

宏观深度报告 20260409

“十五五”时期“科特估”的新征程

2026年04月09日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书: S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

■ 2026年第3期《求是》发表了习近平总书记的重要文章《走好中国特色金融发展之路，建设金融强国》。文章强调要“不断推进金融实践创新、理论创新、制度创新，积累了宝贵经验，逐步走出一条中国特色金融发展之路”，这为“科特估”估值体系的不断实践创新、理论创新指明了方向，提供了根本遵循；另外，学习领会文章精神，与西方金融模式本质区别是，中国金融市场的本质要做到“三个服务”，即“服务于国家战略、服务于实体经济、服务于人民”，这为“科特估”估值体系下构建起的“安全溢价”、“战略溢价”、“长期溢价”、“新技术溢价”和“新经营溢价”五维估值体系，提供了理论底座。

■ **国家安全是科技安全的根本保障，科技安全是国家安全的核心支撑，二者相互依存。**今年两会政府工作报告明确了“总体国家安全观”的核心导向：全面贯彻总体国家安全观，健全国家安全体系，加强重点领域国家安全能力建设，“十五五”时期的目标重点强调筑牢更巩固的国家安全屏障；同时，政府工作报告也对“科技安全”做出了核心部署：发挥新型举国体制优势，全链条攻关关键核心技术；提高基础研究投入比重，强化科技基础条件自主保障；建设三大国际科创中心，强化企业创新主体地位，加速科技成果转化。

在新时代大国竞争中，科技安全已上升为国家安全的战略核心，谁主导人工智能、量子、半导体、生物医药、空天科技、新能源等核心科技的经济体，谁就能主导未来国际格局。国家生存发展稳定不受威胁、不被卡脖子、不被颠覆，是现代国家安全观的核心变量。外部遏制、技术封锁、制裁、脱钩断链，本质是用国家安全名义打击科技安全，用科技安全手段威胁国家安全。未来，谁掌握前沿科技，谁就掌握国家安全的主动权。在国民安全和科技安全大背景下，自主可控的科技产业，不再是单纯的商业投资，而是国家战略资产配置的关键组成部分，这使得重塑自主可控科技产业的估值，构建社会主义“科特估”估值体系，就从“可选项”成为了“必选项”。

■ **实现和打通“科技赋能产业、资本滋养科技、产业反哺资本”的闭环。**习近平总书记多次强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”，强化科技创新对实体产业硬科技的赋能，锚定实体产业痛点布局核心技术攻关；发挥资本市场对科技创新的精准滋养，激活循环动能，构建适配科技企业全周期的融资体系；推动实体产业对资本市场的价值反哺，巩固技术、资金与实体经济形成正循环。“科特估”估值体系的核心任务，就是要通过制度创新、主体协同、生态优化，促进实现和打通“科技赋能产业、资本滋养科技、产业反哺资本”的闭环。

■ **资本市场在落实服务科技强国方面陆续推出了一系列重大举措。**吴清主席在两会记者会上指出，A股市场的科技叙事逻辑更加清晰和具象化。明确了“资本市场支持科技创新是逐步探索的过程”，鼓励市场形成“鼓励创新、宽容失败”的氛围。2024年以来，证监会在资本市场在服务科技强国方面陆续推出了一系列重大举措。2024年4月推出新“国九条”，形成“1+N”政策体系；2024年6月推出“科创板八条”，强调深化科创板改革，截至2025年底，科创板新增产业并购超160单；另外，科技十六条、并购六条，聚焦投早投小投硬科技，支持产业链整合与科创企业融资，截至2025年底，全市场披露重大资产重组超200单；2025年6月推出科创板“1+6”措施，设科创成长层，扩大第五套标准适用于AI、商业航天等前沿领域等，截至2025年底，科创成长层已有38家企业，覆盖人工智能、商业航天、生物医药等前沿领域。

近两年来，一系列重大举措取得了初步成效。作为科创板的标杆性指数的科创综指，2025年全年涨幅达到46.3%，显著跑赢市场主要宽基指数；科创板相关ETF总规模约3500亿元，产品数量达125只，是2024年底的3倍，科创板已成为“硬科技”价值发现与配置核心渠道。另外，寒武纪2026年3月13日发布了2025年年报，成为了首家退出科创板

相关研究

《清明假期海外市场回顾——海外周报 20260406》

2026-04-06

《3月份新增贷款与社融或均同比少增》

2026-04-06

科创成长层的企业，另外还有5家企业扭亏、年报公布后也将退层。分层机制从设立到成效显著，显示了支持科创企业融资新模式成功，科创板试验田改革初步取得成效，“科特估”估值体系作为一种实践创新、理论创新也得到了初步验证。

- **“十五五”新时期“科特估”新征程。**自2024年6月提出“科特估”这一理念以来，“科特估”是一个不断实践创新、理论创新的过程，是一个逐步由分歧走向共识的过程。“十五五”新时期，“科特估”将继续以“服务于国家战略、服务于实体经济、服务于人民”为使命，在当前全球大国竞争步入深水区、科技安全成为国家安全核心变量的宏观发展环境下，“科特估”力争在实践创新与理论创新做出进一步探索和突破。

“科特估”将继续积极探索两个“重塑”理念：一是**“重塑投资理念”**。引导市场走向符合国家战略的“价值投资”的长期投资理念，培育支持科技发展的“耐心资本”；引导广大投资者将个人投资利益与国家利益高度统一，而非脱离基本面的跟风非理性炒作、追涨杀跌；鼓励广大投资者投资于符合国家战略的高科技产业，实现国家战略、科技产业发展与投资者长期投资共赢。“科特估”将积极探索建立与长期慢牛相匹配的定价机制，通过估值逻辑的优化与市场机制的完善，引导市场估值中枢稳定在合理区间。“科特估”将实现估值与价值的动态平衡，为高科技产业与资本市场的长期健康发展贡献力量。二是**“重塑估值体系”**。改变长期以来盲目照搬照抄以西方传统估值方法的理念，逐步构架起以“服务于国家战略、服务于实体经济、服务于人民”为目标的社会主义估值体系，走好中国特色金融发展之路。“科特估”估值体系构建的是**“安全溢价”、“战略溢价”、“长期溢价”、“新技术溢价”、“新经营溢价”** 五维估值体系。“安全溢价”应给予拥有打破“卡脖子”局面、构建自主可控产业链能力和保障生产力安全的科技企业，这是国家生存权与发展权的兜底保障，其价值无法用短期利润衡量，应视为国家战略安全的“长期兜底资产”；“战略溢价”则应更多地考虑未来产业的成长性，是国家科技自立自强、产业升级、经济高质量发展的实施载体，连接着宏观经济的韧性与未来竞争力，其估值应包含对国家战略产业长期增长潜能的定价；“长期溢价”主要从投资的时间维度来考量，由于科技创新具有长周期、高风险、高回报的特征，而社会主义制度优势在于集中力量办大事，应给予国产替代产业跨周期的长期价值认可，不能因为短期投资收益的亏损或波动，而忽略其战略性资产属性的特征。“新技术溢价”是科技含量的价值支撑，围绕自主可控程度、研发成就与技术路径展开评估，研发投入占比、专利数量与质量、核心技术突破等均为关键指标。“新经营溢价”是实现路径，体现科技成果转化的商业化潜力，涵盖政府采购背书、产业趋势与市场空间三个层面。

- **风险提示：**科技产业发展周期偏长，当前仍处于基础设施的铺陈期和尖端科技的突破期，由科技突破至终端需求提升的传导效果仍然需要观察；估值水平不完全由长期系统化的资本市场方向决定，在业绩披露期前后估值可能出现波动；近期地缘政治局势变化较大，海外流动性预期收缩，一定程度上压制市场风险偏好。

内容目录

1. 时代背景：“十五五”新时期科技与产业发展的新要求	5
1.1. 现代产业体系构建：制造业强国支撑下的科技转型.....	5
1.2. 产业范围拓展：新兴产业规模化与未来产业前瞻化并行.....	5
2. 核心根基：“科特估”的理论体系与政策支撑	7
2.1. 理论根基：中国特色金融发展之路的原创性探索.....	7
2.2. 政策支撑：多层次全链条的战略保障网络.....	7
3. 实践成效：“科技—资本”良性循环加速形成	8
3.1. 指数与业绩双升：“科特估”价值凸显.....	8
3.2. 市场生态优化：科创板引领“硬科技”价值发现.....	8
4. 估值逻辑：“科特估”的五维体系与实践样本	9
4.1. 五维估值体系.....	9
4.1.1. 安全溢价.....	10
4.1.2. 战略溢价.....	10
4.1.3. 长期溢价.....	10
4.1.4. 新技术溢价.....	10
4.1.5. 新经营溢价.....	10
4.2. “科特估”五维估值体系具体指标及说明.....	11
4.2.1. “安全溢价”指标及说明.....	11
4.2.2. “战略溢价”指标及说明.....	11
4.2.3. “长期溢价”指标及说明.....	12
4.2.4. “新技术溢价”指标及说明.....	12
4.2.5. “新经营溢价”指标及说明.....	12
4.3. “科特估”估值体系更加清晰和具象化.....	13
4.3.1. 集成电路：寒武纪从分歧到共识估值重塑的思考.....	13
4.3.2. 生物制药：从跟随模仿升级源头引领的价值重塑.....	15
5. 新征程展望：“十五五”时期“科特估”的深化与拓展	17
5.1. 金融强国战略下，资本市场地位显著提升.....	17
5.2. 核心支撑：长线资金持续流入筑牢估值基础.....	18
5.3. 路径拓展：构建自主可控科技生态，保障科技安全.....	18
5.4. 核心目标：建立与长期慢牛匹配的估值体系.....	18
5.5. 核心任务：“科技创新、资本市场、实体产业”的良性循环.....	19
5.5.1. 强化科技创新对实体产业的硬核赋能.....	19
5.5.2. 发挥资本市场对科技创新的精准滋养，激活循环动能.....	19
5.5.3. 推动实体产业对资本市场的价值反哺，巩固循环闭环.....	20
6. 结语	20
7. 风险提示	20

图表目录

图 1: “十五五”期间现代产业体系和科技创新的新内涵.....	6
图 2: 现代产业体系、新兴产业与未来产业.....	6
图 3: 科创板公司市值分布（亿元）.....	9
图 4: 各板块指数化投资比例.....	9
图 5: 估值体系的多元化.....	19
表 1: “十五五”规划拓宽战略新兴产业的定义.....	7
表 2: 科创指数估值业绩双重提升（20250120-20251231，%）.....	9

1. 时代背景：“十五五”新时期科技与产业发展的新要求

1.1. 现代产业体系构建：制造业强国支撑下的科技转型

“十五五”时期作为基本实现社会主义现代化的关键铺垫阶段，明确了“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”的核心导向，而制造业强国建设正是现代产业体系的核心支柱与科技转型的根本支撑。这一时期的现代产业体系，以智能化、绿色化、融合化为发展方向，强调通过科技创新重塑制造业价值链，实现从制造大国向制造强国的飞跃。

科技转型并非简单的技术叠加，而是产业链、创新链、资金链、人才链的深度融合。“十四五”期间，至2024年我国“三新”经济增加值占GDP比重已达18%，高新技术产业规模持续壮大，为“十五五”科技转型奠定了坚实基础。进入“十五五”新周期，政策更加强调产业基础再造和重大技术装备攻关，通过滚动实施制造业重点产业链高质量发展行动，推动传统产业数智化转型，同时以先进制造业为骨干，构建传统产业升级和新兴产业引领的双轮驱动格局。依托新型举国体制，政府、企业、高校院所协同发力，在集成电路、工业母机等“卡脖子”领域集中突破，既保障产业链供应链安全，又为科技产业发展提供了广阔应用场景，制造业的坚实基础与科技的创新活力形成双向赋能，成为“科特估”的核心基本面支撑。

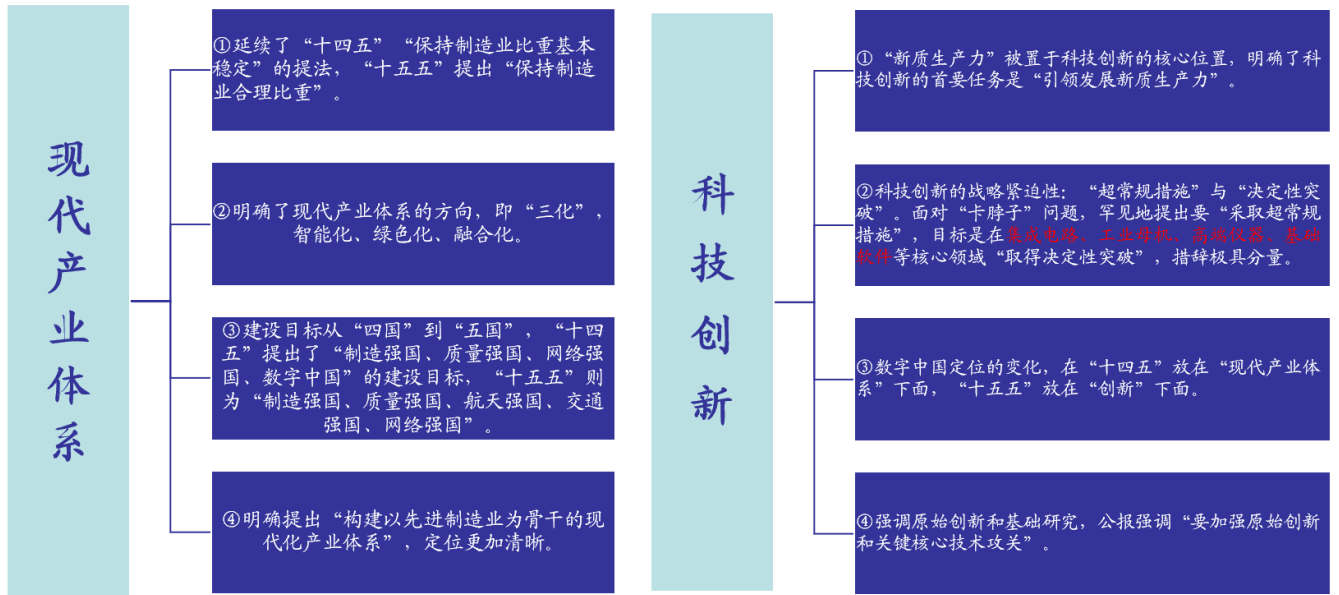
1.2. 产业范围拓展：新兴产业规模化与未来产业前瞻化并行

2026年1月30日，中央政治局集体学习以“前瞻布局和发展未来产业”为主题，明确了未来产业在强国建设、民族复兴伟业中的战略地位。“十五五”规划从国家战略层面面对科技创新产业提前布局，战略性新兴产业的规模化与未来产业的前瞻化并行推进，为“科特估”明确了新的价值方向。

战略性新兴产业已从培育期迈入成长期，新能源、新材料、商业航天等领域政策支持持续加码，形成各具特色的产业集群，成为新质生产力的重要载体和“科特估”的核心覆盖领域。未来产业的布局则彰显国家战略前瞻性，量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等被明确列为重点发展方向。工业和信息化部联合七部门印发相关实施意见，将未来产业划分为六大方向并谋划国家科技重大项目。根据中国工业互联网研究院测算，2024年中国未来产业产值规模约11.7万亿元，2025年、2026年未来产业产值规模预计为13.4万亿元、15.5万亿元，2024至2026年复合增长率将达15%。

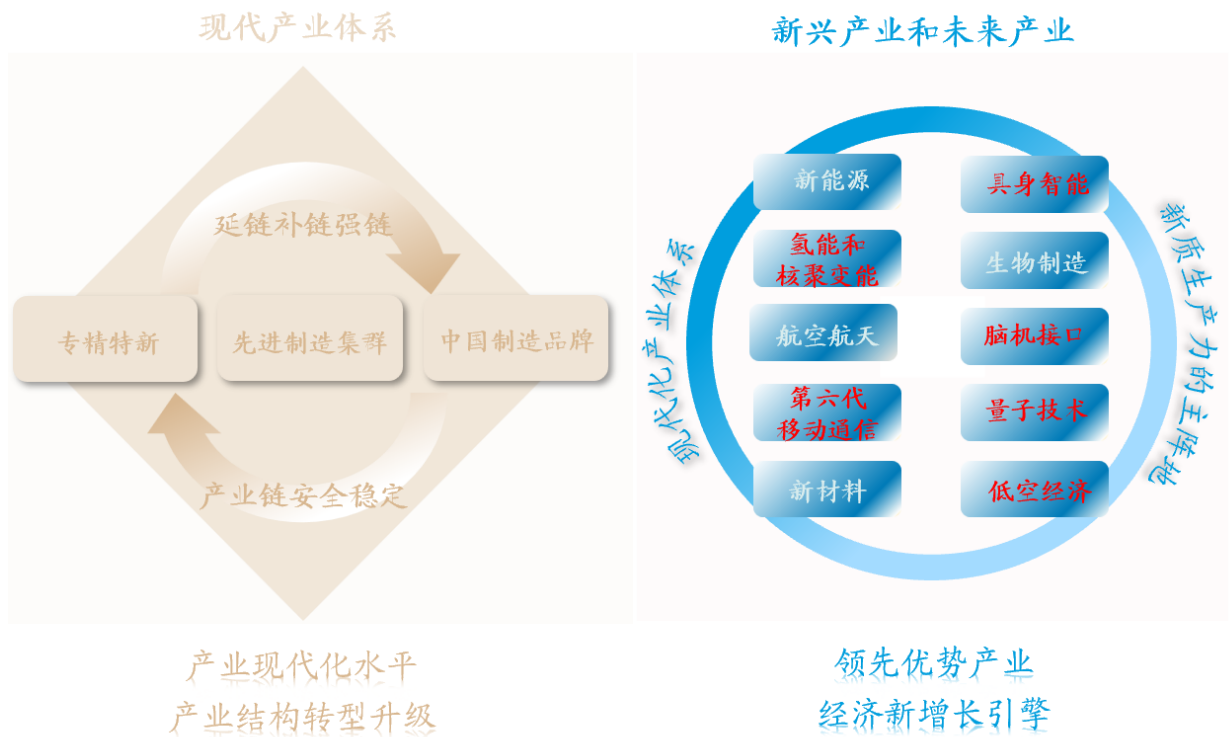
产业范围的拓展本质上是科技与经济深度融合的必然结果。“十五五”时期，政策不再局限于单一产业扶持，而是强调新技术、新产品、新场景的大规模应用示范，形成“技术突破—场景应用—规模扩张—技术再研发”的良性循环，为“科特估”提供了广阔的价值成长空间。

图1：“十五五”期间现代产业体系和科技创新的新内涵



数据来源：“十五五”规划纲要，东吴证券研究所

图2：现代产业体系、新兴产业与未来产业



数据来源：“十五五”规划纲要，东吴证券研究所绘制，红色为“十五五”规划新增内容

表1: “十五五”规划拓宽战略新兴产业的定义

五年规划	时间	战略新兴产业的范围变化
十二五	2010-2015	节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车
十三五	2016-2020	五大领域(网络经济、高端制造、生物经济、绿色低碳和数字创意)、八大产业(新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保和数字创意)
十四五	2020-2025	新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保及航空航天、海洋装备
十五五	2026-2030	新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业,量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业

数据来源:“十五五”规划纲要,东吴证券研究所

2. 核心根基:“科特估”的理论体系与政策支持

2.1. 理论根基:中国特色金融发展之路的原创性探索

2026年第3期《求是》发表的习近平总书记重要文章《走好中国特色金融发展之路,建设金融强国》,为“科特估”的深化发展提供了根本遵循。文章明确的金融“三个服务”本质——服务于国家战略、服务于实体经济、服务于人民,构成了“科特估”理论体系的价值内核。与西方传统估值体系聚焦短期财务回报不同,“科特估”立足中国金融实践创新,构建起具有中国特色的理论框架,并非对西方估值方法的简单修正,而是基于科技产业发展规律与国家战略需求的原创性探索。其核心是注入“安全溢价”、“战略溢价”、“长期溢价”、“新技术溢价”、“新经营溢价”,打破单一盈利指标的估值局限,为高研发投入、长周期回报的“硬科技”企业提供更具适配性的价值衡量标准。

两年实践已印证这一理论的有效性:“科特估”板块估值与业绩同步提升,科创综指2025年涨幅达46.3%,显著跑赢市场主要宽基指数,彰显了理论创新对市场认知的引导作用。

2.2. 政策支持:多层次全链条的战略保障网络

“科特估”的实践探索始终与国家科技战略同频共振,党的一系列重大部署构成其清晰的行动指南:2016年全国科技创新大会首次明确建设世界科技强国目标,2022年党的二十大提出2035年实现高水平科技自立自强,2025年党的二十届四中全会更将“科技自立自强水平大幅提高”列为“十五五”时期核心目标,聚焦AI、量子、集成电路等前沿领域破解“卡脖子”问题,形成“科特估”精准发力的政策坐标系。

资本市场对战略部署的快速响应,为“科特估”落地提供了坚实制度保障。2024年新“国九条”构建“1+N”政策体系,“科创板八条”强化“硬科技”服务定位,推动科创板新增产业并购超160单;2025年科创板“1+6”措施设立科创成长层,将第五套上

市标准扩围至 AI、商业航天等领域，截至 2025 年底已有 38 家前沿企业入驻。此外，科技十六条、并购六条等政策协同发力，引导资本“投早投小投硬科技”，全市场重大资产重组超 200 单，形成多层次、全链条的政策支持网络。

3. 实践成效：“科技—资本”良性循环加速形成

3.1. 指数与业绩双升：“科特估”价值凸显

“科特估”理念提出以来，在政策与产业升级的双重驱动下，相关指数呈现显著的估值修复与业绩增长态势。作为构筑中国科创势力“标杆性指数”的科创综指，2025 年全年涨幅达到 46.3%，显著跑赢市场主要宽基指数；截至 2025 年 12 月 31 日，科创板相关 ETF 总规模约 3500 亿元，产品数量达 125 只，是 2024 年底的 3 倍；估值方面，2025 年 1 月 20 日至 2025 年 12 月 31 日，科创综指市盈率（PE TTM 口径）提升 66.14%，总市值增长了 52.28%，实现估值大幅跃迁；业绩方面，2025 年度，科创综指成分上市公司营业收入同比增速从 2025 年一季报的 2.03% 提升至 2025 年年报的 9.88%，归母净利润增速从 2025 年一季报的 -54.06% 提升至 2025 年年报的 23.38%，呈逐季度攀升态势，彰显了科技产业基本面持续改善。科创板已成为“硬科技”价值发现与配置核心渠道。

3.2. 市场生态优化：科创板引领“硬科技”价值发现

科创板作为“科特估”实践的核心载体，已成为“硬科技”价值发现的核心渠道。截至 2025 年底，科创板上市公司达 600 家，总市值突破 10 万亿元以上，其中 12 只股票市值超过 1000 亿元，合计市值约 3.3 万亿元，形成一批具有行业影响力的科技龙头企业；七成企业获评国家级专精特新“小巨人”或制造业单项冠军，集成电路领域超 120 家企业覆盖设计、制造、封测全链条，推动产业自主化水平显著提升。

1) 研发投入方面，2025 年前三季度，科创板公司研发投入总额高达 1197.45 亿元，达到板块净利润的 2.4 倍，研发强度中位数达到 12.4%，远高于其他板块，彰显资本对技术创新的精准赋能。

2) 市场资金层面，科创板相关 ETF 规模从 2024 年底的约 1000 亿元增至 2025 年年底的约 3500 亿元，占 2025 年 12 月 31 日科创板自由流通市值的 7.5%，成为 A 股指数化投资比例最高的板块；2025 年超六成科创板公司推出 2024 年度现金分红方案，年度累计分红总额 388 亿元，形成“资本支持创新、创新反哺资本”的良性循环。

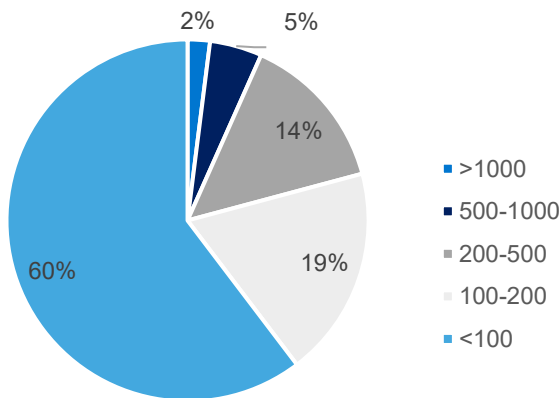
3) 在 AI、商业航天等前沿领域，一批企业借助“科特估”估值逻辑获得资本支持，实现从技术突破到产业落地的跨越，如国产大模型迈向场景应用、商业火箭技术进入工程化阶段，印证了估值体系对产业发展的催化作用。

表 2: 科创指数估值业绩双重提升 (20250120-20251231, %)

指数名称	涨幅	估值 (PE TTM) 提升	总市值提升	营收同比增速				归母净利润同比增速			
				2025Q1	2025H1	2025Q1-2025Q3	2025Q1-2025Q4	2025Q1	2025H1	2025Q1-2025Q3	2025Q1-2025Q4
科创50	35.92	92.68	41.73	-6.13	-1.67 ↑	3.36 ↑	5.49 ↑	-76.60	-44.90 ↑	-19.27 ↑	-17.36 ↑
科创综指	46.30	66.14	52.28	2.03	4.53 ↑	7.67 ↑	9.88 ↑	-54.06	-15.28 ↑	7.67 ↑	23.38 ↑
纳斯达克指数	27.19	-11.06	25.34	-79.15	-80.07 ↓	-79.91 ↑	-80.80 ↓	100.07	103.38 ↑	105.98 ↑	105.75 ↓

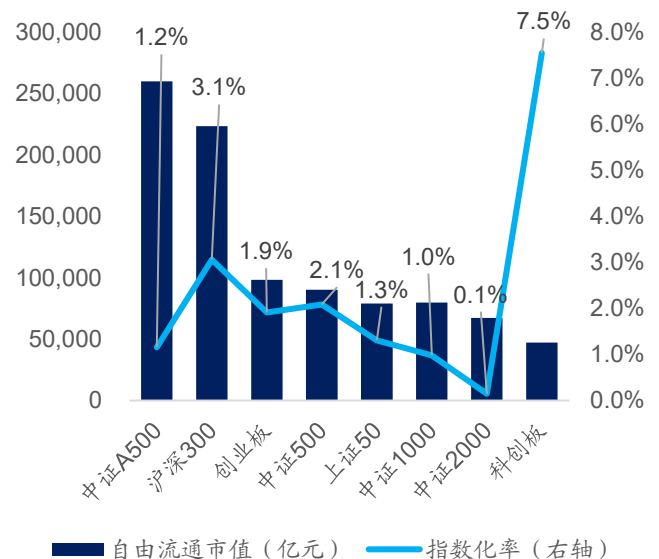
数据来源: wind, 东吴证券研究所, 箭头代表较上一季度增长/降低

图3: 科创板公司市值分布 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所, 截至 20251231

图4: 各板块指数化投资比例



数据来源: wind, 东吴证券研究所, 指数化率为板块或指数的挂钩ETF产品规模/板块或指数的自由流通市值, 截至 20251231

4. 估值逻辑: “科特估” 的五维体系与实践样本

4.1. 五维估值体系

实践证明, “科特估” 构建起的“安全溢价”、“战略溢价”、“长期溢价”、“新技术溢价”、“新经营溢价” 五维估值体系, 更符合中国的国情和市情、更符合中国金融市场的本质、更契合科技产业的发展规律。

4.1.1. 安全溢价

“科技安全”是新时代“国家安全”的制高点，是国家生存权与发展权的底座。构建自主可控产业链能力和保障生产力安全、打破“卡脖子”局面的科技企业，是国家生存权与发展权的兜底保障，其估值无法用短期利润衡量，应视为国家战略安全的“长期兜底资产”，应从“国家安全”的高度给予溢价和定价。在全球大国竞争进入深水区的今天，科技安全已成为国家安全的第一核心变量。自主可控科技产业，不再是单纯的商业投资，而是国家战略资产配置的关键组成部分。当下，构建国家安全屏障成为中国最重要的目标，国家安全是国家的保障，科技安全则是国家安全的重要抓手，在传统产业保障领土安全的同时，科技产业保障的是信息技术和生产力的安全，在信息时代，科技安全是国家安全的核心支撑、战略基础。因此，在“科特估”的五维估值体系中，“安全溢价”位于第一优先级。

4.1.2. 战略溢价

战略溢价侧重于未来产业的成长性，是国家科技自立自强、产业升级、经济高质量发展的实施载体，其连接着宏观经济的韧性与未来竞争力，其估值应包含对国家战略产业长期增长潜能的定价。“战略溢价”是“科特估”的核心前提，本质是企业在国家长期战略中的定位与不可替代性。

4.1.3. 长期溢价

科技产业具有 0 到 1、1 到 N 规模化扩张的二个阶段演进规律，具备长周期、高投入、高风险与高回报的本质特征，应立足科技创新完整生命周期。社会主义具有集中力量办大事的制度优势，这是具备核心竞争力与长期成长性的科技产业的核心竞争力和制度保障，应给予国产替代产业跨周期的长期价值认可，不能因为短期投资收益的亏损或波动，而忽略其战略性资产属性的特征。

4.1.4. 新技术溢价

聚焦前沿技术的原创性、颠覆性与代际引领力，是抢占全球科技制高点、塑造未来产业格局的核心动能，其估值应体现对打破原有技术壁垒和产业格局，定义下一代产业标准的前瞻性给予溢价和定价。

4.1.5. 新经营溢价

着眼于科技企业与时俱进，因地制宜的组织资源能力，在治理机制、资源配置、激励体系与商业化路径上敢于突破，形成适配前沿技术迭代与产业生态扩张的现代化经营能力。其不仅是管理效率的提升，更是科技企业将技术创造力高效转化为商业竞争力、持续引领产业变革的独特组织优势，其估值本质是对科技企业先进经营体制与长期价值创造能力的确定性溢价和定价。

“科特估”五维估值体系的构建，是立足全球大国竞争格局、紧扣科技安全核心定

位的重要理论与实践创新。以国家安全为首要导向，以未来战略为发展引领，以长期投资为价值标尺，辅以技术创新与经营能力的双重支撑，既贴合新时代国家安全与产业发展的核心需求，又为自主科技产业的价值定价确立了清晰的标准，为引导资本向科技强国建设聚焦、推动科技企业从跟跑到领跑提供了关键的价值指引，助力自主科技产业在全球科技竞争中筑牢国家战略安全屏障，夯实经济高质量发展的科技根基。

4.2. “科特估” 五维估值体系具体指标及说明

4.2.1. “安全溢价” 指标及说明

“安全溢价” 包含五项核心指标，具体说明如下：

- 1) **安全地位**：是否处于国家关键科技安全领域，能否突破“卡脖子”技术、保障产业链供应链自主可控。
- 2) **不可替代性**：是否为产业链安全核心环节，能否对冲外部制裁、技术封锁、脱钩断链风险。
- 3) **战略兜底价值**：是否构成国家生产力安全、数字安全、生物安全、空天安全的基础支撑。
- 4) **自主可控程度**：核心技术、核心零部件、生产设备的国产化率，是否建立独立于外部风险的供应链体系，避免“脱钩断链”冲击。
- 5) **安全贡献实效**：已实现的技术突破对保障国家关键领域安全的实际作用，如是否打破国外垄断、降低依赖度等量化成效。

4.2.2. “战略溢价” 指标及说明

“战略溢价” 包含五项核心指标，具体说明如下：

- 1) **长期战略**：企业所处行业是否纳入国家中长期发展规划、新兴产业目录或未来产业布局，是否契合科技自立自强、产业升级的核心方向。
- 2) **产业安全**：企业所在行业或领域有明确的国家级文件或项目支持，符合国产化标准，且关系到国家安全和全局。
- 3) **战略资源获取力**：获取国家补贴、产业引导基金、“国家队”资本注资等支持的规模与持续性，反映国家对其长期战略价值的认可程度。
- 4) **产业链协同价值**：是否为产业链关键枢纽企业，能否带动上下游企业协同创新，助力构建自主可控的产业生态，提升产业整体竞争力，是否贡献新增就业岗位。
- 5) **长期增长势能**：在国家战略持续推进背景下，企业所在赛道的市场空间、增长速度，以及企业在赛道中的先发优势与份额提升潜力。

4.2.3. “长期溢价”指标及说明

“长期溢价”包含五项核心指标，具体说明如下：

- 1) **研发周期适配性**：是否符合科技研发“0到1”探索、“1到N”规模化的长周期规律，是否聚焦国产替代核心赛道，研发投入具有持续性。
- 2) **长期成长确定性**：国家战略支持的稳定性（如政策延续性、资金支持长效性），产业赛道的生命周期阶段（成长期 / 扩张期优先），市场需求的长期刚性。
- 3) **抗周期能力**：业绩是否不受短期经济周期、行业波动影响，核心技术研发与产业化推进是否具备逆周期韧性，具备长期资产配置价值。
- 4) **跨周期投入定力**：研发投入占比的稳定性与增长持续性，即使短期盈利波动仍保持高强度研发的能力，体现对长期价值的坚守。
- 5) **国产替代进度**：在细分领域的国产替代率及提升速度，能否在长周期中逐步替代进口产品，实现市场份额的持续扩张。

4.2.4. “新技术溢价”指标及说明

“新技术溢价”涵盖七大核心指标，具体说明如下：

- 1) **研发周期适配性**：是否符合科技研发“0到1”探索、“1到N”规模化的长周期规律，是否聚焦国产替代核心赛道，研发投入具有持续性。
- 2) **技术壁垒高度**：核心技术的专利保护强度（发明专利数量及质量）、技术门槛，是否形成难以被复制的技术护城河。
- 3) **研发投入强度**：研发费用占营业收入比例、研发投入同比增长率，以及投入向核心技术转化的效率。
- 4) **科研成果转化**：专利产业化率、技术成果落地为产品 / 服务的速度，无形资产（知识产权、技术品牌）的商业变现能力。
- 5) **科研团队实力**：核心研发人员的稳定性、行业影响力，研发团队的梯队建设，以及与高校、科研院所的协同创新能力。
- 6) **技术引领潜力**：是否参与或主导国际、国内产业标准制定，前沿技术研发进展（如实验室成果向产业化转化的阶段性突破），能否塑造下一代产业格局。
- 7) **封锁突破成效**：在海外科技封锁背景下，技术自主化的突破进展，是否摆脱对国外核心技术、设备的依赖，实现技术自立。

4.2.5. “新经营溢价”指标及说明

“新经营溢价”包含七大关键指标，具体说明如下：

- 1) **治理机制适配性**: 是否建立适配科技企业发展的现代化公司治理结构, 决策效率、风险管控能力是否贴合前沿技术迭代节奏。
- 2) **资源配置效率**: 研发资源、人才资源、资本资源的配置是否聚焦核心业务与技术创新, 能否快速响应产业生态扩张需求。
- 3) **激励体系有效性**: 是否建立市场化的人才激励机制 (如股权激励、项目分红), 能否吸引并留住核心研发与管理人才, 激发组织创造力。
- 4) **商业转化能力**: 政府订单、市场化订单的获取规模与增长性, 研发创造的收入占比 (即科技成果转化), 商业化路径的可持续性。
- 5) **市场竞争力**: 在国内及全球市场的占有率, 产品 / 服务的核心竞争力 (如技术优势转化的性价比、品牌认可度), 盈利稳定性与增长潜力。
- 6) **生态构建能力**: 能否联动产业链上下游、合作伙伴构建产业生态, 通过资源整合提升行业话语权, 支撑长期价值创造。
- 7) **管理团队韧性**: 管理团队的稳定性、行业经验与战略眼光, 分红、回购等回报股东的政策导向, 以及应对市场变化的快速调整能力。

4.3. “科特估” 估值体系更加清晰和具象化

吴清主席在两会指出, A 股市场的科技叙事逻辑更加清晰和具象化。政策明确“资本市场支持科技创新是逐步探索的过程”, 鼓励市场形成“鼓励创新、宽容失败”的氛围。“科特估”估值体系也是一个逐步探索的过程, 自 2024 年 6 月提出之后, 也经历了一个由分歧走向共识, 由一个模糊理念走向一个理论创新体系逐步成熟的过程, 也更加清晰和具象化。今年《政府工作报告》中提出的“打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人”等六大新兴支柱产业, 是“科特估”估值体系主要覆盖和研究的产业, 下面更加具象化地就集成电路、生物制药两个产业, 进一步探索和回顾下“科特估”估值体系重塑之路。

4.3.1. 集成电路: 寒武纪从分歧到共识估值重塑的思考

集成电路一直被国家定义为支撑数字经济与新质生产力的战略性、基础性、先导性产业, 今年两会明确其战略定位为六大新兴支柱产业之首, 是科技自立自强、数字经济底座。芯片领域是数字经济的核心基础设施。寒武纪作为国内芯片领域的领军企业, 成立初期面临着研发投入高、市场空间仍在孕育的行业共性问题, 连续多年处于亏损状态, 且收入规模较小, 市场对其估值存在较大争议。2024 年 6 月提出“科特估”之时, “科特估”主张要从“安全溢价”、“战略溢价”、“长期溢价”等维度对寒武纪进行估值重塑, 当时业内和市场对寒武纪的估值分歧和争论较大, 核心是传统的估值体系不认可。随着“科特估”估值体系的不断实践和创新, 寒武纪从持续亏损到实现盈利, “科特估”估值体系、寒武纪的估值重塑从分歧走向共识。寒武纪估值重塑的历程, 是“科特估”五维

估值体系的生动实践。

1) “安全溢价”：AI 技术是全球竞争的下一个制高点，算力芯片作为其核心，海外的技术封锁与供应链封锁愈演愈烈。寒武纪作为国内少数具备全栈式智能芯片研发能力的企业，打破了“卡脖子”局面，其自主研发的智能处理器指令集架构与芯片产品，直接填补了国内高端 AI 算力芯片的空白，有效保障了 AI 的自主可控，为国家安全与产业新格局构筑了起坚实屏障。这种关乎国家生存权和发展权的保障价值，为寒武纪的估值奠定了坚实底线。

2) “战略溢价”：寒武纪所处的人工智能行业是全球科技竞争的重要领域，且处在爆发的孕育期。同时芯片领域是数字经济的核心基础设施，直接关系到国家科技安全与产业升级，是“十五五”规划中“全链条推动集成电路关键核心技术攻关”的战略导向，具备不可替代的战略地位。“科特估”估值体系不单纯以短期盈利为标准，而是充分认可其核心战略溢价。

3) “长期溢价”：与全球芯片行业共性一致，寒武纪成立初期同样面临研发投入巨大、市场培育周期长、短期亏损且波动较大的困境。“科特估”估值体系认为，社会主义具有集中力量办大事的制度优势，为符合国家战略的产业的长期发展提供了制度保障和坚定信心，应以长期主义给予其长期溢价。寒武纪的成功上市，且在从 0 到 1 的阶段，得到了资本市场各方的有力支持，最后实现了 0 到 1 的突破。目前寒武纪已进入 1 到 N 的新征程，这一阶段既是市场份额快速提升的关键期，更是产业链协同深化、开始建立国产生态体系的黄金期，更需要坚定长期溢价的核心逻辑、以长周期视野看待其规模扩张、持续研发投入和生态构建的进程。与资本市场长期定价机制相匹配，相信寒武纪未来长期溢价估值空间将会再次得到市场验证。

4) “新技术溢价”：寒武纪持续深耕自主研发，构建起了深厚技术壁垒，专注智能处理器指令集架构自主设计，形成全场景智能芯片产品体系。截至 2026 年 2 月 6 日累计拥有核心专利数千项，芯片关键指标接近国际先进水平，在国内同行业稳居领先地位。技术上的持续突破为其估值提升奠定了坚实基础，随着 AI 需求的爆发与国产替代进程的加速，其新技术溢价将会逐步转化为市场竞争力。

5) “新经营溢价”：2025 年以来，寒武纪的新经营溢价得到初步兑现，实现了从亏损到盈利的关键跨越。2025 年一季度公司基本每股收益 0.85 元，二季度增至 2.50 元，三季度进一步提升至 3.85 元；销售毛利率始终保持在 55% 以上，三季度销售净利率达 34.81%，净资产收益率 14.19%。2026 年 3 月 13 日寒武纪发布 2025 年年报，成功摆脱自 2020 年上市后持续为盈利状态，营收 64.97 亿元，同比增 453%，归母净利润 20.59 亿元，成为首家退出科创板科创成长层的企业。寒武纪等首批 6 家企业退层，标志分层机制从设立到成效显著，显示了中国支持科创企业融资新模式成功，这不仅印证了科创板试验田的改革成效，同时也印证了“科特估”作为一种实践创新、理论创新的得到了市场验证和认可。

寒武纪从上市前 222 亿元估值、到上市首日约 850 亿元市值、再到目前（4 月 7 日）4325 亿元市值，较上市首日增长了约 5 倍，较上市前增长了约 20 倍。寒武纪的估值重塑之路充分体现了“科特估”核心逻辑：安全溢价筑底线，战略溢价定方向，长期溢价稳持有，技术溢价拓空间，新经营溢价现价值，为更多科技企业的估值定价提供了重要参考。寒武纪估值重塑之路，为更多科技企业的估值定价提供了重要参考。

4.3.2. 生物制药：从跟随模仿升级源头引领的价值重塑

生物制药产业的高质量发展，既是保障国家生物安全的战略举措，也是提升国家生命科技竞争力的核心路径，更是守护全民健康的民生工程，三者相互赋能、辩证统一，共同构成国家发展战略中“安全—科技—民生”的重要支撑体系。今年政府工作报告中将生物制药从“新兴产业”提升至“新兴支柱产业”，标志着其从“培育”转向“打造”战略地位质的飞跃。当中国生物制药创新已成为全球产业不可或缺的组成部分，并开始定义部分领域的未来方向时，资本市场应给予其与这一地位相匹配的、且更具前瞻性的估值，这既是发现价值的要求，更是服务国家战略性新兴产业发展的责任。当前，中国生物制药产业已经从“跟随创新”转向“源头创新与全球引领”，其估值体系亟待一场深刻的全球化重塑。中国生物制药产业的估值锚，必须从局限于传统的、西方的估值锚，重塑为现代的、中国特色的估值锚。

1) “安全溢价”：生物制药的安全溢价，已超越单纯的疾病治疗范畴，上升为国家在生物经济时代突破技术封锁、保障供应链自主可控、参与全球规则制定的关键领域。从未来产业布局看，生物医药与 AI 制药、细胞与基因治疗、合成生物学、脑机接口、新型生物制造等未来产业深度融合，是国家前瞻布局、抢占全球生命科技制高点的关键抓手，直接决定我国在全球生物制造、医药创新、疾病防控领域的长期话语权。从长期战略实施看，生物医药承担着全链条突破高端原料药、核心辅料、诊疗设备、底层工具酶与生物试剂等环节的任务，推动创新药、高端医疗器械、生命科学工具实现自主可控与全球并跑，是保障国家长期生物安全、公共卫生安全、医药供应链安全的战略支柱。其核心在于确保国民健康与生命安全的自主权与主导权。我们必须在前沿生命科技领域掌握主动权，尤其是在如衰老、基因、大脑等可能定义人类未来的赛道上占据制高点，避免在下一代健康技术上受制于人。更为关键的是，面对突发、重大的流行性疾病，国家必须具备快速响应、自主研发并供给有效疫苗与特效药的全链条主导能力，这是维护社会稳定与公共安全的战略盾牌。而这一切的底层支撑，在于实现基础研究工具与平台的全面自主可控，构建起从源头创新到最终产品的安全、可靠、不受制于外部断供威胁的完整产业生态。这种全方位、多层次的安全保障能力，其价值远超短期财务回报，安全构成了产业估值中不可撼动的底线支撑与核心溢价来源。

2) “战略溢价”：体现为全球生物科技竞争格局下的核心支点。生物医药在“十五五”时期已由新兴产业升级为国家战略性新兴产业，是面向生物经济时代、布局未来生命科技竞争的核心赛道，承载着健康中国、科技自立自强、产业链安全三重国家长

期战略使命。生物医药连接民生健康需求、实体经济升级与未来产业培育，是国家长期战略落地的核心载体，其估值应充分包含对未来产业成长、长期战略兑现与全球竞争优势的系统性定价。生物制药的战略溢价，应该上升为国家在生物经济时代突破技术封锁，参与全球规则制定的关键能力。从产业链地位看，中国生物制药企业是构建自主可控生物医药创新体系的核心节点，与高端医疗器械、生命科学工具及 AI 制药等领域深度协同。其外部效益不仅体现为满足国内临床需求，更在于通过高价值创新成果的全球输出，提升国家在全球生物科技产业分工中的地位与话语权。即便部分 Biotech 仍处于研发投入期，其突破关键核心技术（如新一代降解剂、新型多抗、细胞基因治疗、干细胞等）的战略意义，以及通过对外授权（License-out）形成的技术出海与标准输出能力，已构成其估值的溢价基础。国家药监局最新发布的数据显示，今年前三个月，我国创新药对外授权（BD）交易总额突破 600 亿美元，已接近 2025 年全年 1357 亿美元总额的一半。中国创新药的“全球性”已被验证，具备了像新能源汽车、集成电路一样赚取全球溢价、拉动经济上行的巨大潜力。

3) “长期溢价”：创新药与前沿生物技术具备研发周期超 10 年、临床投入大、验证链条长的典型特征，完全契合科技创新长周期、高风险、高回报的产业规律。从靶点发现、临床前研究、I/II/III 期临床到最终获批上市，普遍需要 8 到 12 年持续投入，多家头部 Biotech 企业连续多年高研发投入、阶段性亏损，但凭借长期战略布局最终实现临床突破与海外授权；合成生物学、新型生物制造、基因编辑等未来产业方向，同样需要 5 到 10 年产业培育期。长期溢价要求资本市场以“耐心资本”的视角，深刻理解并认可生物制药创新内在的时序价值规律。新药的成功往往源自科学洞察、技术突破与临床偶然的共同催化，唯有长期信任与陪伴，投资者才可能见证伟大技术平台与重磅炸弹药物的诞生，从而获得超越寻常水平的超额回报。生物制药的核心风险是高度前置的，主要集中于临床前探索与早期临床阶段，在进入关键后期研究，其技术风险与临床失败的概率将随时间验证而显著降低，对应的边际风险曲线呈快速下降趋势。因此，长期投资意味着在风险被时间逐步消化、价值被逐步验证的过程中持续陪伴，其承担的风险收益比实际上优于短期博弈。社会主义制度“集中力量办大事”的优越性，正体现为能够引导和支持这类符合战略需要的长周期投资。估值模型应给予显著的长期溢价，采用更长的折现周期并降低短期财务波动在估值中的权重，真正从战略资产属性出发，陪伴企业穿越研发周期，分享其最终兑现的巨大科学价值与商业价值。

4) “新技术溢价”：聚焦平台化创新能力、源头创新的全球稀缺性以及中国工程高效快速低成本的全链条优势。生物制药的技术溢价核心，已从单一产品的快速跟进，转向平台化、体系化的源头创新能力。研发投入的“有效性”与“全球性”成为关键估值指标：一是看投入是否构建了具有全球差异化的技术平台，并能持续产出具有国际竞争力的候选分子；二是看专利布局是否具备全球视野，核心专利族是否在主要医药市场（中、美、欧）形成严密保护。当前，国内领先企业已在 ADC、双抗/多抗、细胞治疗、RNA 疗法、AI 制药等前沿领域构建了技术壁垒，专利数量与质量快速提升。据医药魔方统计，

全球创新药共涉及 1840 个靶点，其中中国原研创新药覆盖了 754 个靶点，占全球创新药靶点的 41%，在 Top20 热门靶点上，中国与全球的重合度达到 80%，且中国在全球热门靶点中的贡献度最高，Top20 靶点中有 18 个靶点的药品数量在全球占比超过 50%。以艾伯维、阿斯利康、礼来等巨头重金投资中国早期技术平台为标志，中国生物制药的“平台价值”正获得全球产业资本的直接定价。这种由顶尖 MNC 背书的平台稀缺性与产出潜力，是估值从“管线叠加”向“平台期权价值”跃迁的核心依据。

5) “新经营溢价”：进入“全球市场渗透”和“全球价值兑现”新范式，驱动估值逻辑发生了根本性转变。2026 年，中国生物制药的新经营溢价，其内涵已从国内市场的销售收入，全面升级为“全球范围内的价值创造与兑现能力”，这与“科特估”强调的新经营溢价高度契合，并呈现更丰富的维度：①全球化收入结构：头部企业的收入来源中，海外授权首付款、里程碑付款及销售分成的占比急剧提升，成为稳定且高质量的现金流，这显著提升了盈利质量和估值稳定性。2025 年生物医药公司从长期“烧钱研发”阶段逐渐迈入“盈利兑现”新阶段，在韧性发展中不断书写出创新成绩单；②里程碑驱动的现金流预期：与 MNC 签订的巨额授权协议，将未来不确定的研发成功转化为具有明确触发条件的里程碑事件，形成了可预测的、分阶段的“研发成果变现”路径，这本身就是一种强大的经营价值；③研发的全球化与成本优势：中国生物制药依托国内高效的研发体系和相对成本优势，进行全球多中心临床试验，实现了“在中国研发，为全球创新”的范式，其研发效率与投入产出比正成为核心竞争力，直接提升净资产收益率预期；④全球市场准入与品牌价值：越来越多的中国原研药在美国、欧洲等主流市场获批上市，不仅带来收入增量，更标志着“中国创新”品牌获得国际最高监管标准认可，这将带来长期的估值品牌溢价，为中国企业进入全球市场布局。

5. 新征程展望：“十五五”时期“科特估”的深化与拓展

5.1. 金融强国战略下，资本市场地位显著提升

2026 年第 3 期《求是》发表的习近平总书记重要文章，明确金融强国建设的核心要求，强调金融服务实体经济的根本宗旨。2025 年 10 月，党的二十届四中全会将“金融强国”首次写入五年规划建议，并将其与科技强国建设深度绑定，以金融发展促进实体经济高质量转型。

“十五五”规划建议将“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”纳入“高水平科技自立自强”核心章节，标志着资本市场成为连接创新链、产业链、资金链、人才链的关键枢纽，成为双强国协同推进的战略支点。“科特估”作为资本市场服务科技转型的重要载体，助力构建中国特色资本市场，引导资源向国家战略领域倾斜，契合高质量发展、科技安全与人民群众长期利益需求。

政策支持持续强化：证监会牵头出台相关实施意见，将“科技金融”作为核心任务；七部门联合发布政策举措，构建跨部委协同支持机制；国家设立万亿级创业投资引导基

金，以中央财政 1000 亿元撬动社会资本培育源头创新；监管层优化资本使用效率，支持券商开展重资本与创新业务，全方位构建资本市场服务实体经济的系统化生态。

5.2. 核心支撑：长线资金持续流入筑牢估值基础

长线资金的持续流入是“科特估”体系稳定扩张的核心支撑，其长期投资、价值投资理念与科技产业长周期、高投入的发展特征高度契合，为“科特估”提供稳定资金保障。

国内长线资金布局持续加码：社保基金作为 A 股“压舱石”，大幅提升科技板块配置比例，截至 2025 年三季度末，社保基金重仓的 TMT 板块期末市值超 469 亿元，创历史同期新高，较 2024 年同期增长近 61%，其中电子、计算机、传媒、通信行业持仓市值分别达 274 亿元、77 亿元、73.22 亿元、44.33 亿元，彰显对科技产业长期信心。

外资配置需求持续增长：2025 年以来，在全球货币体系重塑与中国科技产业竞争力提升的双重驱动下，新加坡丰隆、星河等外资机构布局国产 AI 赛道，砺思资本、源码资本等完成超 40 亿美元双币基金募集，投资国内科技产业。外资流入不仅带来增量资金，更推动“科特估”体系与国际接轨，提升中国科技企业国际定价权。

5.3. 路径拓展：构建自主可控科技生态，保障科技安全

“十五五”时期，“科特估”路径的重要扩展方向是围绕自主可控构建完整科技生态，通过核心技术突破与产业链协同，实现产业链各环节自主化，保障数字与科技安全，资本市场为此提供资金与平台支持。

以算力领域为例，我国已展开系统性布局：绿色通道支持摩尔线程、沐曦科技上市，推动近年内形成国产 GPU 产业集群；寒武纪与摩尔线程、沐曦等形成协同互补格局，共同打造自主可控算力底座；“东数西算”“算力浦江”等工程创造广阔应用场景；科创板配套战略配售、再融资宽松等机制，引入国家 AI 产业基金及地方国资，鼓励自研架构生态培育，缩小与国际主流生态差距。

这一布局成效显著：产业端打破国产 GPU 全球份额不足 5% 的困境，从单点突破转向集群竞争，带动上下游全链条发展；资本端树立未盈利硬科技企业上市标杆，引导社会资本向战略赛道聚集；安全端降低对海外 GPU 依赖，对冲外部出口管制风险。这种生态化发展模式形成“1+1>2”的协同效应，也为“科特估”新增估值逻辑——企业在安全生态中的不可替代性与协同价值，应获得超越技术价值的额外估值，助力自主可控优先发展。

5.4. 核心目标：建立与长期慢牛匹配的估值体系

“十五五”时期，“科特估”的核心发展方向是建立与长期慢牛相匹配的定价机制，通过估值逻辑优化与市场机制完善，引导估值中枢稳定在合理区间，实现国家利益、科技产业与资本市场的长期共赢。

这一体系以产业趋势为核心锚点，摆脱对短期盈利的过度依赖，在高景气赛道重点考量技术壁垒、研发管线、市场空间等长期指标。同时，构建多元化、差异化估值逻辑：对成熟期科技龙头采用“PE+现金流”估值法，兼顾盈利稳定性与成长潜力；对成长期科技企业参考“PS+研发投入占比”，反映市场份额与技术积累速度；对未盈利前沿科技企业采用“技术价值+场景价值”估值法，聚焦核心技术稀缺性与应用前景，避免估值泡沫与折价并存。

政策引导与市场约束有机结合，为估值中枢稳定提供保障：监管部门完善信息披露制度，强化科技企业核心信息披露，减少信息不对称；优化退市制度，淘汰劣质企业，净化市场生态；随着机构投资者占比提升，价值投资理念深入人心，市场估值更趋理性，形成“估值围绕价值波动”的长期稳定趋势。

图5：估值体系的多元化



数据来源：东吴证券研究所绘制

5.5. 核心任务：“科技创新、资本市场、实体产业”的良性循环

习近平总书记多次强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。“科特估”着力点紧紧围绕这一目标，通过制度创新、主体协同、生态优化，促进实现“科技创新、资本市场、实体产业”的良性循环，打通“科技赋能产业、资本滋养科技、产业反哺资本”的闭环。

5.5.1. 强化科技创新对实体产业的硬核赋能

锚定实体产业痛点布局核心技术攻关：围绕实体产业高端化、智能化、绿色化的转型需求，布局国家科技重大项目。推动实体企业成为创新决策主体，梯度培育创新型企业梯队，支持专精特新中小企业、独角兽企业成长，让企业主导研发方向、投入强度和成果应用。目前我国已有 570 多家工业企业入围全球研发投入 2500 强，通过企业主导的产学研协同，确保科技创新紧密贴合产业实际需求。

5.5.2. 发挥资本市场对科技创新的精准滋养，激活循环动能

构建适配科技企业全周期的融资体系：针对科技企业初创期高风险、成长期缺资金、

成熟期需扩张的不同特点,依托多层次资本市场提供差异化服务。科创板坚守“硬科技”定位,创业板聚焦“三创四新”,北交所服务专精特新中小企业,同时优化上市标准,允许未盈利的前沿科技企业上市。2025年科创板通过“1+6”改革设置科创成长层,进一步适配未盈利科技企业融资需求,截至年底科创板上市公司已达600家,募资超1.1万亿元。

5.5.3. 推动实体产业对资本市场的价值反哺,巩固循环闭环

1) 提升实体产业的资本吸引力

实体企业借助科技创新实现提质增效后,通过优化公司治理、规范信息披露,向资本市场展现可持续盈利能力。例如传统制造业企业通过智能化改造降低成本、绿色转型拓展市场,新兴产业企业凭借技术壁垒打开成长空间,这些都提升了企业在资本市场的估值,吸引更多资本流入。2025年A股科技板块市值占比超四分之一,市值前50名公司中科技企业达24家,体现了产业升级后的资本价值。

2) 通过产业整合放大资本配置效能

支持实体企业尤其是上市企业围绕产业链开展并购重组,运用股份、定向可转债等工具整合创新资源,推动产业集群化发展。如“并购六条”发布后,2025年沪市新增重大资产重组90单,同比增长55%,近七成收购标的聚焦新质生产力,既提升了实体产业集中度,也让资本市场的资金通过产业整合实现增值。

6. 结语

“十五五”新时期“科特估”迈入新征程。2026年第3期《求是》习近平总书记重要文章为“科特估”估值体系创新提供根本遵循,也为“科特估”多维估值体系提供了理论底座。在国家安全与科技安全相互依存、科技安全成大国竞争核心的背景下,今年《政府工作报告》中提出的“打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人”等六大新兴支柱产业的估值重塑从“可选项”成为了“必选项”。“科特估”核心任务是打通“科技赋能产业、资本滋养科技、产业反哺资本”闭环,近两年的实践也初步验证了“科特估”的创新价值。“十五五”新时期,“科特估”将继续以“三个服务”为使命,进一步积极探索“重塑投资理念”(引导长期价值投资、培育耐心资本)与“重塑估值体系”(构建中国特色社会主义估值体系),为高科技产业与资本市场长期健康发展助力。

7. 风险提示

科技产业发展周期偏长,当前仍处于基础设施的铺陈期和尖端科技的突破期,由科技突破至终端需求提升的传导效果仍然需要观察;估值水平不完全由长期系统化的资本市场方向决定,在业绩披露期前后估值可能出现波动;近期地缘政治局势变化较大,海外流动性预期收缩,一定程度上压制市场风险偏好。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>