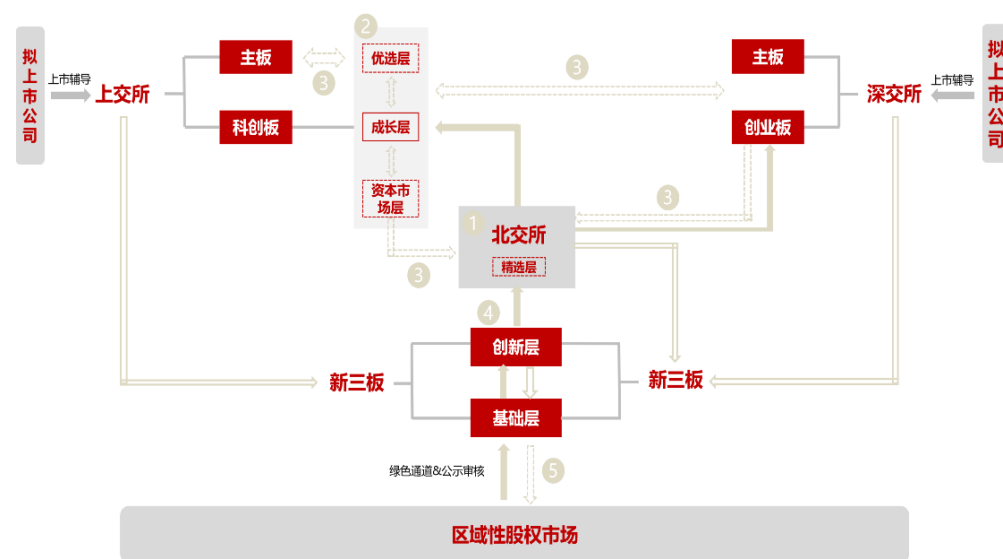
当前我国正以科技创新引领新质生产力的发展，加快培育具有国际竞争力和影响力的支柱产业，这就要求资本市场以更开放、更包容的姿态拥抱代表“新产业、新模式、新动能”科创企业。这并非简单的降低准入门槛，而是将产业发展与资本市场升级相融合，**增强资本市场吸引力和包容性，推动要素资源向科技创新方向聚集**。同时，在资本市场结构优化、价值发现功能提升的过程中为投资者提供了更多优质成长的标的，从而提升市场吸引力、进一步形成正向循环。

借鉴海外经验，美国资本市场在市场化探索和竞争中形成了全市场转板制度。1971 年，在石油危机、日德崛起等压力下，美国内生经济动能减弱，亟需以科技创新培育新动能，伴随着硅谷的崛起，纳斯达克市场应运而生，风险投资逐渐兴起。尽管成立之初成交清淡，1980 年苹果上市创造出巨大的财富效应使纳斯达克迅速进入投资者视野。1982 年，纳斯达克市场实施第一次分层，英特尔（INTC）和苹果（AAPL）等成交活跃的股票归入纳斯达克全国市场，其余不满足全国市场上市规范的股票归入常规市场。1986 年起，微软、思科、雅虎、亚马逊、谷歌等高科技公司相继上市，虽然期间遭遇科网泡沫破裂的冲击，纳斯达克最终成长为创新型科技企业的孵化平台，孕育出以美股“七巨头”为代表的盈利模式成熟稳定的大型科技企业。纳斯达克市场本身已发展成为兼具主板、二板甚至三板性质的综合性资本市场，其中全球精选市场面向大型成熟企业，上市标准严格，与纽交所直面竞争优质上市公司资源；纽交所也先后增设 NYSE Arca 和 NYSE MKT，与纳斯达克市场全面竞争。在市场化探索和竞争中，美国资本市场逐渐形成了全市场转板制度，包括交易所之间的内部转板（纽交所到美交所的转板以及纳斯达克全球精选市场、全球市场、资本市场三个层级间的转板）、场外市场的内部转板（OTC Markets 内部 OTCQX、OTCQB、OTC ID 之间的转板）、跨交易所间的双向转板（纽交所到纳斯达克的双向转板）、交易所与场外市场的转板（纽交所、纳斯达克与 OTCBB、OTC Markets 之间的双向转板）。适当的分层制度增强了市场对于优质科创企业的吸引力和包容性，标杆企业股价的崛起加速了市场间的良性竞争；注册制的实施和退市制度的完善有利于塑造资本市场“有进有出、优胜劣汰”的良性生态，是构成灵活畅通的全市场转板制度的基石，也是上市公司质量提升的重要保障。

渐进式完善我国资本市场双向转板机制和分层制度，构筑场内场外市场联动贯通新生态。我国多层次资本市场已初步建立起以北交所为核心的“自愿升级、强制降级”的转板制度，但各板块间的联系依然不够紧密，转板机制的完整性和灵活性需要加强：**（1）坚持北交所“承上启下”转板枢纽的核心地位，打通资本市场场内场外市场联动贯通格局。**作为链接场内场外市场的纽带，北交所与新三板层层递进、一体化运营，通过绿色通道和公示审核机制与区域性股权市场对接，有效盘活和“反哺”场外市场；通过转板机制于沪深交易所对接，协同新三板为科技型中小企业提供了梯度培育的融资体系。虽同属场内市场，北交所定位“专精特新”，与科创板和创业板错位发展、实施差异化监管。相较主板市场，北交所在监管制度设计上更具包容性和灵活性，具体体现在上市门槛更低、审核周期更短、发行定价形式多元、退市标准更宽松、公司治理和信息披露制度更加优化等方面，旨在更好解决中小企业融资和定价问题。综上，兼具转板枢纽和赋能中小企业的双重功能，北交所在我国多层次资本市场中地位独特，只有保持北交所的独立性才能更好厘清各上市板块定位，构建出清晰、高效、畅通的资本市场转板机制。**（2）以分层机制为抓手，增强科创板的吸引力和竞争力。**借鉴美国资本市场经验，正是以苹果（AAPL）为代表的高科技企业市值不断突破新高、产生科技企业聚集效应，为纳斯达克市场提供了众多优质高成长上市公司资源，纳斯达克再通过设置分层方式与纽交所直面竞争，逐渐推动了全市场互联互通转板机制的形成。当前我国科创板成长层未盈利科技型企业打开了上市通道，显著提升了科创板制度的包容性和竞争力，当优质上市公司数量达到一定阶段，可以将科创板分为优选层、成长层和资本市场层，优选层定位和入层标准向主板靠拢，资本市场层定位和入层标准向北交所靠拢。北交所上市公司在优选层、成长层和资本市场层三个层级之间根据划分标准定期进行动态调整（如每季度末）。**（3）以北交所为核心，进一步畅通双向转板机制。**北交所上市公司在满足转板条件后，向科创板提出申请及材料，根据划分标准进入科创板的相应层级，为科创板输送优质上市公司，同时

增强北交所与科创板的有机联动；资本市场层的上市公司可根据公司发展情况选择是否转板至北交所，以此建立科创板与北交所间的跨交易所双向转板机制。科创板优选层公司根据实际情况选择是否转入主板/创业板，反之，主板/创业板上市公司可根据情况动态调整至科创板，以此建立起交易所内部及跨交易所的转板机制。建立创业板至北交所的跨交易所转板通道。（4）以创新层为通道，持续探索建立场外场内市场快速审核机制。北交所已与新三板建立起直联机制，在挂牌准入、发行上市、融资并购等方面进行全方位对接，缩短审核周期，优化上市流程。由于北交所上市公司由新三板创新层产生，创新层的吸引力和市场关注度将逐步提升，也为探索以创新层为通道的场内场外市场快速审核机制提供了动力。（5）完善新三板与四板市场双向转板机制。当前符合条件的四板市场挂牌企业可以通过绿色通道审核程序和公示审核程序对接新三板，但由于四板市场关注度和流动性较低，且新三板和四板市场在市场定位、监管制度等方面存在较大差异，新三板尚未建立起与四板市场的降级转板制度。未来可以考虑在区域性股权市场设置对接专板，完善新三板与四板市场的双向转板机制。

图表 34：完善多层次资本市场转板机制构思



资料来源：五矿证券研究所整理

围绕科创属性探索精准识别机制及多元化评价标准，支持优质科技型企业上市。大浪淘沙般的资本运作模式在我国当前资本市场环境中或许难以实施，有必要更精准地将资源配置到新质生产力覆盖的重点领域和关键企业，如何识别和筛选出科技含量高、发展潜力大的科技企业是重大的挑战，虽然目前监管层在科技企业绿色通道已有探索，但精准识别效果仍需提升。证监会主席吴清提出，科技创新是一个探索未知的过程，既孕育着新的动能，也伴随着风险。科技企业的经营业绩不确定性大，转盈利周期长，成功者可能实现爆发式增长，失败者需要付出巨大代价。这是市场规律，也是创新规律。市场各方应当全面、客观、冷静地看待科技企业成长中的风险，通过科技方法和工具有效管理风险并获取收益。如何支持优质科技型企业上市、为资本市场引入“活水”是做好“科技金融”大文章、加强对科技型企业全链条全生命周期的服务的关键任务。从现行上市准则来看，市值+盈利性指标+现金流指标是上市板块采用的主流指标，主板和创业板整体上市标准较高，且长期以来对上市企业的盈利性有严格约束条件，科创板及北交所适当放宽了科创企业上市的硬性条件，且将研发投入指标纳入上市标准体系，尤其是科创板突破性地允许未盈利企业上市且全部纳入成长层（创业板现已启用第三套未盈利企业上市标准），政策对于科创型中小企业的包容性显著提升。此外，虽然科创板 2、3、4、5 套上市标准均允许未盈利企业上市，但标准 1 仍是科创板上市企业的主要选择。截至 2025 年 6 月 30 日，科创板企业选择标准 1 上市的企业数量为 475 家，占比 80.78%；市值 39319.17 亿元，占比 51.59%。仅有 54 家上市公司未盈利，占比 9.18%。资

本市场深化改革过程中，科创企业评价标准将进一步多元化，比如在引入知识产权等无形资产估值方法、完善信息披露制度、强调投资者适当性管理方面做出探索，从而提升资本市场制度的包容性。

图表 35：各板块上市标准对比（市值+财务指标）

	主板（三套标准）	创业板（三套标准）	科创板（五套标准）	北交所（四套标准）
单一盈利性指标	1. 最近 3 年净利润均>0，且最近 3 年净利润累计≥2 亿，最近 1 年净利润≥1 亿，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计≥2 亿或营业收入累计≥15 亿	1. 最近 2 年净利润均>0，累计净利润≥6000 万		
市值+单一盈利性指标		3. 预计市值≥50 亿，且最近 1 年营业收入≥3 亿	4. 预计市值≥30 亿，且最近 1 年营业收入≥3 亿	
市值+单一盈利性指标+现金流指标			3. 预计市值≥20 亿，最近 1 年营业收入≥3 亿，且最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计≥1 亿元	
市值+双重盈利性指标	3. 预计市值≥100 亿，且最近 1 年净利润>0，最近 1 年营业收入≥10 亿	2. 预计市值≥15 亿，最近 1 年净利润>0 且营业收入≥4 亿	1. 预计市值≥10 亿，最近 2 年净利润均>0 且累计净利润≥人民币 5000 万，或者预计市值≥10 亿，最近一年净利润>0 且营业收入≥1 亿元	1. 预计市值≥2 亿，最近 2 年净利润均≥1500 万且加权平均净资产收益率平均≥8%，或者最近 1 年净利润≥2500 万且加权平均净资产收益率≥8%
市值+双重盈利性指标+现金流指标	2. 预计市值≥50 亿，且最近 1 年净利润>0，最近 1 年营业收入≥6 亿，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计≥2.5 亿			2. 预计市值≥4 亿，最近 2 年营业收入平均≥1 亿，且最近 1 年营业收入增长率≥30%，最近 1 年经营活动产生的现金流量净额为正
市值+研发投入指标				4. 预计市值≥15 亿，最近 2 年研发投入合计≥5000 万
市值+单一盈利性指标+研发投入指标			2. 预计市值≥15 亿，最近 1 年营业收入≥2 亿，且最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入的比例≥15%	3. 预计市值≥8 亿，最近 1 年营业收入≥2 亿，最近 2 年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例≥8%
市值+其他指标			5. 预计市值≥40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	

资料来源：证监会，上交所，深交所，北交所，五矿证券研究所

不如归来，支持优质中概股回归内地和中国香港市场。近年来，中美政治和监管环境变化、境内资本市场深改提速，中概股赴美上市热度仍然不减。伴随着中美大国博弈加剧，中概股已超越原有股票的工具属性，逐渐融入两国博弈的格局，成为谈判桌上的筹码。鉴于国际经济、政治前景的不确定性，部分中概股开始踏上回归之路，国际化程度高、营商环境优越的中国香港资本市场成为中概股回归首选之地。伴随着我国境内与中国香港资本市场互联互通机制逐渐完善，市场包容性显著提升，科创板不仅放宽了未盈利企业的上市标准、首次引入“同股不同权”的制度安排，也开始接纳红筹架构和 VIE 架构公司，从而更大程度吸引优质

科技企业的回归。如果优质中概股的回归科创板，不仅将提升板块整体流动性、重塑产业链估值体系，还能通过示范效应引发上市公司良性竞争生态，畅通全市场转板机制。

健全多层次债券市场体系，强化股债联动服务科技创新。债券市场是资本市场的重要组成部分，也是实体经济的核心融资渠道。债市投资者和投资品种集中于中低风险偏好，而科创型企业风险高、盈利周期长、现金流不稳定，两者之间存在风险和收益的错配，这也是债权资金直接介入科创企业的核心堵点。我国已成为全球第二大债券市场，但过往多层次资本市场建设更多集中于股票市场，直到 2021 年央行等六部门《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》才首次明确提出“促进建成制度健全、竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系”。我们认为，多层次债券市场做好“科技金融”大文章的意义在于，建立满足处于不同生命周期、不同发行人融资需求及偏好的债券投融资体制和服务体系。当前我国多层次债券市场形成了包含银行间、交易所和柜台市场统一分层的市场体系，融资主体不断扩大，品种不断扩容，但债券市场对于科技企业支持力度仍需提升。2025 年 5 月债市“科技板”正式推出，债券市场支持科技创新的顶层制度落地，多层次资本市场建设更进一步。相对此前发行的科创债，“科技板”将债券发行主体拓展至金融机构、科技企业和股权投资机构，且募集资金可通过贷款、股权投资等方式投向科技创新领域，不仅可以将债券资金引入股权投资领域、形成股权投资“募投管退”良性循环，而且增强了金融支持科技型企业全生命周期的服务能力。另一方面，债市“科技板”对于债券进行了结构化创新更加适配科技型企业的融资需求：鼓励发行长期限债券更加匹配基金存续周期，缓解项目长周期与资金短周期的矛盾；创新风险分担机制，与科技型企业高风险特征更匹配；设置含权结构、差异化还本付息安排，进一步提升债券的吸引力。此外，我国高收益债券市场机制建立不完善，民企债券爆发违约潮导致市场认可度下降，债券市场难以惠及科创型企业、尤其是民营科创企业。债市“科技板”也为国内高收益债市场在规模上扩容奠定了基础。股债联动方面，建议关注可转债、可交债等产品。作为债券市场服务科技创新的重要工具，可转债不仅能够降低发行企业的利息负担，还通过“债券+看涨股票期权”的设计将单纯的债务关系转换成债权人收益共享、风险共担的过程，更加匹配科技型企业高风险高成长的特征。

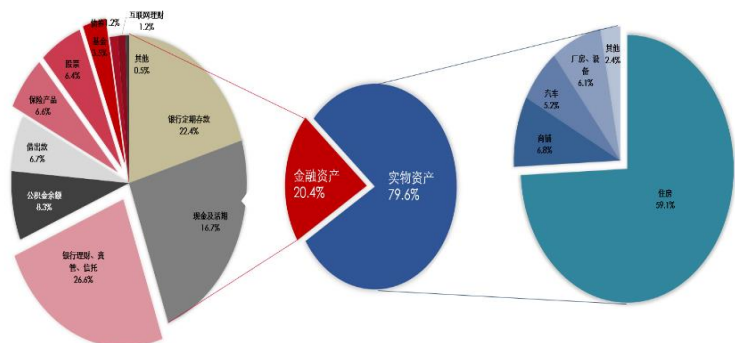
3.1.2. 投资端：完善“长钱长投”制度生态，大力培育“耐心资本”

深化“投融资端综合改革”，打造有活力、有韧性、融资和财富管理功能并重的资本市场。长期以来，我国资本市场存在一定“重融资轻投资”倾向，导致市场有效性不足、资源配置效率不高，已无法适应经济高质量发展的需求。从融资端看，间接融资占比较高、中小企业长期面临“融资难、融资贵”困境、监管处罚力度不足、退市机制尚不完善；从投资端看，机构投资者占比较低、投资者获得感不高、公司治理及信息披露机制不完善、上市公司质量良莠不齐、中小投资者保护力度不到位，投资端建设长期缺位；从交易端看，违规减持和非法交易现象偏多、内幕交易及操控市场等监管制度存在缺陷、做空机制不够完善，资本市场的有效性、稳定性较弱。投资功能和融资功能是资本市场的“一体两面”，没有健康的投资端，融资端将会成为无源之水、无本之木；只有深化投融资端综合改革，打造投融资并重的资本市场，拓宽城乡居民财产性收入渠道、夯实居民消费底气，提升投资者信心和获得感，才能持续为资本市场引入源头活水，将居民财富源源不断地引向国家战略支持的科技创新、绿色低碳等领域，助力产业转型升级。投融资相协调不仅体现在总量上，而且体现在结构上，即不同风险及期限偏好的需求与资金供给相匹配。投融资相协调的资本市场中，融资者能以合理成本获得满足需求的资金供给，投资者则获取稳定合意的投资回报。伴随着投融资端综合改革深化，资本市场的单一融资功能也将转向融资和财富管理并重。

居民资产配置失衡、资金供给结构有待优化，资本市场资金端结构性问题制约与科技创新适配的科技金融体制的形成。我国资本市场资金端整体呈现出短期化、散户化、低风险偏好的特征，与科技金融所需要的长期资金、股权资金、“耐心资本”不相匹配。从微观主体看，我

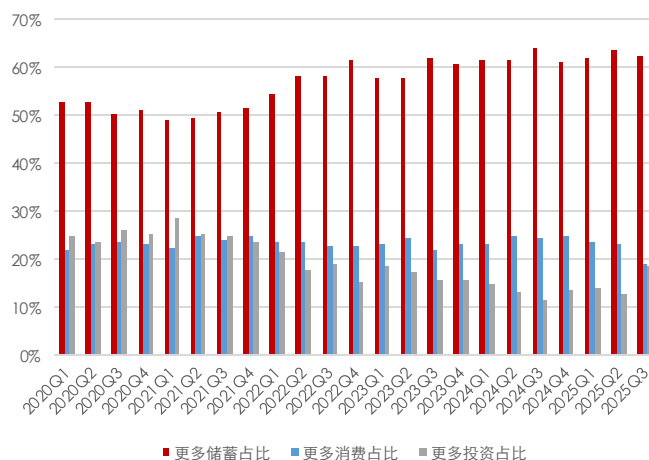
国居民财富整体呈现出“四重四轻”的特点，即重储蓄轻投资、重实物地产轻金融资产、重短期投资而轻长期投资、重类固收投资轻股权投资。一方面，中国传统文化倡导节约，高储蓄率已成为一种特殊的经济与文化现象，疫后居民储蓄倾向进一步抬升，资产配置呈现出低风险偏好的特征。另一方面，我国社会保障体系不够完善，“房子是安身立命之本”传统观念深入人心，加上住房与教育、医疗等核心资源捆绑，人口发展模式驱动的住房需求以及房地产“长牛市”带来的财富效应更加深了居民的房产配置偏好，“股权文化”投资理念相对薄弱。权益市场投资者结构中，个人投资者占比较高，平均持股周期较短，以博取短期收益为目的的交易的行为较多，资金容易涌入短期热点题材，导致具备长期投资价值的科创企业难以获得足够的资金支持，从而影响市场资源配置效率和定价功能。机构资金虽持仓周期较长、交易行为稳定，但由于考核周期较短等因素难以“长投”。因此，只有深化投融资综合改革、增强资本市场内在稳定性、强化资本市场财富管理职能，才能夯实居民消费底气，激发保险、养老金等长钱活力，从供给端发力持续为二级市场引入“源头活水”。从机构主体看，发展耐心资本有利于解决资本市场直接融资较低、资产期限错配问题。需要深化体制机制改革，以营造耐心环境、优化考核方式、完善容错机制等方式进一步发挥政府引导基金、国资 LP 等国有资本在促进创新资本形成中的引领和杠杆作用，充分释放国有资本动力和活力；优化风险投资市场资本结构，提升市场化运作程度和投资效率，进一步推动民营经济的发展，形成科技—产业—金融的良性循环；拓宽多元化资金来源，将“耐心资本”范围拓展至境外主权财富基金、慈善基金、捐赠基金等，丰富超长期特别国债、专项债、公募 Reits、开发性和政策性金融工具等工具，引导养老基金、保险、银行等更多长线资金布局风险投资和创业投资领域，进一步完善创新资本形成机制。

图表 36：我国城镇居民家庭资产以房地产为主



资料来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，五矿证券研究所

图表 37：疫后居民储蓄倾向进一步抬升



资料来源：央行，五矿证券研究所

本轮投资端改革持续周期长、范围大、影响力深刻，将重塑资本市场生态，推动“始于科技、成于资本”的科技金融体制的形成。本轮资本市场投资端改革框架逐渐清晰，改革力度和深度空前、影响力深刻，资本市场生态将迎来重塑。一方面，以新“国九条”为纲领的高质量发展主线逐渐明晰，监管政策落地的力度和节奏强于以往，旨在构建全方位、立体化的资本市场监管体系，压实上市、交易、减持、分红、退市等环节全链条各环节责任，从源头提升上市公司质量；另一方面，通过优化分红、回购、定增机制，提升投资者获得感，从而吸引中长期资金持续流入与市场形成正向循环。当前我国专业机构持有 A 股流通市值占比有所提升，但相较于成熟资本市场还有一定差距。本轮中长期资金入市范围涵盖一级及二级市场，全渠道、多维度构建“长钱长投”体系，为资本市场行稳健远奠定了制度基础，同时推动与科技创新适配的科技金融体制的形成。

从资金来源看，中长期资金的边界将不断拓宽、规模也将持续扩大。一方面，将有更多符合条件的中长期资金入市，外资通过 QFLP、沪深港通、跨境 ETF 等渠道进入境内资本市场的准入限制持续放宽，外商投资性公司使用境内贷款开展股权投资获批；专项债允许以“债转股”方式实现资金“股权化”，进而投向科创领域，保险公司设立股票长期投资试点提速，新型政策性金融工具加速投放，未来将有更多中长期资金以“耐心资本”赋能科技创新。另一方面，当前政策在银行、保险、公募等领域已经通过放宽权益投资比例、扩大试点范围等方式提升入市比例，为科技金融引入更多活水。

从资金久期看，一方面，中央汇金等“国家队”通过 ETF 等方式入市降低权益市场波动率，为中长期资金拉长久期奠定了基础。另一方面，中长期资金正在落实全面长周期考核制度，比如《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》提出公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等都要全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社会保障基金五年以上考核机制；对创业投资基金适当延长存续和考核期限，如中央企业创业投资基金存续期最长可到 15 年。

从资产端看，低利率时代下固收资产收益空间压缩，中长期资金将通过增配权益类资产增厚收益，资金有望进一步流向国家战略支持的科技金融、绿色低碳等新质生产力的方向。

从负债端看，中长期资金将由“规模导向”转向“投资者回报”导向，比如《推动公募基金高质量发展行动方案》中将盈利投资者占比纳入考核。中长期资金将更注重投资者回报以及持有体验，迎来负债端管理时代。综上，投资端改革不仅改善资金供给结构、从源头为科技金融引入活水，也将重塑资本市场生态、引导市场形成更加成熟的价值投资理念，以有活力、有韧性的资本市场推动“始于科技、成于资本”的科技金融体制的形成。

图表 38：2022 年以来有关中长期资金入市的政策以及会议相关内容

市场分类	产品分类	相关政策
一级市场	公募 REITs	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（2022.5） 《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》（2022.5） 《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（2023.3）
	私募股权基金	《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（2024.6） 《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（2025.1） 国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策推动中央企业创业投资基金高质量发展（2024.12）
	银行	《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》（2024.9） 《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》（2025.3）
二级市场	公募基金	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（2022.4） 《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（2025.1）
	保险	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》（2022.11） 《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》（2023.9） 《关于引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险公司长周期考核的通知》（2023.10） 《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（2024.9） 《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》（2025.3）

		《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》（2025.4） 《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（2025.4）
	社保&养老金	《关于推动个人养老金发展的意见》（2022.4） 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（2022.11） 《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（2022.11） 《个人养老金实施办法》（2022.11） 《关于全面实施个人养老金制度的通知》（2024.11）
	信托	《关于加强监管防范风险推动信托业高质量发展的若干意见》（2025.1） 《信托公司管理办法》（2025.9） 《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》（2025.10）

资料来源：国务院，国家金融监管总局，证监会，五矿证券研究所

以私募股权投资为代表的“耐心资本”发展滞后，国有资本在促进创新资本形成过程中将发挥重要作用。科创型企业具备研发投入大、盈利周期长的特征，很多企业遇到“不缺资金缺本金”的问题，私募股权投资可以通过资本市场形成“耐心资本”，实现“投早、投小、投长期、投硬科技”，陪伴科创型企业成长。但我国私募股权投资市场发展相对滞后，且资金来源较为依赖国有资本。国有资本迫于“保值增值”压力“不敢投”；银行、保险等天然耐心资本由于风险偏好、业绩考核标准等原因，未能充分参与私募股权投资。资本市场创新资本形成机制仍需完善，国有资本将在培育以私募股权投资为代表的“耐心资本”的形成机制中发挥重要作用。党的十八大以来，党中央逐步确认国企改革的顶层设计和路径，即建立以管资本为主的国资管理体制。“管资本”导向下，国有企业可以运用基金工具和基金运作手段与非国有资本进行股权融合等方式资源整合，一方面推动国有资产向流动性强的资本形态转变，借助基金运作方式流入新质生产力领域，放大国有资本功能同时提升资本回报率，汇聚成推动经济高质量发展和产业转型升级的合力；另一方面，国有企业可以借助基金化运作方式，成为新质生产力企业的股东，以产业思维布局优质成长赛道的战略机遇期，在实现国有资本优化布局的同时为资本市场培育耐心资本和新鲜血液。当前，国有平台投资公司和国有平台运营公司在一级市场的活跃度日渐提升，地方层面也在积极推动平台公司向国有企业投资运用公司转型，可以预见，国有资本投资和国有资本运营平台将在促进创新资本形成过程中发挥至关重要的作用，国资基金也将成为推动私募股权基金发展壮大的重要力量。

图表 39：国有资本投资公司、国有资本运营公司名单

2014	国有资本投资公司	✓ 国家开发投资集团（转正）	✓ 中粮集团（试点）
2016	国有资本投资公司	✓ 招商局集团（转正）	✓ 中国交通建设集团（试点）
		✓ 宝武集团（原宝钢集团）（转正）	✓ 保利集团（试点）
		✓ 中国五矿（试点）	✓ 神华集团（试点）
2018	国有资本运营公司	✓ 中国诚通控股集团（持续深化）	✓ 中国国新控股有限责任公司（持续深化）
		✓ 华润集团（转正）	✓ 航空工业集团（试点）
	国有资本投资公司	✓ 中国建材集团（转正）	✓ 国家电力投资集团（试点）
		✓ 中国广核集团（试点）	✓ 中国机械工业集团（试点）
		✓ 新兴际华集团（退出）	✓ 中铝集团（试点）
		✓ 中国南光集团（退出）	✓ 中国远洋海运集团（试点）
			✓ 通用技术集团（试点）

资料来源：国务院国资委，五矿证券研究所

图表 40：国有资本投资公司、国有资本运营公司定位

国有资本投资公司	国有资本运营公司
● 主要以服务国家战略、优化国有资本布局、提升产业竞争力为目标 ● 在关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，以对战略性核心业务控股为主 ● 通过开展投融资、产业培育和资本运作等，发挥投资引导和结构调整作用 ● 推动产业集聚、化解过剩产能和转型升级，培育核心竞争力和创新能力，积极参与国际竞争，着力提升国有资本控制力、影响力	● 主要以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报率为目标，以财务性持股为主 ● 通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量 ● 引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本合理流动和保值增值
功能定位	
考核机制	● 建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，考核侧重于执行公司战略和资本回报状况 ● 建立财务管控模式，考核侧重于国有资本流动和保值增值状况

资料来源：国务院，五矿证券研究所

3.1.3. 交易端：提振市场信心和活跃度

本轮交易端改革围绕完善交易制度和加强交易监管展开，是金融工作“人民性”的体现。我国资本市场的交易规则经历了多次重大的改革，如引入做市商制度、探索“T+0”，引入融资融券制度等。“以投资者为本”理念下，交易端的改革更加注重保护中小投资者的合法权益，营造公开、公平、公正的交易环境，从而有利于引导各类资金、尤其是中长期资金入市，同时为投资端、融资端改革奠定良好基础，更好地激发资本市场活力和动能，带动实体经济和产业链发展。2024 年，新“国九条”中将“加强交易监管，增强资本市场内在稳定性”单独列示，交易监管重要性明显提升。当前政策落地的强度和节奏均强于以往，旨在构建全方位、立体化的资本市场监管体系，全面落实监管“长牙带刺”、有棱有角。2024 年年初，权益市场的异常波动下，证监会针对交易监管的公开发声和政策密集落地，彰显出稳定资本市场信心决心。加强交易监管不仅能够有效遏制市场操纵和不公平交易行为，还能进一步增强市场的稳定性和透明度，吸引更多投资者参与到资本市场的建设发展中，提振投资者信心，为资本市场注入新的活力，推动构建更加成熟稳定的市场体系。证监会表示，将深入贯彻落实新“国九条”部署要求，坚持趋利避害、从严监管、规范发展的原则，进一步强化对程序化交易监管的适应性和针对性，降低程序化交易的消极影响，切实维护市场交易公平。未来交易端的“严监管”将持续，也是金融工作“人民性”的体现。

图表 41：2023 年以来，交易监管相关政策

	时间	事件
加强交易监管， 提升交易便利	2023/8/4	深交所就拟推出创业板询价转让和配售减持制度发布征求意见稿
	2023/8/10	(1) 上市股票、基金等证券的申报数量要求由 100 股（份）的整数倍调整为 100 股（份）起、以 1 股（份）递增
		(2) 研究 ETF 引入盘后固定价格交易机制
		(3) 优化交易监管。坚持市场化、法治化原则，平衡好保持交易通畅和打击过度投机，保障市场功能有效发挥。下一步将推动“交易端”系列优化举措尽快落地，成熟一项推出一项，持续激发市场活力
	2023/8/18	优化完善交易机制，提升交易便利性：一是降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。二是进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的。三是完善股份减持

制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为。四是优化交易监管，增强交易便利性和畅通性，提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制度。五是研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求

	2023/9/1	证监会指导上海、深圳、北京证券交易所制定发布了《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》
	2024/2/20	沪深交易所发布量化交易制度公告，对宁波灵均实施暂停交易措施并启动公开谴责程序
	2024/2/22	证监会就限制做空等信息召开记者会回应
	2024/3/6	《政府工作报告》提出要强化资本市场的内在稳定性，吴清主席在两会中强调“强本强基、严监严管”
	2024/4/12	《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》中第六章提出“加强交易监管，增强资本市场内在稳定性”
	2024/5/11	证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》
	2024/6/7	上交所、深交所、北交所发布《程序化交易管理实施细则（征求意见稿）》，重点监控高频交易
	2023/7/28	证监会：不得以离婚、解散清算、分立等任何方式规避减持限制
	2023/8/18	证监会：现阶段实行 T+0 交易的时机不成熟
其他事件		

资料来源：国务院，国家金融监督管理总局，证监会，上交所，深交所，北交所，五矿证券研究所

3.2. 供给侧：金融机构视角看“科技金融”

3.2.1. 银行

商业银行作为金融行业的“压舱石”，是维护金融系统稳定、服务实体经济、创新科技金融产品及服务的重要力量。1985 年，《中共中央关于科学技术体制改革的决定》提出“设立创业投资”“银行申请技术开发贷款”，拉开了我国科技金融探索的序幕，商业银行也是金融机构科技金融探索的先行者。做好“科技金融”大文章，既是商业银行服务实体经济“职能性”的体现，也是助力“金融强国”建设的内在要求。

破解科创企业融资困境，银行积极探索多样化科技金融服务模式。破解科创企业在传统信贷逻辑下融资难问题是银行做好“科技金融”大文章的关键。一是创新制度机制和经营模式，建立银行信贷支持科技创新的专项机制，完善“科技型企业识别标准”，推广“创新积分制”，在传统财务指标的基础上，新增科创企业专项指标（研发支出及人员占比、现金流覆盖研发支持占比等），引入人工智能技术，根据企业经营数据、信用情况等对科创企业进行精准画像，解决“识别难”的问题，提升政策准确性及有效性；建立“尽职免责”机制，解决营销人员“不敢贷”的问题；在科技资源密集的地方设立“科技支行”，在适合的风控体系下对企业进行精准支持。二是丰富科技金融产品体系。探索知识产权价值评估体系进行精准价值评估，开发知识产权证券化服务模式，以知识产权为基础资产发行 ABS 产品；基于科创企业非财务指标，开发“科技贷”“研发贷”“员工持股贷”等专项产品；通过各种担保方式，开展应收账款等质押贷款；多维度探索投贷联动经营模式；探索同各类科技创新基金全流程合作，开展“贷款+外部直投”等业务。三是建立与科技金融适配的风控体系，构建出贯穿信贷全流程的风险审查体系。

银行与央行协同发力，通过政策工具引导金融资源向科技企业倾斜。2018 年起，央行通过结构性货币政策工具精准引导信贷资金“活水”向新质生产力产业倾斜，有效构建了科技型中小企业信贷支持体系。央行数据显示，截至 2025 年 6 月末，科技创新和技术改造贷款累计签约金额超 2.2 万亿元，发放贷款超 8500 亿元；科技型中小企业外币贷款余额 3.5 万亿元，同比增长 22.9%，较同期全部贷款增速高 16.1 个百分点，有效的引导了信贷资源向科技领域倾斜。2025 年 4 月，中共中央政治局会议提出设立新型政策性金融工具，用于支持科技

创新、扩大消费等领域，目前 5000 亿新型政策性工具已投放完毕，重点投向数字经济、人工智能等领域。

AIC 加速布局，银行系“耐心资本”赋能新质生产力发展。我国于 2017 年启动金融资产投资公司（AIC）试点，五大国有银行分别设立工银投资、农银投资、建信投资、中银投资和交银投资五家 AIC 机构。诞生初期，五家 AIC 以市场化债转股、不良资产处置为目的，伴随宏观经济结构调整以及政策变化，AIC 不断进行转型和拓展，现在已转变为商业银行服务科技金融的重要组成部分。依托国有资本，AIC 基金将发挥产业引导作用，实现金融资本与地方经济发展的融合，将金融资源重点投向新质生产力方向，赋能区域经济发展，也是商业银行做好“科技金融”大文章的重要组成部分。

3.2.2. 保险

从负债端看，保险公司通过增加创新产品及服务供给，助力科技企业化险。保险公司积极探索构建完善的多层次、特色化保险服务体系，为科技型企业提供定制化的产品和服务，满足不同生命周期的科技型企业风险管理和保障需求。具体而言，从科技企业在技术研发、专利保护、成果转化等关键环节的风险管理需求出发，提供与生命周期阶段相适应、覆盖科技创新活动全流程的科技保险产品，从而解决科技企业由于研发风险较大不敢立项或采取保守技术路线的顾虑。保险服务方面，研究不同科技企业的风险特点，借助研发投入等核心指标，对不同科技企业进行精准的风险画像，同时加强保险公司与高校、科研机构及政府部门的合作，引入第三方评估机构，紧密结合行业发展趋势，提供与不同科技企业、不同生命周期相匹配的保险服务。

从资产端看，作为典型的中长期资金、耐心资本，保险资金持续加大入市比例，以产业思维布局优质成长企业股权，为科技金融引入源头活水。作为中长期资金的重要组成部分，保险资金具备投向科技创新领域的动力及空间。我国长债中枢或将长期维持低位，叠加化债背景下非标供给缩量、存款利率下调等因素，险企面临净投资收益下行的压力。2019 年，A 股上市险企净投资收益率维持在 4.50% 以上；2024 年，这一数值跌破 4.00%。稳健的保费收入带动资产端投资规模持续提升，出于负债端管理的需求，保险公司亟需增配权益资产应对利差损风险，险资具备入市的动力。从入市空间看，保险资金权益投资政策持续松绑。2025 年政府工作报告将“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市”作为资本市场下阶段重点工作。2025 年 1 月 23 日，国新办“大力推动中长期资金入市、促进资本市场高质量发展”发布会提出“力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股”；4 月，国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，部分综合偿付能力充足率档位的险企权益类资产配置比例上限调升；5 月，国新办“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”发布会进一步调降保险公司股票投资风险因子（调降 10%）。当前保险公司主要通过两条途径入市、参与科技金融：一是设立股票长期投资试点，投资科技类资产并长期持有；二是通过直接投资未上市公司股权、以 LP 形式参与私募股权基金、通过保险资管投资母基金（FOF）等形式参与创业投资。未来政策有望从延长考核周期、放宽权益投资比例上限、下调风险计提因子等方式对险企权益投资松绑。

3.2.3. 证券

金融供给侧改革深化，券商行业战略地位显著提升。当前我国已成为世界第二大经济体，拥有全球第二大资本市场，但金融业“大而不强”的问题仍十分突出，具体体现在金融支持实体经济质效不高，金融体系结构配置和效率仍有不足等方面。金融是实体经济的血脉，以金融高质量发展支持实体经济高质量发展，需要坚持深化供给侧改革。过往粗放式发展阶段，金融机构盲目发展、无序扩张，同质化、内卷化竞争严重，不仅影响资源配置效率，还导致

金融风险在系统内交叉传染。坚持金融供给侧改革，需要完善金融机构定位和治理、校正金融机构定位，将“功能性”放在首位。资本市场作为现代金融的核心，在提升直接融资比例、优化资源配置效率、高质量服务实体经济等方面将发挥至关重要的作用。作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”，证券行业应当分工协作、功能协调，头部机构以打造一流投行及投资机构为目标，承担维护金融稳定“压舱石”、提升国际金融话语权、引领资本高效流入实体经济、推动产业转型升级的重任；中小券商应当因地制宜，根据股东背景、区域优势、专业能力等资源禀赋，在细分领域深耕实现差异化、特色化经营。

以“投资+投行+投研+财富管理”联动模式打造一流“产业投行”，满足客户全方位、全生命周期的投融资综合金融服务。我国多层次资本市场持续完善，加上全面注册制实施、科创板跟投制度落地、创投市场发展，资本市场对于科创型中小企业的融资支持和价格发现功能越发完善，券商投行业务将协同私募子公司将业务资源向孵化期、成长期的企业倾斜。科技创新技术催生新业态、新技术、新模式，产业链间变化日新月异，核心技术项目估值和定价难度显著提升，对研究业务深度及与“投行+投资”协同性提出了更高的要求。券商研究所可以与政府部门、科研机构、高校、产业及上市公司、一二级市场投资机构建立更加紧密的合作交流机制，持续跟踪科技前沿动态，建立专业研究资料库和交流反馈机制，及时输出更加高效、更有价值的投研观点。依托“投行+投资+投研”联动模式，券商可以更加精准切入科技创新项目，持续扩展前沿项目储备、形成梯度培育体系，助力培育壮大新一代信息技术、人工智能、新能源等新质生产力产业集群，通过私募股权、IPO、债券融资、并购重组、资产证券化、股票质押式回购、资产管理等业务线的协同，推动金融、科技和产业的深度融合，以“产业投行”高质量服务实体经济。同时，以买方思维助力财富管理业务转型，在此过程中，券商将由单一通道中介商转向覆盖企业全生命周期投融资服务的综合金融服务商。

3.2.4. 公募基金

构建股债协同、主被动均衡发展的科技金融产品矩阵，为公募基金高质量发展注入新动能。作为资本市场价值投资、长期主义的践行者，公募基金为个人投资者搭建了连接资本市场与科技产业的桥梁，不仅降低了个人投资者的参与门槛，分散化、多样化的投资策略及产品还为投资者提供了不同风险收益比的选择。另一方面，科创企业具有风险大、投入高、周期长的特点，需要长期资本、耐心资本的陪伴。公募基金通过丰富科技金融产品矩阵、深化投研能力建设等参与科创企业投资，不仅促进市场对处于不同生命周期的科技企业进行合理估值定价，还有利于一二级市场良性互动机制的形成。权益产品方面，积极布局北交所、科创板、半导体、生物医药等主题型基金，加快发展 A500ETF、科创 50ETF 等科创被动指数型产品。固收产品方面，通过发行科创债 ETF、可转债 ETF、公募 Reits 等产品加大对科技创新的支持力度。公募基金可以将“短钱长投”，有利于降低市场波动率、提升市场稳定性，从而更好发挥专业投资者的定价能力和产品创设能力，促进市场价值发现功能进一步完善，完成资金到资本的转换，助力产业结构升级。

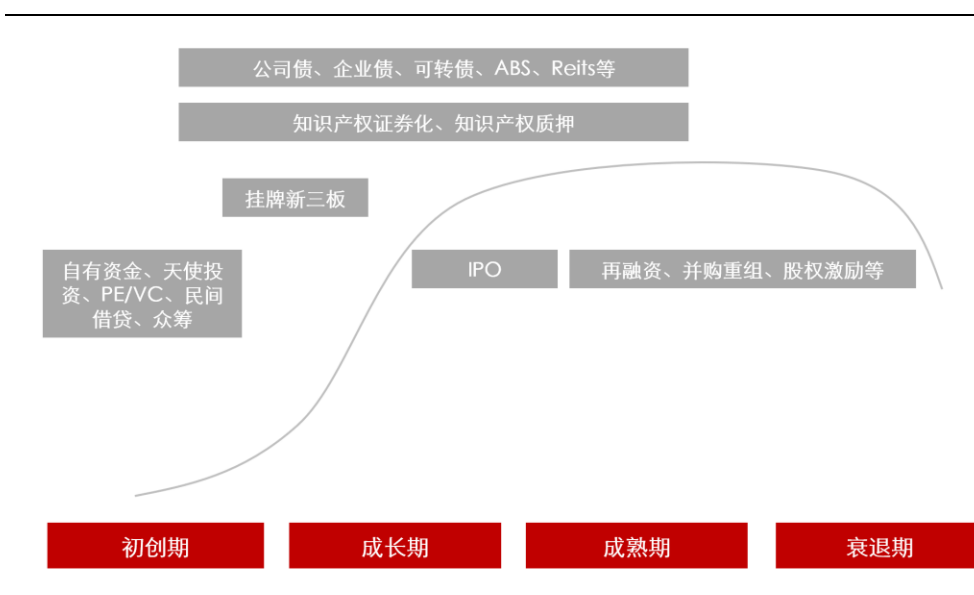
3.3. 需求侧：企业全生命周期视角看“科技金融”

企业全生命周期理论由美国管理学家伊查克·爱迪思（Ichak Adizes）创立，主要描述企业发展与成长动态轨迹的理论，涵盖初创、成长、成熟、衰退四个阶段，企业最终可能面临消亡、稳定或转向三种结局。处于不同成长阶段的企业依赖的融资来源不同，企业融资策略和融资结构也会随之发生改变。

在初创期，企业面临着市场前景不确定、资金短缺及新技术研发等多重挑战，由于产品还未具备产生稳定现金流能力，除了自有资金，企业主要依赖天使投资、PE/VC、民间借贷等方

式提供资金支持。成长期内，企业进入快速扩张阶段，产品逐渐获得认可、市场渗透率提升，现金流趋于稳定，但业务扩张仍需要大量资金投入，企业倾向选择银行贷款、发行债券、私募股权融资等方式获取资金，也可选择挂牌新三板融资。进入成熟期，企业市场份额稳固，盈利能力稳定，财务报表质量良好，企业可以选择的融资方式十分丰富，一方面可以通过留存收益开展经营活动，降低企业的融资成本和财务风险；另一方面，可以通过 IPO、发行债券、银行贷款、再融资等方式，拓宽资金来源、进行技术升级、优化股东结构。产业链内纵向并购以及跨产业链间横向并购也成为重要的融资方式。在衰退期，企业创新进入瓶颈期，盈利能力下降，融资需求转向资源整合及战略转型。一方面，企业通过内源融资可以降低财务风险；另一方面，可以通过产业并购、资产证券化等方式整合资源、探索新的业务增长点。

图表 42：覆盖企业全生命周期融资方式



资料来源：五矿证券研究所整理

3.3.1. PE/VC

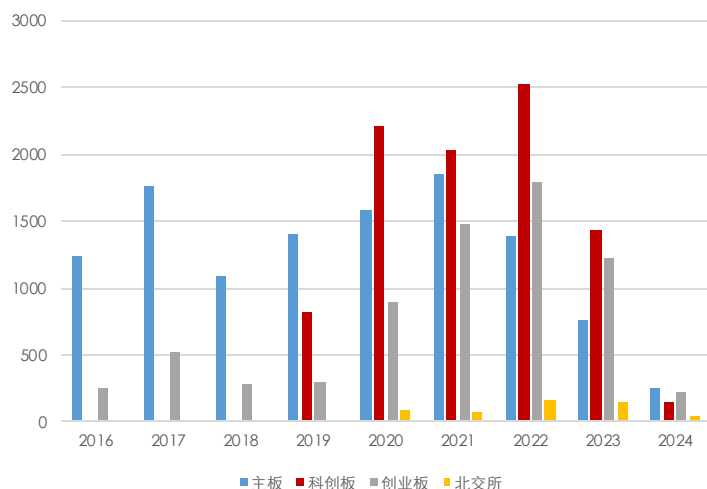
在科技型企业初创期和成长期时，传统融资方式难以满足融资需求，依靠 PE/VC 提供资金支持。我国创业投资始于 20 世纪 80 年代，1985 年，境内首家创业投资公司中国新技术创业投资公司成立。近年来，伴随着多层次资本市场的完善为创业投资的退出提供更多选择，既促进了一级市场的投资活动，同时为二级市场提供了优质标的公司，形成“投资—退出一投资”良性循环。私募股权创投基金已成为促进科技创新和新质生产力发展的关键驱动力之一。截至 2025 年二季度末，我国私募股权创投基金管理规模达到 14.4 万亿元，在投项目 15 万个，在投本金 8.97 万亿元。其中，投向高新技术企业数量和在投本金占比分别为 50% 和 54%，投向初创科技型企业数量和和投本金占比分别为 32% 和 21%。另外，注册制改革以来，九成以上的科创板公司、北交所上市公司和超过半数的创业板上市公司，在成长过程中均获得了私募股权创投基金的资本支持。

3.3.2. IPO

企业达到上市条件后，可以登陆资本市场进行 IPO 募资。我国已构建出定位分明、功能互补的多层次资本市场，转板制度不断完善，政策对于科创企业的包容度持续提升。成为上市公司后，科创企业融资方式持续拓宽，可以运用资本市场工具通过再融资、并购重组等方式补充资金。IPO 仍是股权投资市场最重要的退出方式。2025 年前三季度，中国股权投资市场合

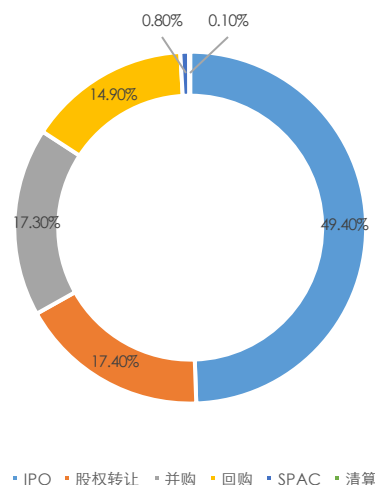
计发生 2029 笔退出案例，同比下降 29.2%，其中 IPO 共发生 1002 笔案例，占比 49.4%，同比上升 37.8%。

图表 43：各上市板块 IPO 募资规模（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 44：2025 年前三季度中国股权投资市场退出方式分布



资料来源：Wind，五矿证券研究所

选择 IPO 方式募资可以优化企业融资结构、降低企业杠杆经营风险，资金用于扩大生产规模、研发新产品线、拓展市场份额或偿还债务等用途。上市后，由于受到更严格的监管和信息披露要求，企业自身的运营更加规范化，企业的市场形象和品牌知名度得到显著提升，得以获取更多资源，从而在市场竞争中占据更有利的位置。IPO 还可以为企业带来股权激励机制的优势，通过向核心员工授予股票期权或限制性股票，企业可以将员工的利益与公司的长期发展紧密绑定，激励员工更加积极地为公司创造价值。股权激励机制不仅有助于吸引和留住优秀人才，还能提高员工的工作积极性和创造力，促进企业的创新和发展。

3.3.3. 并购重组

由于具备效率优势和资源整合能力，并购重组不仅是化解产能过剩、防止“内卷式”竞争、提升产业效率的有效手段，也为培育新质生产力注入新动能。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”）为资本市场高质量发展勾勒出新蓝图，“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”是重要战略部署。2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称“并购六条”），与新“国九条”和《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》形成协同效应，上市公司并购重组活跃度显著提升。“并购六条”在并购重组方面做出了系统且有分量的安排，主要包括：①支持上市公司向新质生产力方向转型升级，包括基于转型升级目的的跨行业并购、“两创”板块产业链上下游并购以及提升关键技术水平的未盈利资产收购等。②鼓励上市加强产业整合，鼓励私募基金积极参与并购重组。③进一步提高监管包容度，更好发挥市场优化资源配置作用。④提升重组市场交易效率，包括分期发行股份和可转债等支付工具、分期交易对价等，以提高交易灵活性和资金使用效率。⑤提升中介机构服务水平。⑥依法加强监管。上市公司可以借助并购重组实现新旧动能转化，同时出清低效产能、助力传统产业转型升级。海航集团在 2015—2017 年间进行频繁资本运作，并购总额高达 400 亿美元，涉及航空、金融、地产、零售、物流等数十个行业，最终因未能偿还债务而破产。跨界并购需要严格监管，但产业转型升级是企业成长中的正常需求，尤其是科创类企业。由于科技创新在不同行业间呈现出多点突破、交叉汇聚的态势，对于生产要素需求更

加多元化，产业结构呈现出网络化、节点化，并非简单的上下游关系，因此“并购六条”对于跨界并购给予了支持。支持上市公司收购未盈利资产是“并购六条”另一条重要措施。以思瑞浦收购创芯微为例，创芯微虽然处于亏损状态，但与思瑞浦在产品品类、技术和客户资源方面具有协同效应，思瑞浦成功收购创芯微有利于优势互补、获取新的利润增长点。“并购六条”提升了政策对于并购重组的包容性，比如优化股价分期支付机制、引入私募基金“反向挂钩”机制。科技型企业并购重组过程中面临更大的不确定性，因此会设置业绩承诺和补偿机制以减少收购方风险，但也同时导致高估值和不当激励等问题。设置分期支付机制或者或有支付机制可以根据标的资产价格表现分期支付并购价格，为上市公司并购交易提供了更加灵活的操作空间，同时降低交易双方的风险。“并购六条”首次在私募基金中引入“反向挂钩”机制，提升私募基金参与长期投资的积极性、为并购重组市场激发新活力，缓解“退出难”问题，畅通私募基金“募投管退”循环。

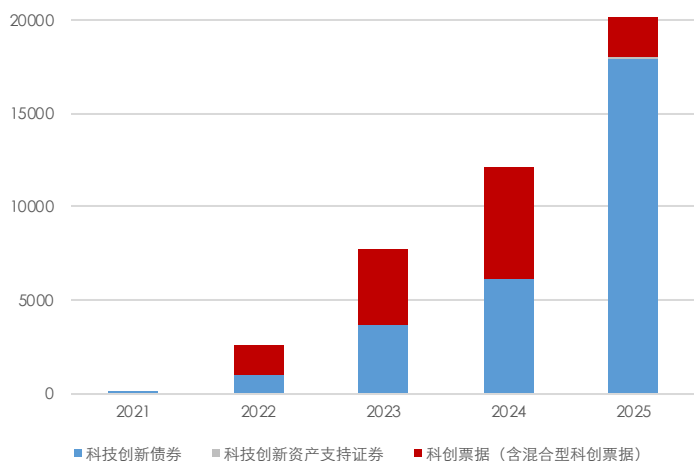
3.3.4. 债券

科创债

科创债是资本市场支持科技创新企业融资的重要工具。2015 年，为响应国务院《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，发改委于 11 月发布《双创孵化专项债券发行指引》，支持提供“双创孵化”服务的产业类企业或园区经营公司发行双创孵化专项债券，可以看作债券市场在科技金融上的初步尝试。2017 年，证监会发布《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，明确创新创业公司债券的发行主体、资金用途及配套政策，为创新创业公司和创业投资公司开辟了新的融资渠道和募资来源，引导资金流向创新创业领域，进一步提升了债市服务实体经济的能力。2021 年，科技创新公司债试点工作启动，脱胎于“双创债”，科创公司债对发行主体的科创属性要求更为明确，并将发行人分为科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类公司。2022 年，沪深交易所发布科创公司债上市指引，标志着科技创新公司债正式落地。与此同时，银行间市场交易商协会发布《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》，将科创票据定义为“科技创新企业发行或募集资金用于科技创新领域的债务融资工具，即科创主体类和科创用途类科创票据，其中科技创新企业需具有相应科技创新称号，用途类科创票据要求募集资金中 50% 以上用于支持科技创新发展”。2023 年 10 月，银行间市场交易商协会《关于明确混合型科创票据相关机制的通知》，混合型科创票据正式登场，募集资金主要用于科技创新领域，通过浮息含权条款、收益分成挂钩、股债联结转换等方式，使债券收益一定程度与科创企业的成长挂钩。2025 年 5 月，中国人民银行与证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，将科创债发行主体拓展至金融机构、科技型企业、私募股权投资机构和创业投资机构，并从丰富科技创新债券产品体系和完善科技创新债券配套支持机制等方面，对支持科技创新债券发行提出多项重要举措。试点中探索，我国多层次债券市场科创债权工具体系逐渐完善。

近年来，得益于债券市场顶层设计的完善和配套政策的出台，科创债市场迅速扩容。2021 年，仅科技创新债券发行 166.60 亿元，2025 年（截至 11 月 30 日）科创债发行 20160.87 亿元，相较 2024 年全年增加 65.54%；其中科技创新债券高达 17903.02 亿元，且在 5 月后呈现加速扩容的趋势，5 月-11 月发行规模达到 15970.09 亿元。2023-2024 年，科创票据创新提速，分别发行 4002.00 亿元和 6025.31 亿元。市场结构方面，央国企是科创债发行的绝对主力，2021 年以来，中央国有企业和地方国有企业分别发行 19006.40 亿元和 19007.83 亿元，占比 44.38%和 44.39%；民企发行 3341.10 亿元，占比 7.80%，民企参与科创债发行的热度近年来有所提升。作为债券市场服务科技金融的重要组成部分，未来科创债市场将在多层次债券市场顶层设计和制度创新方面发力，逐步提升对于民企和硬科技企业融资支持力度。

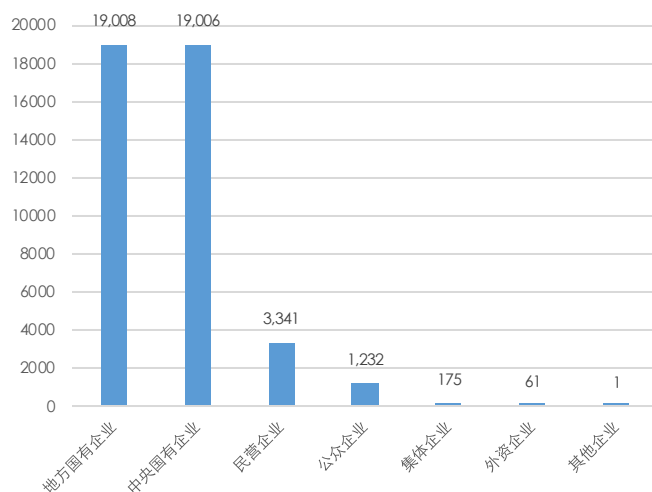
图表 45：2021-2025 年科创债发行分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：统计时间截至 2025 年 11 月 30 日

图表 46：2021-2025 年科创债发行人企业性质分布（单位：亿元）

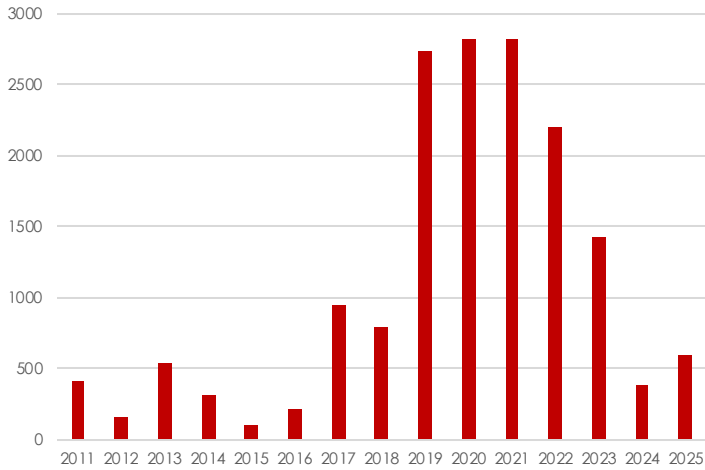


资料来源：Wind，五矿证券研究所

可转债

1992 年，我国资本市场发行了第一只上市公司可转债“宝安转债”，由于市场认可度不高、条款设计存在缺陷等原因转股失败，可转债市场发行成交持续清淡，这一时期可转债市场处于初步探索期，直到第二只、第三只可转债“南化转债”“丝绸转债”于 1998 年上市，可转债市场才重启发展。1997 年，国务院证券委员会发布我国可转债市场第一个规范性文件《可转换公司债券管理暂行办法》，对可转债的发行、上市、转股、偿还等条款做出了详细的规定。2001 年、2002 年，证监会相继颁布《上市公司发行可转换债实施办法》《关于做好上市公司可转换债券发行工作的通知》，可转债市场监管体系逐渐完备。2007 年，证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》，将可转债纳入证券发行统一监管范围，该文件也视作可转债市场纲领性文件并沿用至今。2017 年 2 月，为规范上市公司再融资行为，证监会颁布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》（简称“再融资新规”），再融资新规对非公开发行提出了更加严格规范的要求，不少上市公司的定增方案不再满足标准，可转债作为替代再融资工具迎来快速发展期。2020-2022 年，证监会相继颁布《可转换公司债券管理办法》《可转债交易实施细则》《关于适当性管理相关事项的通知》，可转债市场相关制度不断完善、迈入进一步规范发展期。2023 年 2 月，全面注册制落地后，对于企业上市和发行转债的标准迎来松绑，可转债市场供给有望进一步提速。

图表 47：2011-2025 年可转债发行规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：统计时间截至 2025 年 11 月 30 日

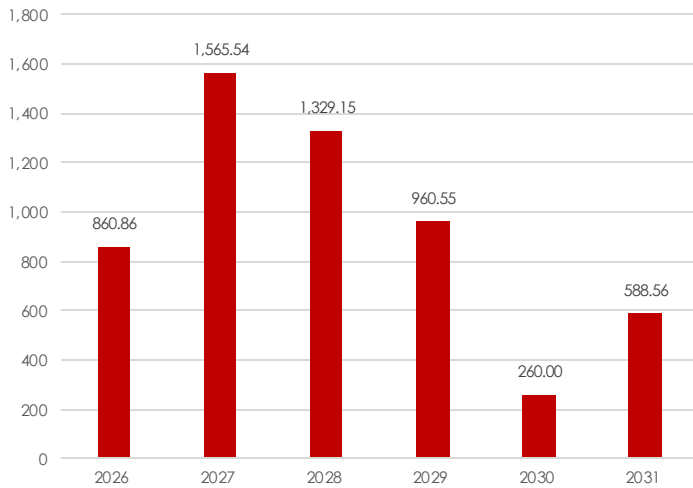
图表 48：2011-2025 年可转债存量余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

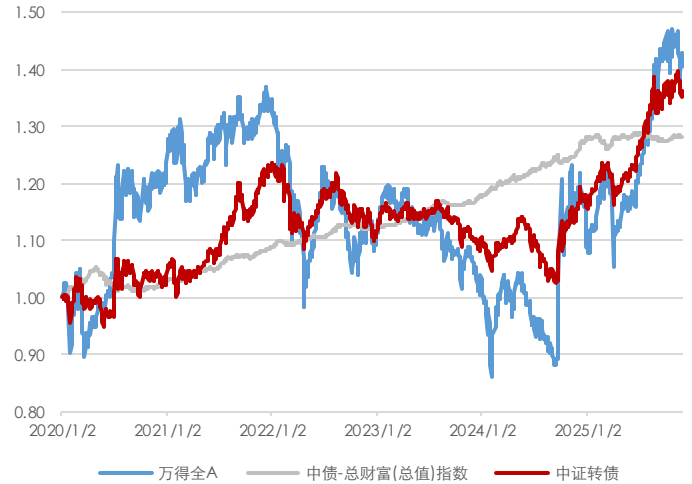
注：统计时间截至 2025 年 11 月 30 日

图表 49：2026-2031 年可转债到期规模（单位：亿元）



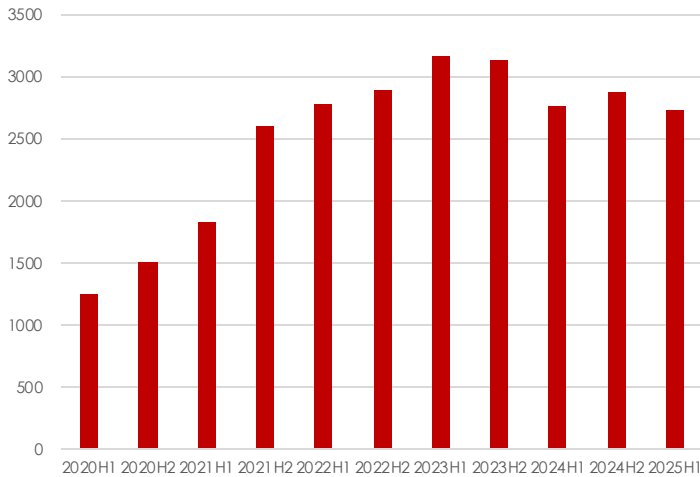
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 50：中证转债指数走势



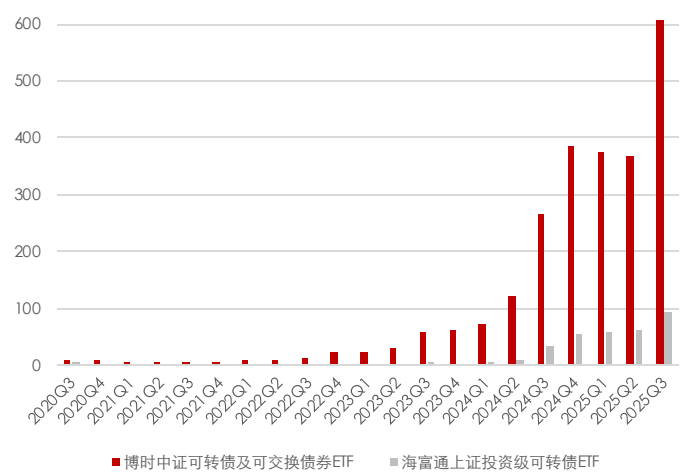
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 51：2020-2025Q3 年公募基金可转债持仓规模（单位：亿元）



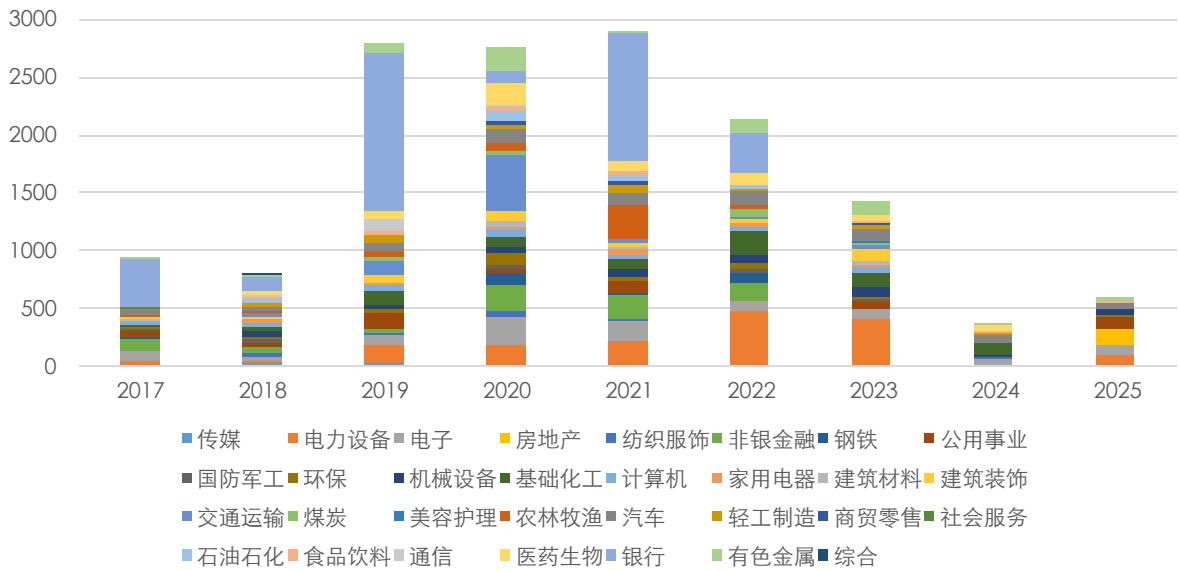
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 52：当前市场上两只可转债 ETF 上市基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 53：2011—2025 年可转债发行行业规模分布



资料来源：五矿证券研究所整理

注：此处可转债发行行业为对应正股所属申万一级行业，已剔除无对应正股转债

2017 年以来，可转债市场迅速扩容，当年新发可转债 949.67 亿元，同比大增 346.87%。2019-2022 年，受益于权益市场环境回暖、交易活跃度提升、政策进一步放松，可转债市场发行热度迅速提升，接连四年发行规模突破 2000 亿元。可转债存量规模从 2017 年起快速扩容，截至 2025 年 11 月 30 日，可转债存量 421 只，规模 5653.08 亿元，虽然相较 2024 年 7337.32 亿元（529 只）有所降低，仍位于近 10 年高位。从新发转债行业分布来看，2017 年可转债发行行业分布更加广泛，银行（3435.00 亿元）、电力设备（1622.82 亿元）、电子（913.75 亿元）发行规模最高。可转债“债券+看涨股票期权”的结构设计有利于降低发行人融资成本，当前存续转债面临在 2027-2028 年集中到期的压力，或将从供给侧推动转债市场扩容；从二级市场来看，长债利率中枢持续下行，纯债券资产收益空间收窄，可转债作为“固收+”产品增厚收益的重要工具，配置需求也将持续提升。

风险提示

- 1、全球经济贸易不确定性抬升风险。
- 2、中美关系再起波折风险。
- 3、国内经济复苏不及预期风险。
- 4、国内资本市场改革力度不及预期风险。
- 5、长债利率中枢持续下行风险。
- 6、金融监管政策趋严风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/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一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010