下载日志已记录，仅供内部参考

合肥做对了什么：股权财政的标尺与参照系

2026 年 9 月 4 日

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

● **长鑫上市再看“合肥模式”。**2026 年 7 月，长鑫科技登陆科创板，巨大的账面市值再次强化了市场对于“合肥模式”和“最牛风投城市”的关注，相比重复合肥“押中”京东方、蔚来和长鑫的故事，我们更关心三个问题：**第一，抛开账面浮盈，合肥产业投资究竟形成了多少可以观察和兑现的资本、产业与财政回报？第二，用什么样的指标体系，才能更完整地衡量地方“股权财政”的成效？第三，在合肥之外，深圳、苏州、上海和杭州分别形成了怎样的产业资本运作路径？**

● **合肥的回报需要同时算“资本账、产业账和财政账”，三者兑现节奏并不同步。**地方国资兼具投资人与产业组织者的双重身份：直接回报体现为股权增值、退出收益与分红，间接回报则来自链主企业落地后撬动的产业集聚、就业创造与税基扩张。三本账回报的兑现节奏也截然不同——股权价值可较快进入资本市场定价，而产业生态与财政税基的回报，则需要更长时间逐步释放。

（一）资本账：国资规模扩张，资本循环能力同步增强。“十四五”以来，市属重点监管企业资产总额连续跨过 6 个千亿台阶，截至“十四五”末已超过 1.3 万亿元，净资产突破 4000 亿元，较“十三五”末分别增长 68%和 47%；五年累计实现营业收入超 3200 亿元、利润总额超 430 亿元、上缴税费超 260 亿元。与此同时，国有资本经营预算收入规模达到 32.5 亿元，是“十三五”的 2.3 倍。**更值得关注的是，国资规模扩张与产业资本循环同步推进。**“十四五”期间，合肥国资累计滚动投入国有资本金超过 2200 亿元，带动项目投资超过 8400 亿元，并围绕新型显示、集成电路、新能源汽车等领域推动一批百亿级产业项目落地。

（二）产业账：链主投资的回报更多体现为产业集群扩张。相比单笔股权收益，链主项目对地方经济更深远的影响在于产业扩张，新能源汽车便是这一逻辑的典型注脚。合肥新能源汽车产量从 2021 年的 14.5 万辆跃升至 2022 年的 25.5 万辆，2023 年进一步攀升至 74.6 万辆，2024 年达到 137.61 万辆，较 2021 年增长约 8.5 倍；2025 年仍维持 137.1 万辆的高位。

（三）财政账：产业扩张向财政收入的传导更为渐进。从财政收入看，产业扩张最终需要通过税基扩容转化为地方财政收入，其中增值税和企业所得税分别从经营规模和利润形成两个维度反映企业对地方税收的贡献。2016 年合肥市增值税收入出现较快增长，此后税收体量继续扩张，反映出合肥前期产业培育逐步进入产能释放和税源形成阶段。这意味着，2016 年的税收变化既有税制改革带来的口径抬升，也与京东方等前期重大项目逐步形成产能、产业链配套持续集聚相叠加。**更值得关注的是，2016 年以来增值税和企业所得税规模仍总体向上，尤其是 2023 年以来工增同比的高增，表明合肥多年产业投入开始从“项目落地—产能形成”进一步向“税源扩张—财政回报”传导。**

● **衡量“股权财政”不能停留在单笔项目收益，而应落到资本组织力、产业转化力、资本循环力和机制持续力四个维度。合肥最突出的首先是资本组织和产业转化能力。**“十四五”期间，合肥国资系统累计滚动投入国有资本金超 2200 亿元，带动项目投资超 8400 亿元，撬动比接近 1:3.8。同期，市属国企合计完成项目投资超 4300 亿元，其中战略性新兴产业占比超过 45%，并在新型显示、集成电路、新能源汽车等领域推动 13 个百亿级项目落地，2 家国资实控的集成电路企业完成科创板挂牌。可见“合肥模式”已越过少数链主项目集中下注的阶段，

下载日志已记录，仅供内部参考

转而形成可重复的资本撬动与产业落地能力——其可持续性越来越依赖稳定的项目筛选、资本组织与政企协调机制，而非单个项目的偶然成功。

资本循环与机制持续两项，也开始形成可量化支撑。“十四五”时期合肥国有资本经营预算收入达 32.5 亿元，为“十三五”的 2.3 倍；国资实控上市公司增至 6 家、总市值突破 1000 亿元，资产证券化率较“十三五”末翻一番，资本市场退出与资产盘活渠道进一步拓宽。机制层面，合肥已组建国资“3+N”系列产业基金、全省首只 S 基金与首只 AIC 股权投资基金，基金数量超 170 只、注册规模超 2800 亿元、实缴超 1400 亿元、累计投资项目超 2100 个，覆盖企业成长全生命周期。

综合四个维度来看，合肥的优势并非“选项目准”，而在于把原本依赖个别魄力的下注行为，沉淀为从资本投入、产业落地到退出再投资的制度化平台。

- **同一框架下，不同城市形成了不同的产业资本路径**。从资本组织力、产业转化力、资本循环力和机制持续力观察深圳、苏州、上海和杭州的地方产业资本实践。四地的共同点不在于都设立了政府引导基金，而在于均已跑通“组织资本—转化产业—退出回流—制度接续”的完整链条；差异在于四个环节的强弱配置各不相同：深圳、上海强在资本放大与产业转化，苏州强在多层次资本协同下的项目密度与早期渗透，杭州强在基金与本地产业生态的深度绑定；循环与机制两端的补链工具亦不一致，深圳延长存续期并配套风险容忍，上海以超长期科创债匹配久期，苏州以市级 S 基金打通二手份额，杭州以提高出资比例、下调返投约束扩大社会资本参与。由此，比较的落点不是基金规模排序，而是同一把尺子量出的四种能力配置结构。

- **五座城市，实际上呈现了五种地方产业资本的组织方式：合肥以国资重仓链主，深圳以市场化 GP 完成项目筛选，苏州以母基金网络广覆盖早渗透，上海以先导产业基金矩阵定向引流，杭州则将基金嵌入本地民营科创生态**。差异并非源于模式优劣，而是各地依据自身产业基础与资本禀赋作出的现实选择——合肥缺少深圳的 GP 储备，深圳也难以复制合肥集中投入单一链主的财力与意愿。由此，对地方财政而言，真正值得关注的从来不是某一笔股权投资赚了多少，而是能否形成“投资—产业培育—退出—再投资”的长期循环，使国有资本从一次性的财政投入，转变为可持续、可复用的产业政策工具。

- **风险提示：**地方政府投资基金政策及管理机制调整超预期的风险；被投企业经营及资本市场波动导致股权估值和退出收益低于预期的风险；重大产业项目落地及产业链集聚效果不及预期的风险；地方财政及国资平台资金约束加大的风险；各地区公开数据披露时点及统计口径不一致导致比较存在偏差的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、长鑫上市再看“合肥模式”

2026 年 7 月 27 日，长鑫科技正式登陆科创板，上市首日收盘市值达到 3.28 万亿元，一度登顶 A 股市值榜。按照招股书披露的股权结构及 IPO 后的稀释比例测算，合肥市、区两级国资体系持股约 33.1%，对应首日持股市值超过 1 万亿元。巨大的账面市值再次强化了市场对于“合肥模式”和“最牛风投城市”的关注，但账面市值并不等同于地方财政真正获得的投资回报：历史投入成本、已实现退出收益、仍持有的股权价值，以及产业扩张和税基增长，需要分开核算和观察。

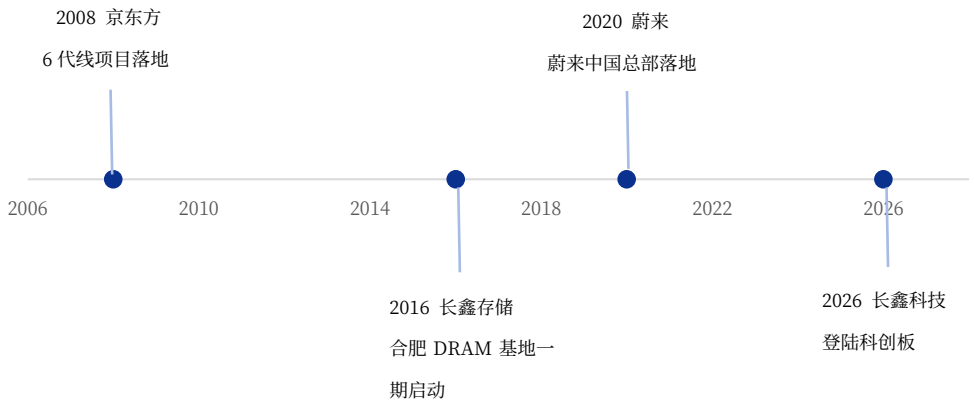
因此，相比重复合肥“押中”京东方、蔚来和长鑫的故事，**我们更关心三个问题：第一，抛开账面浮盈，合肥产业投资究竟形成了多少可以观察和兑现的资本、产业与财政回报？第二，用什么样的指标体系，才能更完整地衡量地方“股权财政”的成效？第三，在合肥之外，深圳、苏州、上海和杭州分别形成了怎样的产业资本运作路径？**

要回答这些问题，需要先把长鑫上市放回合肥长期产业投资的历史脉络中观察。从 2008 年引入京东方 6 代线，到 2016 年启动长鑫 DRAM 基地一期项目，再到 2020 年蔚来中国总部落地，合肥在新型显示、集成电路和新能源汽车等资本密集型产业中，多次以地方国资先行参与重大项目。长鑫上市并非一次孤立的投资兑现，而是合肥长期以资本招商推动产业落地、再通过资本退出实现滚动投资的一次集中体现。

（一）从长鑫上市回看合肥产业投资

合肥产业投资的突出特征，是在产业尚处于培育期、企业资本需求较大的阶段，以地方国资承担部分早期资本投入和资源协调功能。2008 年，合肥引入京东方 6 代 TFT-LCD 生产线，项目总投资 175 亿元、项目资本金 90 亿元，地方国资平台通过定向增发等方式引入社会资本参与，彼时全市地方财政收入仅 161 亿元；2016 年，长鑫存储（合肥）DRAM 基地一期项目启动，合肥产投出资 144 亿元，占一期总投资的 80%；2020 年 4 月，合肥市建投领衔的战略投资者向蔚来中国注资 70 亿元，蔚来中国总部落户合肥。三个项目所处行业不同，但均具有前期资本开支大、产业链条长、项目落地对上下游企业具有较强带动作用等特征。

图1：合肥关键产业投资与产业落地历程



资料来源：合肥市建设投资控股（集团）有限公司、长鑫存储、蔚来、上海证券交易所，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

合肥的角色并非简单的财政输血。以京东方为例，地方国资平台一方面主导项目资本金筹措，另一方面通过引入社会资本降低市属资金的真实占用，并在 6 代线落地后持续推动高世代产线、玻璃基板、偏光片等上下游项目集聚合肥。从单一重大项目切入，再沿产业链纵向延伸、横向铺开，成为此后合肥发展战略性新兴产业的重要路径。

（二）从项目落地到资本循环：合肥做对了什么

从京东方、长鑫到蔚来，合肥逐步形成了较为清晰的产业资本运作链条。地方国资以股权投资切入，围绕链主企业注入资本，并配以土地、融资、产业配套等资源推动项目落地；链主企业产能释放后，吸引上下游配套集聚，形成产业集群、扩大地方税基；待被投企业成长壮大，国资再通过股权转让、回购或上市退出等渠道回收资金，循环投入下一轮产业布局。

图2：合肥“资本投入—链主落地—产业集聚—退出再投”机制



资料来源：合肥建投官网新闻中心、长鑫存储科技招股说明书、蔚来公司官网新闻公告，中国银河证券研究院整理

这套模式的关键并不是政府比市场更善于选择企业，而是地方政府将资本投入、产业招商和国资运营结合起来。以国资解决重大项目落地初期的资本约束，以链主企业降低上下游企业集聚成本，再通过股权退出提高财政资金和国有资本的循环使用能力。由此，衡量“合肥模式”是否成功，也不能只看某一笔投资的账面浮盈，而需要进一步拆分股权投资收益、资本回收、产业扩张以及财政税基等不同层面的回报。

二、合肥赚到了什么？

合肥产业投资的收益不宜用单一指标衡量。地方国资兼具投资人与产业组织者的双重身份：直接回报体现为股权增值、退出收益与分红，间接回报则来自链主企业落地后撬动的产业集聚、就业创造与税基扩张。三本账回报的兑现节奏也截然不同——股权价值可较快进入资本市场定价，而产业生态与财政税基的回报，则需要更长时间逐步释放。

（一）资本账：国资规模扩张，资本循环能力同步增强

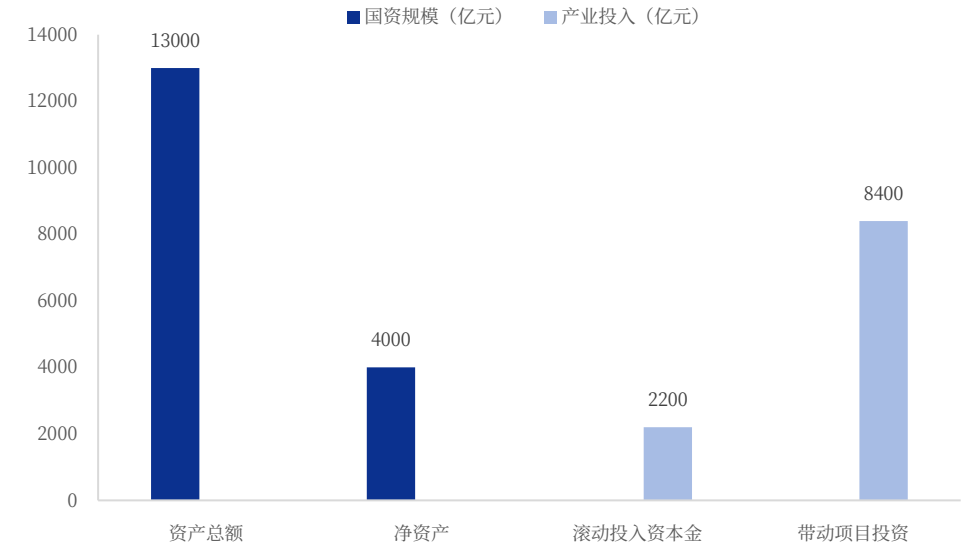
从全市国资口径看，合肥产业投资形成的资本回报已不只是单个平台的投资收益，而更多体现为国有资产规模、产业资本投入能力和资本经营收入的同步扩张。合肥市国资委披露，“十四五”以来，市属重点监管企业资产总额连续跨过 6 个千亿台阶，截至“十四五”末已超过 1.3 万

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元，净资产突破 4000 亿元，较“十三五”末分别增长 68%和 47%；五年累计实现营业收入超 3200 亿元、利润总额超 430 亿元、上缴税费超 260 亿元。与此同时，国有资本经营预算收入规模达到 32.5 亿元，是“十三五”的 2.3 倍。

更值得关注的是，国资规模扩张与产业资本循环同步推进。“十四五”期间，合肥国资累计滚动投入国有资本金超过 2200 亿元，带动项目投资超过 8400 亿元，并围绕新型显示、集成电路、新能源汽车等领域推动一批百亿级产业项目落地。由此看，合肥“资本账”的核心并非某一家平台某一年度赚了多少钱，而是通过持续投入、资产增值和资本回收，逐步形成更大的国资家底和下一轮产业投资能力。需要指出的是，市属国资资产规模还包含城市运营、基础设施等资产，不能将全部资产增长直接归因于产业股权投资，但国有资本金持续滚动投入和产业项目放大，能够反映产业资本组织与循环能力的增强。

图3：“十四五”时期合肥市属国资规模与产业资本投入



资料来源：合肥市人民政府新闻办公室、合肥市国资委，中国银河证券研究院

注：资产总额、净资产为“十四五”末时点口径；滚动投入国有资本金、带动项目投资为“十四五”累计口径；合肥市举行“决胜‘十四五’ 搏出新精彩”系列主题新闻发布会 原文分别为“超 1.3 万亿元”“突破 4000 亿元”“超 2200 亿元”“超 8400 亿元”，图中按约数绘制。

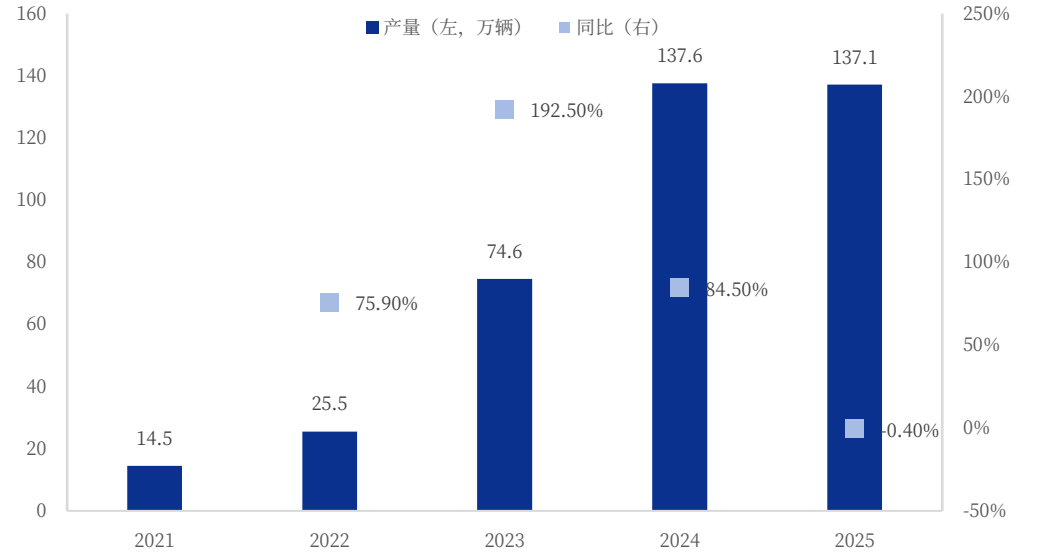
从更长周期看，合肥“资本账”的关键并非单笔项目盈利，而是国有资本能否形成持续滚动的产业投资能力。市属国资家底扩张与产业资本投入同步推进，说明合肥正在由单个项目投资逐步转向“投入—放大—回收—再投资”的资本循环；但由于市属国资还包括城市运营、基础设施等资产，不能将资产规模增长全部归因于产业股权投资。

（一）产业账：链主投资的回报更多体现为产业集群扩张

相比单笔股权收益，链主项目对地方经济更深远的影响在于产业扩张，新能源汽车便是这一逻辑的典型注脚。合肥新能源汽车产量从 2021 年的 14.5 万辆跃升至 2022 年的 25.5 万辆，2023 年进一步攀升至 74.6 万辆，2024 年达到 137.61 万辆，较 2021 年增长约 8.5 倍；2025 年仍维持 137.1 万辆的高位。蔚来之外，比亚迪、大众安徽、江淮等整车企业相继扩产和投产，合肥新能源汽车产业已从单一整车项目牵引，逐步演进为多家整车企业与零部件企业协同支撑的产业集群。

下载日志已记录，仅供内部参考

图4：合肥新能源汽车产量及同比增速



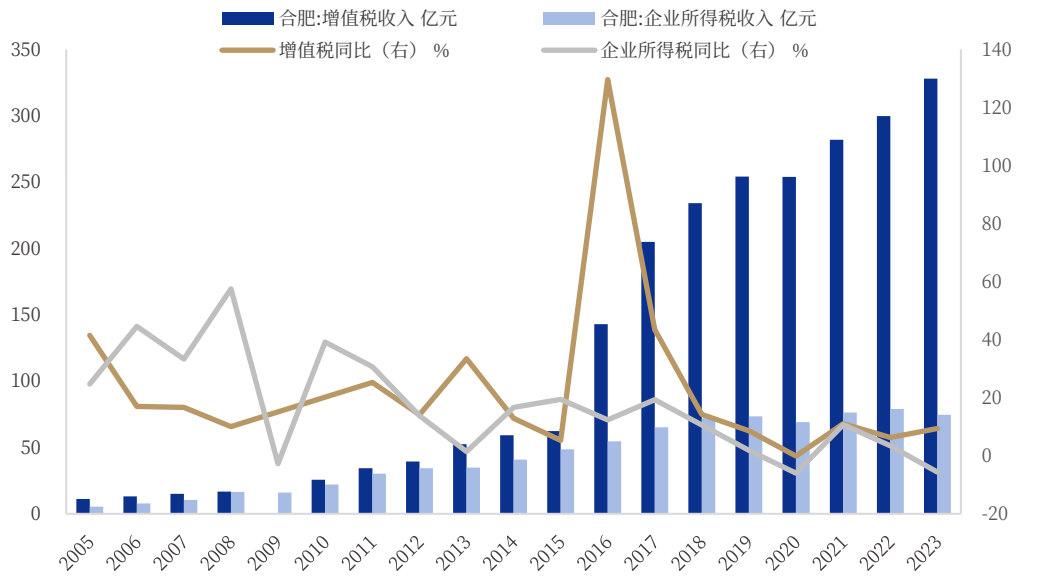
资料来源：合肥市统计局、合肥市人民政府，中国银河证券研究院

这一变化说明，地方股权投资的产业回报不能仅以被投企业的市值或退出收益衡量。链主企业落地后释放的订单、配套和人才需求，能够降低上下游企业进入本地的成本，进而推动产业规模持续扩张。对地方政府而言，这部分产业增量虽不会即刻转化为财政现金流，却是培育持续税源、提升城市产业竞争力的根基。

（二）财政账：产业扩张向财政收入的传导更为渐进

从财政收入看，产业扩张最终需要通过税基扩容转化为地方财政收入，其中增值税和企业所得税分别从经营规模和利润形成两个维度反映企业对地方税收的贡献。从长期走势看，合肥增值税和企业所得税规模总体持续抬升，其中 2016 年是一个较为明显的节点：增值税收入出现较快增长，此后税收体量继续扩张，反映出合肥前期产业培育逐步进入产能释放和税源形成阶段。

图5：合肥增值税与企业所得税收入及同比增速

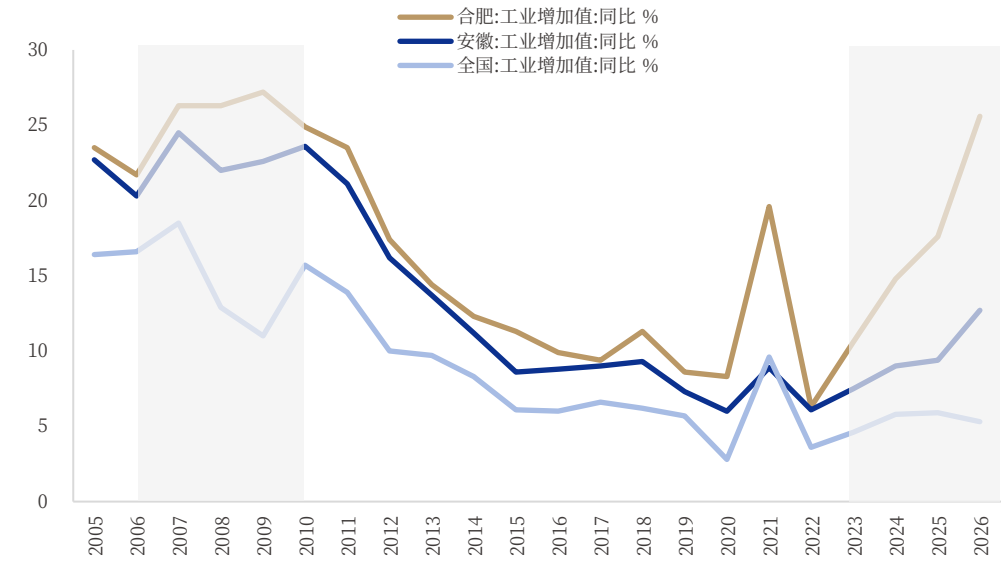


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

2016 年前后可以视为合肥产业扩张向财政回报逐步兑现的重要阶段。一方面，2016 年 5 月全面推开“营改增”，建筑、房地产、金融和生活服务等行业由营业税改征增值税，使增值税收入在当年出现明显的制度性抬升；另一方面，合肥自身产业基础也在同步做厚。2016 年全市规模以上工业增加值达到 2269.1 亿元，同比增长 9.9%（同期安徽省工增 8.8%，全国工增 6%），战略性新兴产业增长 14.0%，六大主导产业增长 10.8%，其中光伏及新能源、汽车及零部件、平板显示及电子信息分别增长 31.7%、22.0%和 11.0%。2023 年以来，合肥市产业优势逐渐释放显现。**这意味着，2016 年的税收变化既有税制改革带来的口径抬升，也与京东方等前期重大项目逐步形成产能、产业链配套持续集聚相叠加。更值得关注的是，在税制扰动之后，增值税和企业所得税规模仍总体向上，尤其是 2023 年以来工增同比的高增，表明合肥多年产业投入开始从“项目落地—产能形成”进一步向“税源扩张—财政回报”传导。**

图6：合肥多年产投优势逐渐释放显现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从微观企业看，产业投资向财政回报的传导具有明显的盈利周期和兑现时滞。京东方所得税费用在 2021 年达到 41.9 亿元，随后受面板周期影响有所回落，2025 年重新升至 20.1 亿元；阳光电源随着光储业务扩张，2023—2025 年所得税费用由 18.5 亿元增至 27.3 亿元，已形成较稳定的税源基础；安徽合力近年来所得税费用基本保持在 2 亿元左右。相比之下，蔚来仍处于盈利修复阶段，所得税贡献相对有限，而长鑫的变化最为突出：在前期建设和产能爬坡阶段所得税费用接近于零，2025 年转为盈利后升至 5.6 亿元，2026 年上半年进一步升至 96.0 亿元，显示资本密集型重大项目一旦跨过盈利拐点，税收回报可能呈现明显的非线性释放。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：历年合肥代表性链主企业所得税上缴额（亿元）

企业	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
长鑫科技	_	_	_	0.01	0.02	0.02	5.57	95.96
京东方 A	9.8	15.65	41.88	17.92	14.63	9.4	20.07	22.36
阳光电源	1.2	2.06	1.89	4.38	18.51	22.8	27.27	11.82
蔚来	0.08	0.06	0.42	0.55	2.61	-0.23	1.22	0.45
安徽合力	1.3	1.4	1.15	1.41	2.26	2.53	2.58	1.16

资料来源：上海证券交易所、巨潮资讯网、蔚来投资者关系官网，中国银河证券研究院

随着长鑫科技等链主企业跨过盈利拐点，前期产业投入正加速转化为地方可支配财力，最直接的是可分享所得税规模的跃升。按现行企业所得税分享机制，一般企业所得税中央分享 60%、地方分享 40%；按照安徽既有省以下收入划分，省级分享约 15%、市县分享约 25%，因此若企业主要税基均在合肥，理论上市县层面最高可获得合并所得税费用的约 25%。不考虑京东方、阳光电源、蔚来等集团存在异地子公司和跨地区经营。**按五家企业 2025 年所得税费用合计约 56.7 亿元，对应合肥市县层面最高可分享约 14.2 亿元**；2026 年上半年五家企业所得税费用合计已升至约 **131.8 亿元**，对应地方可分享财力约 **32.9 亿元，**可分享所得税较 2025 年全年已翻番有余。叠加增值税由留抵转净上缴、个税随岗位扩张增长，前期产业投入正从账面投入转为更明显的财政收入。

三、如何衡量股权财政运行成效？

地方股权投资兼具财务回报和产业政策属性，仅以单笔项目浮盈衡量容易低估产业外溢效应，而将产值、就业和税收全部计入投资收益又会高估真实回报。因此，评价“股权财政”的关键不是寻找一个统一收益率，而是把资本组织、产业转化、资本循环和机制持续四个环节分别量化。

进一步将四个维度落到可观测指标。具体而言，资本组织力衡量政府资本对项目投资的撬动能力；产业转化力衡量资本是否真正进入重点产业、形成重大项目；资本循环力衡量投资收益、证券化与退出能否沉淀为可再配置的国有资本；机制持续力则衡量基金体系是否具备足够的规模、实缴规模与项目覆盖广度。循此口径，四个维度均可落实为可观测、可交叉验证的数量指标，而非停留于定性描述。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：“十四五”时期合肥股权财政运行效能的四维量化评价

评价维度	核心指标	合肥实际表现	评价
资本组织力	国有资本投入及项目投资放大	“十四五”滚动投入国有资本金超 2200 亿元，带动项目投资超 8400 亿元，按披露约数测算约 3.8 倍	资本放大能力较强
产业转化力	战新产业投资占比；重大产业项目落地	市属国企项目投资中战新产业占比超 45%；落地 13 个百亿级产业项目	产业导向和项目转化较强
资本循环力	国有资本经营预算收入；证券化与上市退出	国有资本经营预算收入 32.5 亿元，是“十三五”的 2.3 倍；资产证券化率较“十三五”末翻一番，国资实控上市公司增至 6 家	资本回收和证券化渠道已经形成
机制持续力	基金体系规模、实缴及项目覆盖	国资基金超 170 只，注册规模超 2800 亿元、实缴规模超 1400 亿元，累计投资项目超 2100 个	全生命周期基金体系已较完整

资料来源：合肥市国资委、合肥市人民政府新闻办公室，中国银河证券研究院

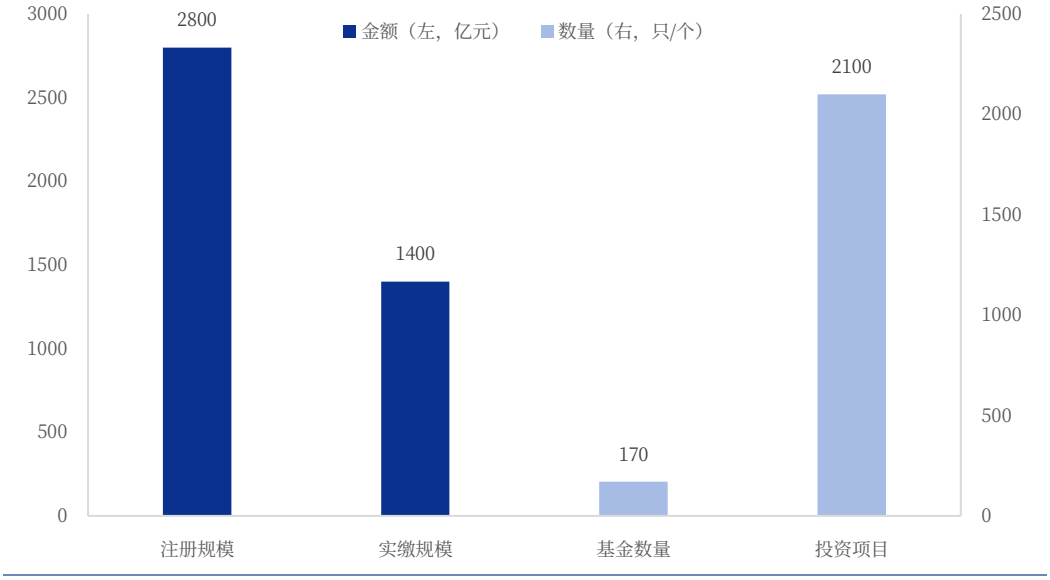
按照四维框架观察，合肥最突出的首先是资本组织和产业转化能力。“十四五”期间，合肥国资系统累计滚动投入国有资本金超 2200 亿元，带动项目投资超 8400 亿元，撬动比接近 1:3.8。同期，市属国企合计完成项目投资超 4300 亿元，其中战略性新兴产业占比超过 45%，并在新型显示、集成电路、新能源汽车等领域推动 13 个百亿级项目落地，2 家国资实控的集成电路企业完成科创板挂牌。可见“合肥模式”已越过少数链主项目集中下注的阶段，转而形成可重复的资本撬动与产业落地能力——其可持续性越来越依赖稳定的项目筛选、资本组织与政企协调机制，而非单个项目的偶然成功。

资本循环与机制持续两项，也开始形成可量化支撑。“十四五”时期合肥国有资本经营预算收入达 32.5 亿元，为“十三五”的 2.3 倍；国资实控上市公司增至 6 家、总市值突破 1000 亿元，资产证券化率较“十三五”末翻一番，资本市场退出与资产盘活渠道进一步拓宽。机制层面，合肥已组建国资“3+N”系列产业基金、全省首只 S 基金与首只 AIC 股权投资基金，基金数量超 170 只、注册规模超 2800 亿元、实缴超 1400 亿元、累计投资项目超 2100 个，覆盖企业成长全生命周期。

四维合观，合肥的优势并非“选项目准”，而在于把原本依赖个别魄力的下注行为，沉淀为从资本投入、产业落地到退出再投资的制度化平台。

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：合肥国资“基金丛林”的规模与项目覆盖



资料来源：合肥市国资委、合肥市人民政府新闻办公室，中国银河证券研究院

注：合肥市政府新闻办“决胜十四五”国资国企专题新闻发布会 原文为“基金数量超 170 只、注册规模超 2800 亿元、实缴规模超 1400 亿元、累计投资项目超 2100 个”，图中按约数绘制。

四、同一框架下，不同城市走出了各自路径

基于前文建立的四维框架，我们进一步从**资本组织力、产业转化力、资本循环力和机制持续力**观察深圳、苏州、上海和杭州的地方产业资本实践。四地的共同点不在于都设立了政府引导基金，而在于均已跑通“组织资本—转化产业—退出回流—制度接续”的完整链条；差异在于四个环节的强弱配置各不相同：深圳、上海强在资本放大与产业转化，苏州强在多层次资本协同下的项目密度与早期渗透，杭州强在基金与本地产业生态的深度绑定；循环与机制两端的补链工具亦不一致，深圳延长存续期并配套风险容忍，上海以超长期科创债匹配久期，苏州以市级 S 基金打通二手份额，杭州以提高出资比例、下调返投约束扩大社会资本参与。由此，比较的落点不是基金规模排序，而是同一把尺子量出的四种能力配置结构。

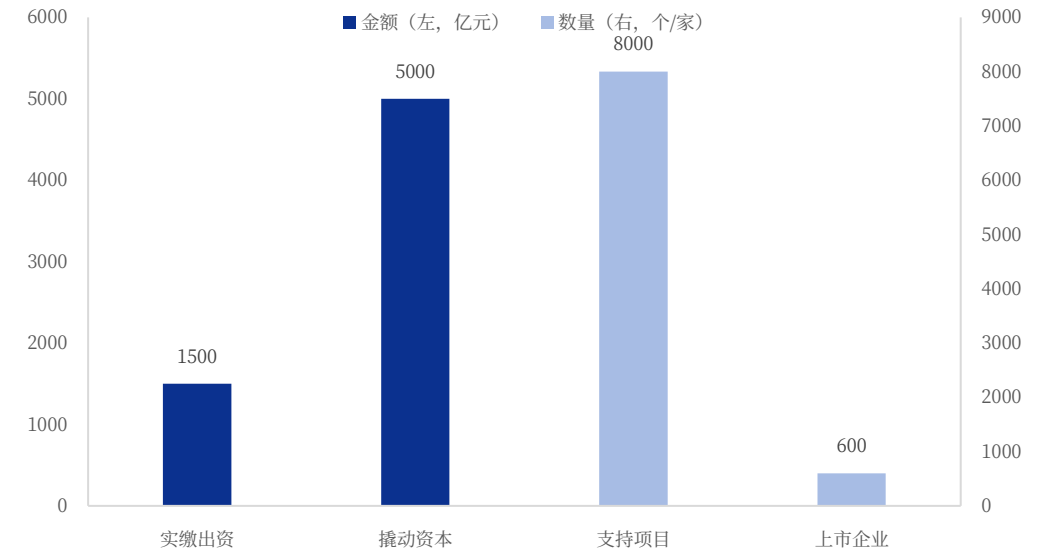
（一）深圳：市场化基金网络强化资本放大

深圳的长处，首先落在资本组织与产业转化两端。自 2015 年以来，深圳市区两级政府引导基金累计实缴出资超 1500 亿元，分批设立政府投资引导基金、组建子基金 300 余只，累计撬动资本近 5000 亿元。政府资本更多以 LP 方式参与，由专业机构承担项目筛选与组合投资，有助于提高资本组织效率和社会资本参与度。相较合肥链主重仓的资本招商模式，深圳更体现出广覆盖、多项目和市场化配置的特征。

资本循环力与机制持续力，则建立在深圳较完整的早期投资与退出链条之上。截至 2025 年 6 月末，深圳天使母基金已实际出资 83 只子基金、金额 72.79 亿元，子基金累计交割项目 1072 个，其中估值超 1 亿美元的“潜在独角兽”项目 240 个、超 10 亿美元的“独角兽”项目 7 个，已有 4 只子基金实现退出、退出本金 2.04 亿元。制度端，深圳市科技创新种子基金以“政府引导、市区联动、更早更小、风险容忍”为原则，认缴总规模 20 亿元、首期 10 亿元，存续期长达 15 年，突破了此前政府引导基金 5 至 10 年的惯例，并配套风险补偿与优惠回购机制；2026 年天使母基金新办法进一步将子基金存续期上限统一延长至 15 年。**由此看，深圳模式不仅“能撬动”，也在向“投早—培育—退出—再投”的长期循环延伸**。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8：深圳政府投资基金的资本撬动与项目培育



资料来源：深圳市商务局、深圳市财政局，中国银河证券研究院

注：深圳市商务局 原文分别为“超过 1500 亿元”“近 5000 亿元”“8000 多个”“近 600 家”，图中按约数绘制。

（二）苏州：母基金网络向产业链纵深渗透

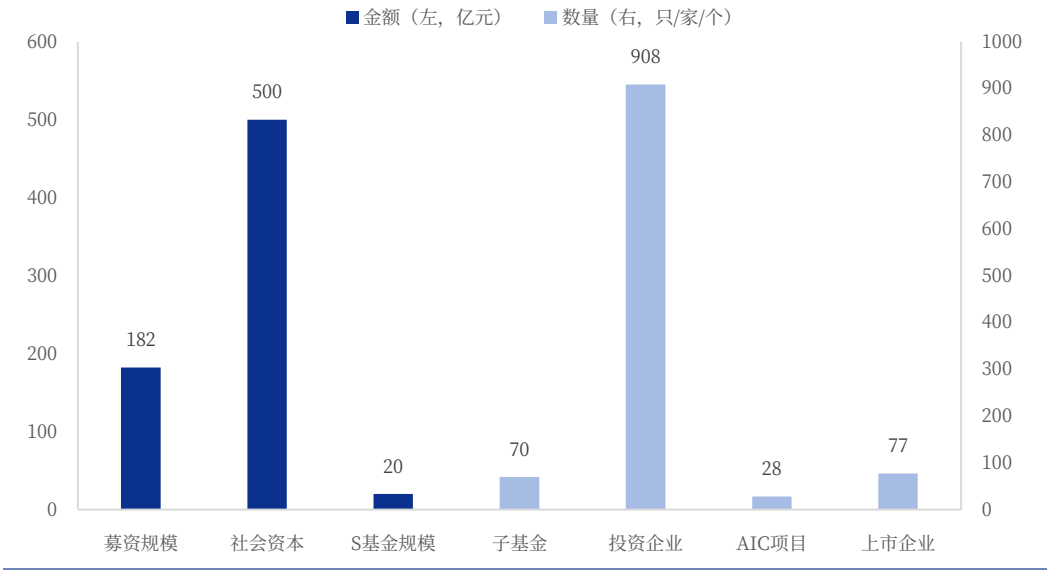
苏州的资本组织力，更多体现为母基金网络与多层次资本的协同。截至 2026 年 4 月末，苏州天使母基金累计设立 70 只子基金，募资总额 182 亿元，累计带动社会资本近 500 亿元；与此同时，苏州已设立 15 只 AIC 股权投资基金，储备项目超过 950 个。基金体系已由单一政府引导基金，扩展至天使、AIC、重大产业基金等多层次资本工具。

产业转化力集中体现在被投企业的数量与密度上。天使母基金子基金已累计投资 908 家企业、投资金额 98 亿元，其中过半为种子期与初创期企业；AIC 基金截至 2026 年 4 月末已落地 28 个项目，投资 13.48 亿元。

资本循环力与机制持续力，则依靠上市、并购与 S 基金三条通道逐步补齐。国发创投旗下 50 亿元母基金参股 75 只子基金，间接投资企业千余家，累计培育上市企业 77 家；2026 年 4 月 29 日，苏州市级 S 基金“苏州启航接续基金”正式落地，由苏州资管集团联合苏创投、国投集团发起，总规模 20 亿元、首期 5 亿元，专门承接私募股权二手份额。至此，苏州的资本链条从“投早投小”延伸至并购重组与份额接力，形成覆盖企业全生命周期的完整闭环。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：苏州产业基金的资本组织与项目转化



资料来源：苏州市人民政府、苏州市地方金融管理局，中国银河证券研究院

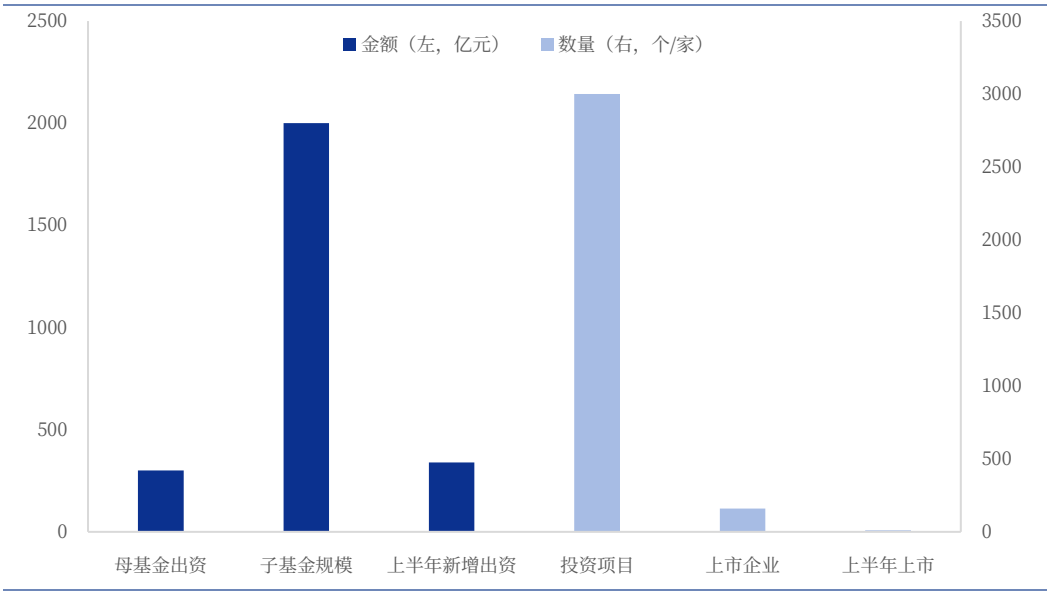
（三）上海：基金矩阵强化战略产业配置能力

上海的强项集中在资本组织与产业转化两端，且具有鲜明的先导产业指向。截至 2026 年 7 月，上海国投旗下 6 只母基金承诺出资超过 300 亿元，撬动子基金总规模超过 2000 亿元，整体放大倍数超过 6 倍；全体系投资项目近 3000 个，其中投向集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业的累计投资规模突破 2000 亿元。与苏州以基金网络密度取胜、合肥以链主项目体量取胜不同，上海更接近“旗舰母基金+专项赛道基金”的矩阵配置，通过国有资本的信誉与期限优势，引导社会资本持续流向硬科技领域。

资本循环力则已通过多层次资本市场得到较充分体现。上海国投体系累计培育上市企业超过 160 家，其中科创板企业 90 余家；仅 2026 年上半年，又有 11 个硬科技项目实现上市。机制持续力更多体现为“长钱长投”：2025 年 4 月，上海国投发行 50 亿元、15 年期超长期科创债；2026 年 3 月又发行 30 亿元、“10+2”年期超长期混合型科创债，上述两期合计 80 亿元，使长期负债期限与产业基金投资周期更加匹配。**由此，上海模式的特点不在于押中个别项目，而在于通过基金矩阵与长期资本相结合，系统性承接硬科技高投入、长周期的融资需求。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图10：上海国投资本放大与项目培育



资料来源：上海市国有资产监督管理委员会、上海市委金融办，中国银河证券研究院

注：母基金出资、子基金规模、投资项目和上市企业原文分别为“超 300 亿元”“超 2000 亿元”“近 3000 个”“超 160 家”，图中按约数绘制；上半年数据为 2026 年上半年口径

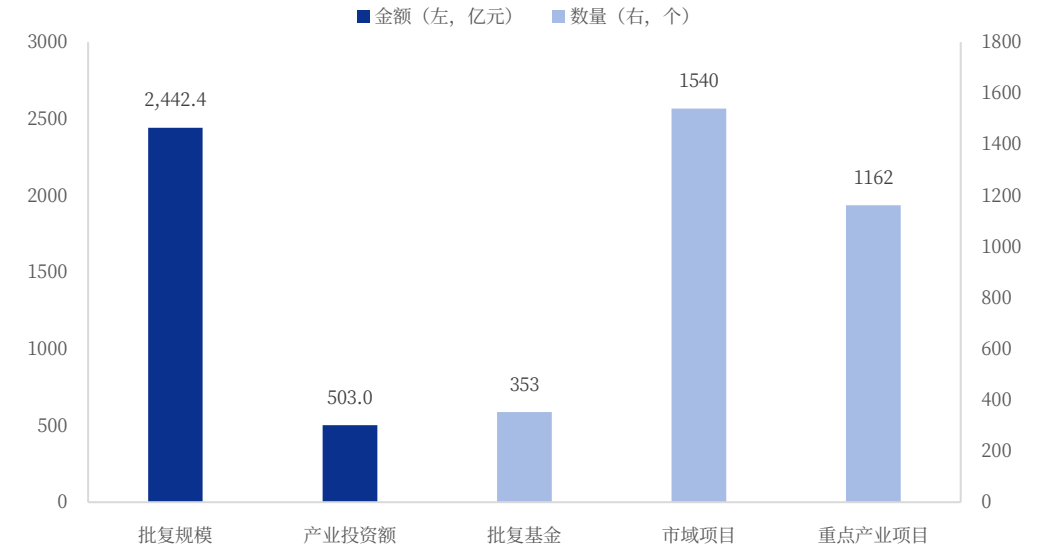
（四）杭州：产业基金与本地生态深度绑定

杭州的资本组织力与产业转化力，突出表现为“3+N”基金集群与本地产业生态的深度绑定。据杭州市国资委 2025 年 1 月披露，截至 2024 年 11 月底，三大千亿母基金累计决策批复基金 353 支、批复规模 2442.41 亿元；“3+N”基金集群已投资杭州市域产业项目 1540 个，其中 1162 个投向智能物联、生物医药、高端装备、新材料和绿色能源五大产业生态圈，占比 75.5%，相关投资金额 503 亿元。与合肥以国资重仓链主项目不同，杭州更多通过母基金、子基金和专项基金嵌入本地科创生态，其产业转化路径更强调市场化基金网络与区域产业基础的协同。

杭州此后的更新主要发生在资本循环力与机制持续力两端。根据杭州市人民政府办公厅印发的新一轮“3+N”基金实施意见，“十五五”期间基金集群规模力争突破 5000 亿元，市财政每年统筹安排 50 亿元予以支持；市级国有资本对一般类型子基金的出资比例不超过 30%，对天使投资类和科技成果转化类子基金可提高至 40%；杭州科创基金参股基金存续期一般不超过 20 年，杭州创新基金和杭州并购基金一般不超过 15 年，同时科创基金返投比例可降至 1.5 倍，创新基金和并购基金可降至 1 倍。整体看，杭州正在通过**提高政府出资支持力度、延长资金期限、降低返投约束**，进一步增强长期资本供给并提升社会资本参与意愿。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：杭州“3+N”基金的资本组织与产业投向



资料来源：杭州市国有资产监督管理委员会、杭州日报，中国银河证券研究院

五座城市，实际上呈现了五种地方产业资本的组织方式：**合肥以国资重仓链主，深圳以市场化 GP 完成项目筛选，苏州以母基金网络广覆盖早渗透，上海以先导产业基金矩阵定向引流，杭州则将基金嵌入本地民营科创生态。**差异并非源于模式优劣，而是各地依据自身产业基础与资本禀赋作出的现实选择——合肥缺少深圳的 GP 储备，深圳也难以复制合肥集中投入单一链主的财力与意愿。由此，对地方财政而言，真正值得关注的从来不是某一笔股权投资赚了多少，而是能否形成“投资—产业培育—退出—再投资”的长期循环，使国有资本从一次性的财政投入，转变为可持续、可复用的产业政策工具。

表 3：五地股权财政模式的运行特征

城市	资本组织力	产业转化力	资本循环力	机制持续力
合肥	2200 亿资本金撬动 8400 亿项目投资	战新投资占比超 45%，13 个百亿级项目	国有资本经营预算收入 32.5 亿元，证券化率提升	170+基金、2800 亿注册规模、2100+项目
深圳	实缴出资超 1500 亿、撬动近 5000 亿；	8000+项目、1500+专精特新	近 600 家上市；天使母基金已退出 4 只子基金	种子基金最长 15 年、风险容忍
苏州	天使母基金 70 只子基金、募资 182 亿	908 家企业；AIC 落地 28 个项目	77 家被投企业上市；20 亿 S 基金	天使+AIC+并购+S 基金多层体系
上海	300 亿+母基金撬动 2000 亿+子基金	近 3000 个项目	160+上市、90+科创板	六只母基金+超长期资本工具
杭州	3000 亿+基金集群	1540 个项目，75.5%投向重点产业	并购基金和市场化退出机制完善	目标 5000 亿、20 年/15 年期限、尽职免责

资料来源：合肥市人民政府、深圳市财政局、苏州市地方金融管理局、上海市国有资产监督管理委员会、杭州市国有资产监督管理委员会，中国银河证券研究院。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

地方政府投资基金政策及管理机制调整超预期的风险；被投企业经营及资本市场波动导致股权估值和退出收益低于预期的风险；重大产业项目落地及产业链集聚效果不及预期的风险；地方财政及国资平台资金约束加大的风险；各地区公开数据披露时点及统计口径不一致导致比较存在偏差的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济首席分析师。吕雷：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn