下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券 PING AN SECURITIES

策略配置

2026 年 9 月 24 日

首席策评（第八期）

健全投融资协调的资本市场功能：市场特征、内在机制与改革展望

证券分析师

魏伟 投资咨询编号 S1060513060001 WEIWEI170@pingan.com.cn

陈骁 投资咨询编号 S1060516070001 CHENXIAO397@pingan.com.cn

平安观点：

- 建立健全投融资协调的资本市场功能，是近年来资本市场改革持续推进的方向。2026 年 6 月，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上的演讲，系统阐述了健全投融资相协调的资本市场功能的改革思路，并明确其为当前和今后一个时期资本市场改革发展的主题主线。本文围绕本轮改革的措施，重点讨论了投融资协调的资本市场的典型特征、内在机制以及下一步改革的展望。

- **1. 市场特征：融资所得与投资回报的动态平衡。**

  投融资相协调的资本市场，典型的特征之一是上市公司从市场获得的融资，与其向投资者提供的现金回报大体相当、动态平衡。因此，分红回购与股权融资的对比关系，可以作为观察资本市场投融资协调程度的依据。以此指标衡量，A 股市场投融资协调的程度近年来有显著改善：2022 年 A 股分红回购规模首次超过股权融资规模，投资者净回报由负转正；2024-25 年的分红回购与股权融资加总比较，前者约为后者的 3.15 倍。此外，从国际经验看，投资回报长期覆盖股权融资，也是成熟资本市场的常态。

- **2. 内在机制：资金期限结构与资产久期属性的匹配。**

  从学术研究的理论看，市场投融资协调的形成机制有成熟的分析框架：市场中主导资金的久期结构，决定了整个市场反映长期价值的能力。

  从 A 股市场的现实看，期限错配是投融资失衡的深层根源。首先，A 股投融资功能长期失衡，主要源于主导市场交易的资金以短期化资金为主。其次，资金短期化对融资端的影响，主要表现为市场定价能力的不足：短期资金通常难以对长久期资产给出合理定价，这尤其体现在市场对科技创新企业的定价上。再次，资金短期化对投资端的影响，主要表现为放大市场波动。短期资金的顺周期进出容易放大市场波动，而长期资金在一系列制度约束下，对市场波动的承受能力有限，反过来又导致其投资行为的短期化。最后，两条链条又彼此强化：融资端缺少长久期资产，长期资金便缺少配置对象；投资端缺少真正的长期资金，长久期资产便无人为其定价。

  从本轮改革的进程看，本轮资本市场改革的突出特征，是投资端与融资端改革同向发力、协同推进。投资端改革致力于拉长资金的实际投资期限：包括：推动中长期资金入市方案的出台、险资长期投资配套措施持续推进、以及中央银行创设新型货币政策工具支持中长期资金入市等。融资端改革致力于提升对长久期资产的包容度，包括：科创板推出“1+6”改革、创业板启动第三套上市标准、以及存量融资制度的改革等。投融资两端改革作为整体方案同步推出，致力于从制度上解决市场资金期限错配的根本问题。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **3.改革展望：实现资本市场投融资协调的可持续性**

  面向“十五五”，进一步深化投融资协调改革，可以在两个方面继续发力：第一，将检验成熟的改革安排及时上升为稳定的制度规则，是下一步改革的重要任务。第二，围绕期限匹配的方向推动三方面深化改革：一是在资金端，推动长周期考核从制度建立走向执行深化；二是在资产端，理顺一二级市场的联动机制；三是在产品端，丰富优质长久期产品的供给。此外，证券行业作为连接投融资两端的中介机构，应当以投行能力识别和培育真正具有长期价值的资产，以资管与投顾能力承接居民财富的长期配置需求，支持和落实资本市场投融资协调改革措施。

  总之，健全投融资协调的资本市场功能，是金融强国建设的内在要求，也是做好金融“五篇大文章”的基础。当长期资金与长久期资产在市场中实现匹配，资本市场将同时成为科技创新的资本形成平台和居民财富的长期配置场所。这正是中国特色资本市场服务新质生产力、服务中国式现代化的价值所在。

- **风险提示：**1.改革政策推进不及预期的风险。2.市场大幅波动引发改革节奏反复的风险。3.宏观经济与企业盈利修复不及预期的风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 引言 5
二、 市场特征：融资所得与投资回报的动态平衡 5
三、 内在机制：资金期限结构与资产久期属性的匹配 6
3.1 资金久期决定市场定价长期价值的能力 6
3.2 期限错配是投融资失衡的深层根源 7
3.3 融资端与投资端改革互为条件，协同发力 11
四、 改革展望：实现资本市场投融资协调的可持续性 14
4.1 深化投融资金改革的方向展望 14
4.2 总结 14
五、 风险提示 15
附录 1：本轮资本市场改革的主要措施 16
附录 2：参考文献 18

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 A 股分红、回购与股权融资规模对比(亿元)..... 6
图表 2 美股分红、回购与股权融资规模对比(亿美元)..... 6
图表 3 A 股自然人投资者持有市值占比约三成左右..... 7
图表 4 A 股换手率长期高于成熟市场..... 8
图表 5 科创板五套上市标准中，仅第一套设置盈利要求..... 9
图表 6 2019 年以来科创板上市的公司数量（按上市标准分）..... 9
图表 7 股票公允价值浮亏拖累险资投资收益率(2023)..... 10
图表 8 保险资金权益资产配置比例近年来有所提升..... 10
图表 9 2024 年之后险资举牌次数显著上升..... 11
图表 10 A 股各行业千亿市值公司数量（2024 年 VS 2026 年）..... 12
图表 11 A 股万亿市值公司名单（2024 年 VS 2026 年）..... 12
图表 12 本轮资本市场改革的主要措施..... 13

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 引言

建立健全投融资协调的资本市场功能，是近年来资本市场改革持续推进的方向。2024 年 4 月，新“国九条”发布，确立了强监管、防风险、促高质量发展的政策框架，并将推动中长期资金入市、增强市场内在稳定性作为重点任务。同年 9 月，《关于推动中长期资金入市的指导意见》和《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）相继出台，投资端建设与存量资源配置改革同步启动；2025 年 1 月，多部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，长钱长投的制度环境加快形成；同年 5 月，修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》公布实施，“并购六条”相关举措全面落地；6 月，科创板改革“1+6”政策措施在陆家嘴论坛宣布推出，融资端对科技创新和新质生产力的包容度不断提升。

2026 年 6 月，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上发表《进一步健全投融资相协调的资本市场功能 更好服务新质生产力和经济高质量发展》[1]的主题演讲，系统阐述了健全投融资相协调的资本市场功能的改革思路：融资端，扩大科创板第五套上市标准适用范围至人工智能领域，有序推进深化创业板改革，深化再融资改革并加快推出储架发行机制；投资端，加快培育壮大耐心资本，引导养老金、保险资金等长期资金加大股权投资力度，推出主动 ETF、商业不动产 REITs 试点等产品和工具。至此，**“健全投融资相协调的资本市场功能”已明确成为当前和今后一个时期资本市场改革发展的主题主线。**

政策脉络已经勾勒出本轮改革的基本轮廓。但是，“投融资相协调”的功能如何在资本市场运行中体现？实现资本市场投融资协调的内在机制是什么？如何通过制度化的安排，确保资本市场投融资协调的长期持续？这些都是值得深入探讨的问题。

二、 市场特征：融资所得与投资回报的动态平衡

投融资相协调的资本市场，典型的特征之一是上市公司从市场获得的融资，与其向投资者提供的现金回报大体相当、动态平衡。这一定位在学术上与政策上都有明确依据。学术层面，吴晓求等（2024）[2]系统性地论证，中国资本市场需要从以融资为主的市场，转型为融资与投资并重、兼具财富管理功能的市场，并将其意义类比为“股权分置改革 2.0”。政策层面，证监会主席吴清在 2026 年陆家嘴论坛演讲中提及，新“国九条”出台以来资本市场投融资关系改善的标志性证据，即是“A 股分红回购规模达到同期股权融资的 3 倍多”。因此，分红回购与股权融资的对比关系，可以作为观察资本市场投融资协调程度的依据。

以上述指标衡量，A 股市场投融资协调的程度在过去两年多以来有显著改善，结束了长期以来投融资关系失衡的局面。分阶段看：2021 年及以前，市场总体呈现融资大于回报的格局，2016-2021 年 A 股股权融资年均约 1.34 万亿元，投资者净回报[3]连续为负，年均约-4200 亿元；2022 年成为转折点，当年分红回购合计约 1.72 万亿元，首次超过股权融资规模（约 1.64 万亿元），投资者净回报由负转正；此后净回报逐年扩大，2023 年、2024 年分别达到约 6900 亿元和约 1.81 万亿元，2025 年现金分红进一步增至约 2.08 万亿元。将 2024-25 年的分红回购与股权融资加总比较，前者约为后者的 3.15 倍（与前述吴清主席提及的“3 倍多”相互印证）。这意味着，A 股投资者回报与股权融资的关系已经发生了历史性逆转。

从国际经验看，投资回报长期覆盖股权融资，是成熟资本市场的常态。以美股市场为例，2016-2025 年美国上市公司每年的分红稳定在 7000-12000 亿美元的区间；回购规模则逐年增长，近年来也稳定在 1 万亿美元左右，使得上市公司回购成为美股市场重要的买方力量之一；过去十年（2016-2025）美股通过分红与回购累计向投资者提供回报超过 16 万亿美元。而同期，美股年度股权融资规模多数年份在 2000 亿美元以下，投资者净回报长期为正。相比之下，A 股投资者净回报直到 2022 年才转正，分红回购与股权融资的比值仍明显低于美股水平，投融资关系的改善仍有较大空间。

A 股市场的数据已反映出投融资关系改善的新特征，但值得进一步探讨的是，上述变化的驱动因素主要依赖融资节奏的调节、还是市场内部本身的驱动力？资本市场投融资协调长期可持续的内在机制是什么？

[1] 《进一步健全投融资相协调的资本市场功能 更好服务新质生产力和经济高质量发展——吴清主席在 2026 陆家嘴论坛上的主题演讲》https://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c7639684/content.shtml

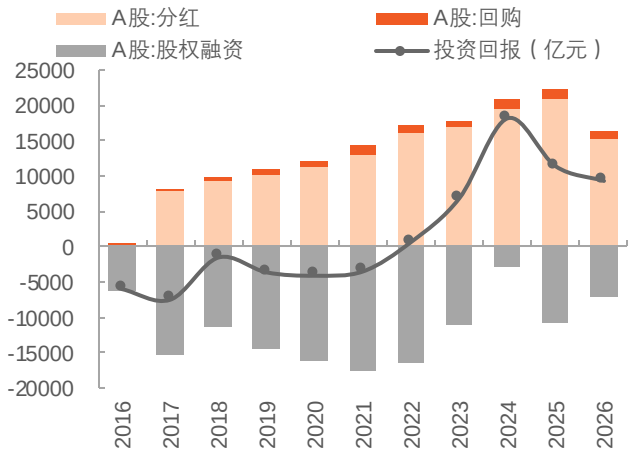
[2] 吴晓求,方明浩,许荣.中国资本市场的功能转型与估值校正[J].财贸经济,2024,45(6):5-20.DOI:10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.20240613.005.

[3] 参照吴清主席在 2026 年陆家嘴论坛上表述的口径，投资者净回报=分红+回购-股权融资。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

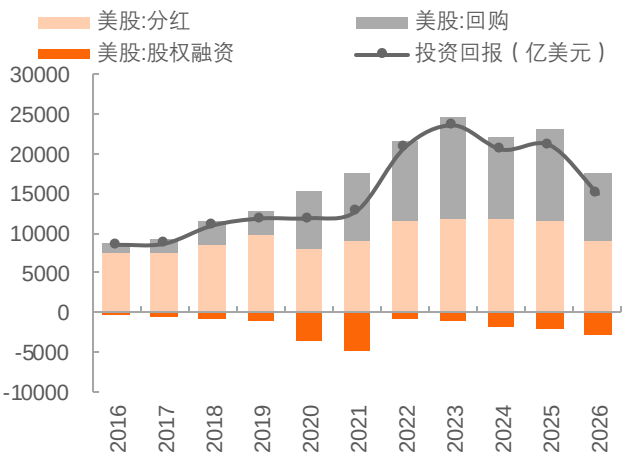
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1 A 股分红、回购与股权融资规模对比(亿元)



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 2026/9/15

图表2 美股分红、回购与股权融资规模对比(亿美元)



资料来源：Wind，平安证券研究所，截至 2026/9/15

三、 内在机制：资金期限结构与资产久期属性的匹配

3.1 资金久期决定市场定价长期价值的能力

学术文献为理解投融资协调的形成机制提供了成熟的分析框架，其核心结论是，市场中主导资金的久期结构，决定了整个市场反映长期价值的能力。早在上世纪 60 年代，Modigliani 与 Sutch（1966）[4]即提出了期限偏好（preferred habitat）理论：不同久期的资金有其各自的偏好，投资者通常按照自身负债的期限结构投资于特定期限的资产；也即是说，一类资产的定价，归根结底由期限与之匹配的资金的供求关系决定。之后的研究从两条线索对此进行了阐释：

第一条线索关注市场定价：短期资金主导的市场，价格难以充分反映企业的长期价值。Shleifer 与 Vishny（1990）[5]的研究证明，纠正长期资产的错误定价需要投资者长期持有头寸，受短期考核约束的投资者不愿承担这种等待成本，因而导致投资期限内生地趋于短期化，长期资产的定价因此系统性偏离基本价值。Froot、Scharfstein 与 Stein（1992）[6]则发现，以短期获利为目标的投机者会集中追逐相同的短期信息，甚至对与长期价值无关的信息做出反应，使价格中的短期信息过饱和、长期价值信息被稀释。

第二条线索关注企业行为：资金期限会通过股价传导为经理人的激励。Stein（1988）[7]的模型表明，在短期资金主导、经理人关注短期股价的压力下，企业会削减长期投资；Bushee（1998）[8]的经验研究发现，换手率高、持股周期短的机构投资者持股比例较高的公司，经理人更可能在盈利压力下削减研发支出。与此相对，长期资金能够改善企业的创新与长期产出：Aghion、Van Reenen 与 Zingales（2013）[9]发现机构投资者持股总体上促进企业创新；Tian 与 Wang（2014）[10]也发现，对失败容忍度更高的长期资本所支持的企业，创新产出的数量和质量显著更高。

综上所述，**资本市场资金的久期结构，既决定市场价格反映企业长期价值的能力，也通过影响企业行为影响长期价值的创造本身。**

[4] Modigliani F , Sutch R M .Innovations in interest rate policy[J].American Economic Review, 1966, 56(2).
[5] Shleifer A , Vishny R W .Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms[J].American Economic Review, 1990, 80(2):148-153.DOI:10.2753/PET1061-1991330283.
[6] KENNETH,A,FROOT,et al.Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation[J].Journal of Finance, 1992.DOI:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04665.x.
[7] Stein, Jeremy C .Takeover Threats and Managerial Myopia[J].Scholarly Articles, 1988, 96(1):61-80.DOI:10.1086/261524.
[8] Bushee B J .The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior[J].Accounting Review, 1998, 73(3):305-333.DOI:10.2307/248542.
[9] Aghion P , Reenen J V , Zingales L .Innovation and institutional ownership[J].CEPR Discussion Papers, 2009, 103(1):277-304.DOI:10.1257/aer.103.1.277.
[10] Tian X , Wang T Y .Tolerance for Failure and Corporate Innovation[J].Review of Financial Studies, 2014, 27.DOI:10.2139/ssrn.1399707.

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

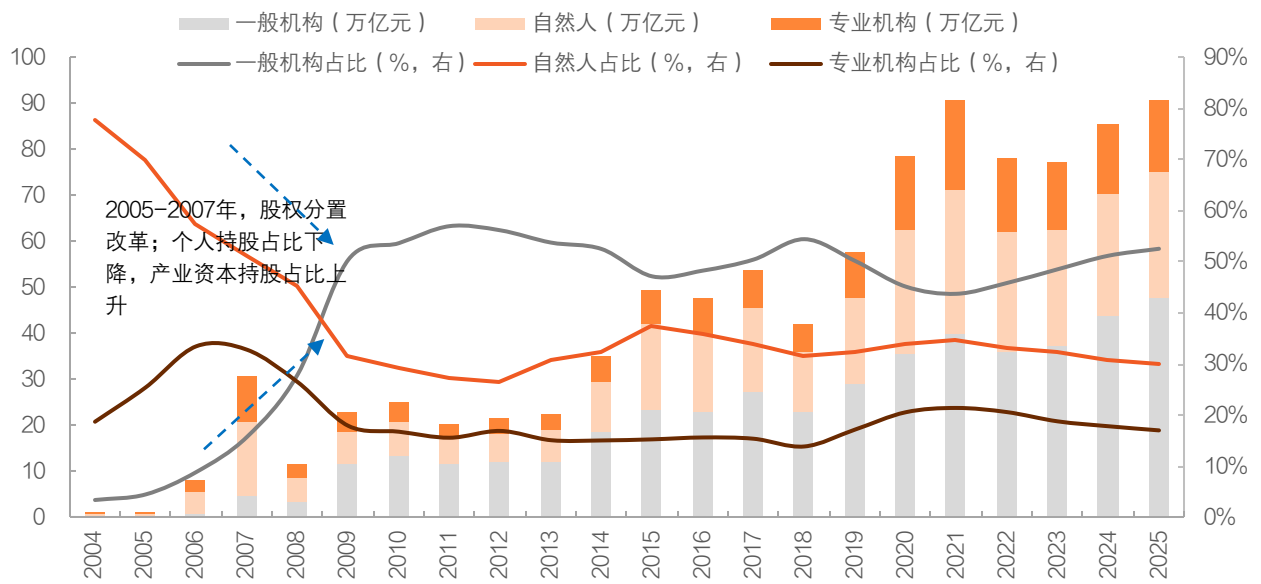
下载日志已记录，仅供内部参考

对中国资本市场而言，资金期限匹配的问题在科技创新领域表现得最为突出。科技创新企业的股权是久期最长的一类资产：前期长期不盈利，现金流高度后置，成败高度不确定；为这类资产定价并长期持有，需要同样长久期、能够容忍失败的资金。本轮资本市场改革以服务新质生产力为主题，科创板、创业板改革所面对的正是这类资产；而推动中长期资金入市的目的，就是为这类资产匹配相应久期的长期资金、耐心资本。这是资本市场实现“投融资协调”的内在机制；投资回报与股权融资在总量上的平衡，是上述机制运行到均衡状态之后的外在表现。

3.2 期限错配是投融资失衡的深层根源

A 股投融资功能长期失衡，主要源于主导市场交易的资金以短期化资金为主。这主要体现在三方面：第一，A 股投资者结构当中个人投资者占比偏高。一方面，A 股个人投资者账户数占比为 99.8%（2025 年），显著高于非自然人主体（机构）；另一方面，A 股个人投资者持股市值占比约三成（2025 年底），但其贡献的交易量却大大高于此水平[11]。第二，资金交易行为高度短期化，体现为 A 股换手率长期高于成熟市场。世界银行的统计显示，中国国内股票换手率在 2013 年之后持续高于美国、欧元区、日本及中国香港；到 2024 年底，中国国内股票换手率为 296.7%，而同期美股、港股、欧股换手率分别为 68.5%、65.9%、40.6%，日本股市换手率稍高，也仅在 117.0%。第三，机构投资者同样存在短期考核的约束。证监会主席吴清在 2025 年 1 月国新办发布会上明确指出[12]，“考核周期短是多年来制约商业保险资金、年金基金等一些中长期资金扩大 A 股投资的一个重要卡点”，“长钱短投”的特征较为突出；同时，公募基金行业也长期以年度业绩排名为主要评价导向，直到 2025 年 5 月《推动公募基金高质量发展行动方案》出台，才明确规定了“三年以上中长期收益考核权重不低于 80%”[13]。

图表3　A 股自然人投资者持有市值占比约三成左右



资料来源：Wind，证券业协会，上交所，平安证券研究所

[11] 注：两处数据可做参考。①根据上海证券交易所 2017 年的数据，个人投资者股票买卖交易额占比为 82.01%，此后不再公布此数据。②2022 年 6 月，证监会副主席李超披露，个人投资者交易额占比首次降至 70%以下，https://www.chinanews.com/cj/2022/06-23/9786980.shtml

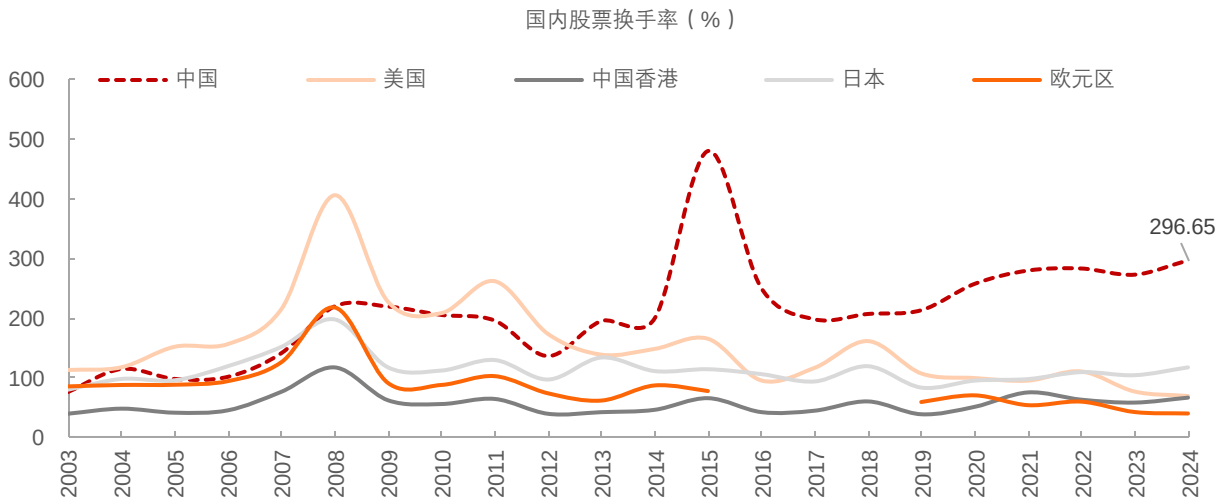
[12] 中国政府网，《中长期资金入市明确硬指标》，https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202501/content_7000654.htm

[13] 证监会，《推动公募基金高质量发展行动方案》，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7555824/content.shtml

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4　A 股换手率长期高于成熟市场



资料来源：世界银行，平安证券研究所

1. 资金短期化对融资端的影响，主要表现为市场定价能力的不足

短期资金通常难以对长久期资产给出合理定价，这尤其体现在市场对科技创新企业的定价上。

首先，短期资金对盈利后置的长久期资金定价能力不足。在个人投资者占比较高、短期资金主导的市场中，由于未盈利企业的价值显著后置，市场难以对其进行可靠定价；监管只能以“一刀切”的持续盈利门槛替代市场筛选，以达到保护投资者的目的。因此，在 2019 年科创板设立之前，A 股各板块均设有持续盈利的要求，客观上导致一批新经济龙头企业远赴境外市场上市。盈利门槛表面上是单纯的行政约束，但实质上是市场定价能力不足时的制度替代。

其次，科创板第五套标准推出的曲折进程，即是上述特征的最好体现。2019 年，科创板成立并推出五套标准（图表 5），其中第二至第五套标准均不设盈利门槛，充分体现了上市制度对科技企业的包容性。此后六年多以来，已有 54 家未盈利企业经此上市[14]。但是，上述包容性制度的落地程度随着资产久期的拉长而明显递减：有营业收入支撑的亏损企业上市较为顺畅（例如第四套标准）；而唯一不要求营业收入、专门承接“零收入、纯研发期”企业的第五套标准，其落地相对谨慎：自科创板设立至 2023 年 6 月，仅有 20 家企业经此通道上市（图表 6 标橙色数据），集中于生物医药领域。2023 年 6 月，智翔金泰在年营收不足 50 万元的情况下募资约 35 亿元上市，上市首日即告破发，引发市场广泛争议[15]，并直接导致第五套标准实质性暂停近两年[16]。直到 2025 年 6 月，证监会才发文重启第五套标准[17]，并同步设置了科创成长层分层管理；上交所随后配套制定了资深专业机构投资者制度，将上市申报前 24 个月入股且持股 3%以上（或投资金额不低于 5 亿元）的专业机构投资者的判断，作为审核注册的参考[18]。第五套标准的“一收一放”，表明**融资端对长久期资产的包容性安排能否落地，取决于市场中是否存在与这类资产相匹配的专业长期资金。**

[14] 上海交易所，上交所就进一步深化科创板改革配套业务规则公开征求意见答记者问，https://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20250618_10782255.shtml
[15] 新京报，https://www.bjnews.com.cn/detail/1688137232129872.html#1
[16] 中国证券报，“采用科创板第五套标准申报的未盈利企业，IPO 审核进程早已实质性暂停”，https://cs.com.cn/5g/202406/t20240621_6418950.html#1
[17] 证监会，《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7565139/content.shtml ，http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7565137/content.shtml
[18] 上交所，《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第 8 号——资深专业机构投资者》，https://star.sse.com.cn/ipo/rules/star/c/c_20250711_10787285.shtml

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5　科创板五套上市标准中，仅第一套设置盈利要求

标准	预计市值	净利润要求	营业收入要求	其他核心指标	适配企业类型
第一套	≥10 亿元	最近两年均为正，累计≥5000 万元；或最近一年为正	最近一年≥1 亿元（仅适用"最近一年净利为正"情形）	—	已盈利、经营稳定的成熟型科创企业
第二套	≥15 亿元	无要求（允许亏损）	最近一年≥2 亿元	最近三年累计研发投入占累计营收比例≥15%	高研发投入、已有一定收入但尚未盈利的企业
第三套	≥20 亿元	无要求（允许亏损）	最近一年≥3 亿元	最近三年经营活动现金流净额累计≥1 亿元	收入规模较大、现金流健康但未盈利的企业
第四套	≥30 亿元	无要求（允许亏损）	最近一年≥3 亿元	—	营收规模突出、暂未盈利的大型科创企业
第五套	**≥40 亿元**	**无要求（可大额亏损）**	**无强制要求（可零营收）**	**主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，已取得阶段性成果**	**研发周期长、前期持续亏损、尚未商业化的前沿硬科技企业**

资料来源：Wind，上海证券交易所，平安证券研究所

图表6　2019 年以来科创板上市的公司数量（按上市标准分）

上市标准	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	总计
科创板上市标准一	63	117	138	83	52	14	11	10	488
科创板上市标准二	1	5	5	7	6		1		25
科创板上市标准三	1		1	1	1				4
科创板上市标准四	5	10	10	19	6	1	4	2	57
科创板上市标准五		7	4	8	1		2	2	24
科创板特殊表决权上市标准一				1				1	2
科创板特殊表决权上市标准二		1	2	3			1		7
科创板境外已上市红筹股上市标准二		1	1	1	1				4
科创板境外未上市红筹股上市标准二		2	1					1	4
总计	**70**	**143**	**162**	**123**	**67**	**15**	**19**	**16**	**615**

资料来源：Wind，平安证券研究所；截至 2026 年 6 月 30 日

2. 资金短期化对投资端的影响，主要体现为放大市场波动

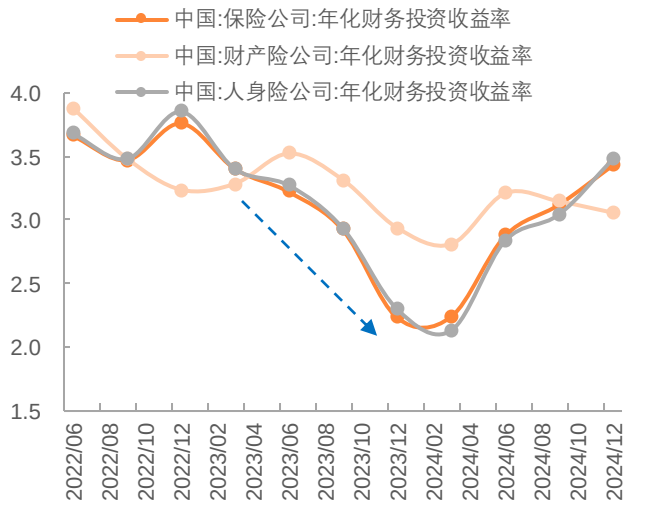
短期资金的顺周期进出容易放大市场波动，而长期资金在一系列制度约束下，对市场波动的承受能力有限，反过来又导致其投资行为的短期化。

下载日志已记录，仅供内部参考

以险资为例，多重制度约束使其较难承受大幅市场波动。**其一，**在偿付能力监管框架下，保险公司持有的权益资产需按规定的风险因子计入最低资本。市场下跌时，权益市值缩水会直接减少保险公司的实际资本；虽然最低资本也会因权益风险暴露下降而有所减少，但由于权益风险因子通常小于 1，最低资本降幅小于实际资本降幅，因此偿付能力充足率整体下降。一旦资本充足率逼近监管红线，保险公司则可能被迫减持权益资产以降低资本占用，从而形成“市场下跌→偿付能力充足率下降→被动减持→市场进一步下跌”的顺周期负反馈。**其二，**2023 年起实施的新会计准则下，权益资产按公允价值计量，市场波动将直接冲击保险公司当期利润。以 2023 年当年的数据看，A 股市场持续低迷，上证指数与创业板指全年跌幅分别为 3.7%和 19.4%；同期，国家金融监督管理总局发布的数据显示，2023 年保险资金年化财务投资收益率逐季下降，年末降至 2.23%的低位，股票公允价值浮亏是拖累净利润的核心原因。

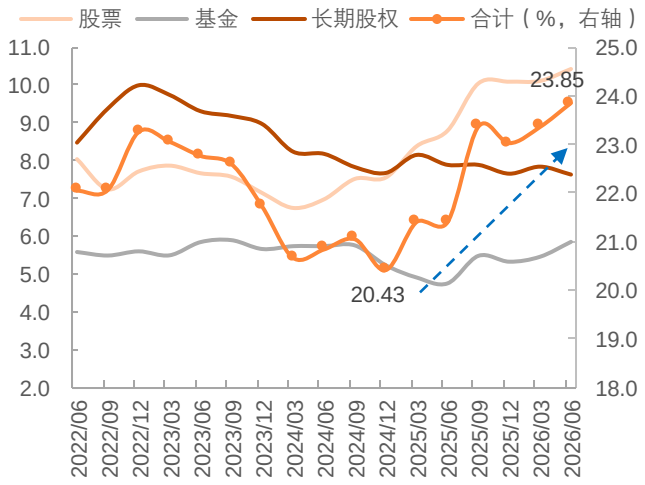
制度约束造成的结果是，负债久期较长的保险资金在行为上倾向于低配权益资产。截至 2024 年末，保险资金运用余额约 33 万亿元，其中股票和证券投资基金配置比例长期维持在 12%至 14%，即便计入长期股权投资也仅约 20%，对照多数险企适用的 30%监管上限，仍有近 10 个百分点的理论空间。反过来，一旦资产端能够提供稳定的现金回报，长期资金的入市意愿便迅速提升：2024 年之后，保险资金掀起新一轮举牌潮，2025 年举牌 35 次、仅次于 2015 年的历史峰值，举牌标的集中于银行、公用事业等高分红资产；截至 2026 年二季度，险资配置权益资产的比重已上升至 23.85%。这一对比恰恰说明，长期资金回避权益资产的原因，是其市场波动过大、且缺乏稳定现金回报。

图表7　股票公允价值浮亏拖累险资投资收益率(2023)



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8　保险资金权益资产配置比例近年来有所提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9　2024 年之后险资举牌次数显著上升



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

综上所述，A 股投融资长期失衡的状况受到两条传导链条的影响。从融资端看，短期资金主导的市场难以对价值后置的未盈利企业（尤其是科技创新企业）定价，监管只能以持续盈利门槛替代市场筛选，融资端对创新的包容因此长期受限。从投资端来看，短期资金的顺周期交易放大市场波动，长期资金自身的资本约束与偏短期的利润约束，导致原本长久期的资金选择低配权益资产。两条链条又彼此强化：融资端缺少长久期资产，长期资金便缺少配置对象；投资端缺少真正的长期资金，长久期资产便无人为其定价。期限错配由此构成投融资失衡的深层根源：即使市场各方怀有支持创新、回报投资者的意愿，短期资金主导的结构也难以承载长周期资产的定价需求。

3.3 融资端与投资端改革互为条件，协同发力

本轮资本市场改革的突出特征，是投资端与融资端改革同向发力、协同推进。

投资端改革致力于拉长资金的实际投资期限。首先是推动中长期资金入市方案的出台。2025 年 1 月，六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》[19]，对公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金全面建立三年以上长周期考核机制，其中国有商业保险公司净资产收益率的当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。其次，险资长期投资配套措施持续推进。一方面是保险资金长期股票投资试点，自 2023 年 10 月首批 500 亿元起步，至 2025 年 5 月已批复三批、合计 2220 亿元；另一方面是保险公司股票投资风险因子下调，分别于 2023 年 9 月和 2025 年 12 月落地，其中最近一次将持仓满三年的沪深 300 指数成分股等风险因子调降 10%。此外，中央银行创设新型货币政策工具支持中长期资金入市。央行于 2024 年 10 月创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款两项结构性工具，2025 年 5 月起额度合并使用，总额度 8000 亿元。**从结果来看，**制度约束的松动直接改变了资金行为：吴清主席在陆家嘴论坛上表示，新“国九条”出台两年多来，社保、保险、年金等中长期资金持有 A 股流通市值增长 85%，净买入 A 股约 1.3 万亿元，长期投资力量持续壮大[20]。

融资端改革致力于提升对长久期资产的包容度。首先是科创板推出“1+6”改革。2025 年 6 月，科创板推出“1+6”改革：设置科创成长层，重启未盈利企业适用第五套上市标准，并将第五套标准适用范围从生物医药扩大至人工智能、商业航天、低空经济等前沿领域，同时试点引入资深专业机构投资者制度，将未盈利企业的价值识别交由专业机构承担。其次是创业板于同期启动第三套上市标准。其同样不设盈利门槛，仅要求“预计市值不低于 50 亿元、最近一年营业收入不低于 3 亿元”。

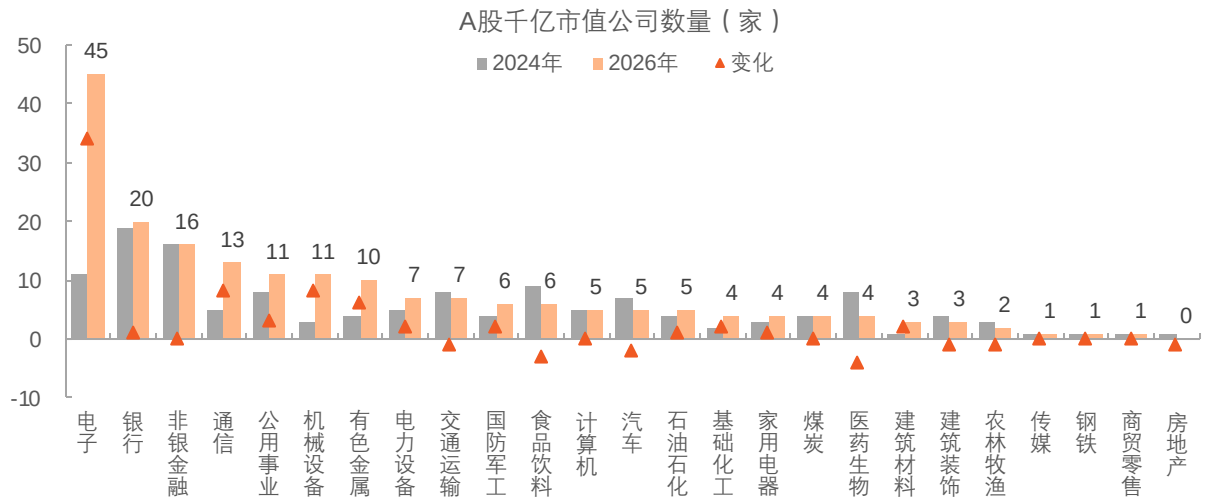
[19] 六部门，《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7535174/content.shtml
[20] 吴清：新“国九条”以来 社保、保险等净买入 A 股约 1.3 万亿元，https://www.chinanews.com/cj/shipin/cns-d/2026/06-17/news1058396.shtml

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 2026 年 7 月底，已有 4 家企业采用创业板第三套标准申报上市（大普微、粤芯半导体、越疆科技、博雅新材），其中大普微（301666.SZ）已于 2026 年 4 月 16 日成功上市。此外，存量制度改革同步推进：2025 年 5 月，并购重组引入简易审核程序和私募基金锁定期“反向挂钩”安排[21]；2026 年 2 月，沪深北交易所推出优化再融资一揽子措施，明确突出“扶优、扶科、限劣”导向，显著提升了优质上市公司的审核效率。**从结果来看，**市场资产结构的变化正在逐步显现：吴清主席在2026年陆家嘴论坛上披露，目前A股科技板块市值占比已超过三成，市值超千亿元的上市公司中科技企业占比已达45%。截止到 9 月 11 日，A 股千亿市值的公司共计 194 家，较 2024 年底增加 57 家；其中电子行业以 45 家居于首位，银行、非银金融分别为 20 家和 16 家（图表 10）。同时，万亿市值的公司升至 16 家，较 2024 年增加 6 家（图表 11），且包括长鑫科技、宁德时代、工业富联、中际旭创、中芯国际等 5 家科技企业。A 股大市值公司的行业排序已明显带有科技成长的特征，这意味着，现金流后置的长久期资产在市场中的分量在持续提升。

图表10　A 股各行业千亿市值公司数量（2024 年 VS 2026 年）



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2026 年 9 月 11 日

图表11　A 股万亿市值公司名单（2024 年 VS 2026 年）

序号	证券简称	所属行业	总市值（亿元）	序号	证券简称	所属行业	总市值（亿元）
1	中国移动	通信	25,417	1	长鑫科技	电子	38,511
2	工商银行	银行	24,663	2	工商银行	银行	28,905
3	建设银行	银行	21,976	3	建设银行	银行	28,828
4	贵州茅台	食品饮料	19,144	4	农业银行	银行	24,394
5	农业银行	银行	18,689	5	中国移动	通信	21,196
6	中国石油	石油石化	16,362	6	中国银行	银行	21,169
7	中国银行	银行	16,221	7	中国石油	石油石化	20,572
8	中国海油	石油石化	14,026	8	中国海油	石油石化	16,117

[21] 2025 年 5 月 16 日，中国证监会公布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（中国证券监督管理委员会令第 230 号），自公布之日起施行；本次修改新设重组简易审核程序，并对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

9	中国人寿	非银金融	11,849	9	贵州茅台	食品饮料	15,941
10	宁德时代	电力设备	11,713	10	宁德时代	电力设备	15,292
				11	工业富联	电子	12,714
				12	中际旭创	通信	10,907
				13	中国人寿	非银金融	10,738
				14	招商银行	银行	10,428
				15	中国神华	煤炭	10,305
				16	中芯国际	电子	10,053

资料来源：Wind，平安证券研究所；2024 年数据截至 2024 年 12 月 31 日；2026 年数据截至 2026 年 9 月 11 日

投资端与融资端改革互为条件、协同发力。从本轮改革的时序看，监管部门是在投资端中长期资金入市取得实质进展之后，才重新启动融资端包容度更高的科创板第五套标准，并配套了资深专业机构投资者制度，将未盈利企业的定价建立在专业机构的长期资本之上。这表明，融资端对创新的包容是以投资端资金期限的拉长为前提。而从改革的可持续性看，长期资金的配置需求也有赖于融资端供给长久期资产：若优质科技资产供给不足，负债端久期再长的资金也只能继续集中于高股息蓝筹，长周期考核的制度效果将大打折扣。投融资两端改革作为整体方案推出，说明监管对投融资协调的认识已从总量层面深入到资金期限结构层面，致力于从制度上解决市场资金期限错配的根本问题。

图表12　本轮资本市场改革的主要措施



资料来源：Wind，证监会，新华社，上海证券交易所，国家金融监督管理总局，平安证券研究所

投融资两端之外，本轮改革也同时匹配了市场基础制度的升级。上市公司治理层面，证监会 2025 年 10 月修订发布《上市公司治理准则》，自 2026 年 1 月 1 日起施行，重点规范控股股东、实际控制人的行为，健全董事、高管薪酬与公司业绩相匹配以及止付追索、递延支付的机制，从公司内部约束“关键少数”的短期行为。股东行为层面，2024 年 5 月落地的“最严减持新规”[22]，将大股东和董监高的减持与股价表现、分红水平挂钩，大股东的利益与二级市场投资者回报由此相绑定。

[22] 2024 年 5 月 24 日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》和《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

市场生态层面，2024 年 4 月退市制度[23]改革，常态化出清劣质供给；同年 7 月实施的财务造假综合惩防[24]与投资者赔偿救济机制，抬高了上市公司的失信成本。**上述安排并不直接调节资金的期限结构，但共同指向的是提高长期持有的安全性与回报的确定性：**投资者敢于长期持有，前提是融资者不敢失信、劣质供给不能长期滞留市场。投融资两端的协调、长期资金流入的可持续性，需要基础制度的完善来提供保障。

四、 改革展望：实现资本市场投融资协调的可持续性

4.1 深化投融资金改革的方向展望

如上所述，本轮改革已经初步建立起投融资协调的制度框架。面向“十五五”，进一步深化投融资协调改革，可以在两个方面继续发力：一是将经市场检验有效的阶段性安排及时固化为监管规则，增强制度的稳定性；二是围绕期限匹配的主线，在资金端、资产端、产品端继续深化配套建设。具体来看：

第一，将检验成熟的改革安排及时上升为稳定的制度规则，是下一步改革的重要任务。本轮改革中不少关键安排仍以方案、试点等阶段性形式存在，其效力取决于政策周期的延续，存在随市场环境变化而反复的可能（科创板第五套标准的搁置与重启，即是例证）。因此，有必要将改革过程中的暂时性安排固化为制度规则。例如，保险资金长期股票投资试点在批复三批、合计 2220 亿元之后，已具备转为常规制度安排的基础；互换便利、回购增持再贷款两项结构性货币政策工具，可在评估实施效果的基础上明确常态化机制；科创板“1+6”改革中试点引入的资深专业机构投资者制度，宜在总结评估后固化为正式规则；第五套上市标准的适用应保持连续稳定，避免因个案风险事件频繁开阖。规则的稳定性本身，就是长期资金敢于入市的制度前提。

第二，围绕期限匹配的方向，有三方面值得进一步深化。一是在资金端，推动长周期考核从制度建立走向执行深化。公募基金、保险资金、社保基金、年金基金的长周期考核框架已经建立，下一步的关键是将考核结果与机构及从业人员的激励约束实质挂钩，防止出现机构考核周期拉长但从业人员延续行为惯性的情况。二是在资产端，理顺一二级市场的联动机制。畅通一级市场与二级市场的制度衔接。完善创业投资基金退出机制与二级市场减持规则的协调，兼顾早期资本的合理退出与二级市场的稳定，进一步理顺私募创投基金“募投管退”的循环；加快储架发行制度正式落地，增强科技企业持续融资的可预期性。三是在产品端，丰富优质长久期产品的供给。以主动权益类 ETF、商业不动产 REITs 等长久期产品为抓手，引导居民储蓄经由专业机构转化为长期资本，从源头改善市场资金的期限构成。

第三，进一步深化投融资协调改革，证券行业的作用值得单独强调。作为连接投融资两端的中介机构，证券行业既是本轮改革的执行者，也是下一步改革的承载者：投资银行的执业质量，直接决定融资端长久期资产的供给品质；财富管理与资产管理的专业能力，直接影响居民储蓄转化为长期资本的效率。新“国九条”要求行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性的关系；证监会的相关部署进一步要求行业机构聚焦主责主业、把功能性放在首要位置。对证券行业而言，落实上述要求，就是以投行能力识别和培育真正具有长期价值的资产，以资管与投顾能力承接居民财富的长期配置需求。这与“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化要求内在一致，也是证券行业服务投融资协调的功能定位。

4.2 总结

建立健全投融资协调的资本市场功能，是本轮资本市场改革的重点方向，也是当前和今后一个时期资本市场改革发展的主题主线。投融资相协调的资本市场，典型的特征之一是上市公司从市场获得的融资，与其向投资者提供的现金回报大体相当、动态平衡，这体现为 A 股分红回购的持续上升并超越同期股权融资规模，使得投资者净回报转正。投融资协调改革的内在机制，在于推动资金期限结构与资产久期属性的匹配。本轮改革从投资端拉长资金久期、从融资端扩大长久期资产供给，两端改革互为条件、协同推进，在市场结构上已初显成效。面向“十五五”，进一步深化投融资协调改革，一是要将检验成熟的

[23] 2024 年 4 月 12 日，证监会发布的《关于严格执行退市制度的意见》，沪深北三大交易所同步修订上市规则，将新规落地。
[24] 2024 年 7 月，证监会等六部门联合发布的《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》，升级了我国打击财务造假、保护投资者的整套制度。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

改革安排及时上升为稳定的制度规则；二是围绕期限匹配的主线在资金、资产、产品三端持续深化；三是要发挥证券行业连接投融资两端的专业作用；将政策推动的投融资协调阶段性成果，转化为资本市场长期稳定运行的内生状态。

从更加宏观的视角来看，健全投融资协调的资本市场功能，是金融强国建设的内在要求，也是做好金融“五篇大文章”的基础。当长期资金与长久期资产在市场中实现匹配，资本市场将同时成为科技创新的资本形成平台和居民财富的长期配置场所：融资者获得与其创新能力相称的资本，投资者获得与其耐心持有相称的回报。这正是中国特色资本市场服务新质生产力、服务中国式现代化的价值所在。

五、 风险提示

1. **改革政策推进不及预期的风险。**长周期考核的执行深化、保险资金长期股票投资试点转为常规安排、储架发行制度正式落地等事项仍在推进过程中，若相关细则出台或执行进度不及预期，中长期资金入市节奏与融资端包容度的提升可能放缓。
2. **市场大幅波动引发改革节奏反复的风险。**从历史经验看，市场异常波动或个案风险事件可能使包容性安排阶段性收紧。例如，科创板第五套标准在 2023 年年中至 2025 年年中曾实质搁置近两年。若市场再度出现剧烈波动，未盈利企业上市、中长期资金入市等改革的推进节奏可能受到影响。
3. **宏观经济与企业盈利修复不及预期的风险。**投资者回报的持续改善以上市公司盈利和现金流为基础；若宏观经济修复不及预期、企业盈利承压，分红回购规模的扩张将难以持续，投融资关系总量改善的进程可能放缓。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录 1：本轮资本市场改革的主要措施

图表1　本轮资本市场改革的主要措施

日期	改革/措施	主要内容
2023-09-10	优化保险公司偿付能力监管标准	金规〔2023〕5 号优化偿付能力监管标准，沪深 300 成分股风险因子由 0.35 降至 0.3、科创板股票由 0.45 降至 0.4，释放权益投资资本占用空间。
2023 年 10 月	保险资金长期股票投资试点首批 500 亿元	金融监管总局批复中国人寿、新华保险募集保险资金试点发起设立证券投资基金，规模 500 亿元，投资股市并长期持有；该事实由 2025-01-23 国新办发布会回溯确认。
2024-04-12	新“国九条”	《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》（国发〔2024〕10 号）发布，确立强监管、防风险、促高质量发展框架，提出大力推动中长期资金入市、增强内在稳定性。
2024-04-12	退市制度改革意见	证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，严格强制退市标准、畅通多元退出渠道、削减壳资源价值、落实退市投资者赔偿救济。
2024-05-24	最严减持新规	《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（证监会令第 224 号）公布施行，将大股东、董监高减持与股价表现、分红水平等挂钩，完善减持规则体系。
2024-06-19	科创板八条	证监会发布《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》，深化科创板改革，并提出探索储架发行等安排。
2024-07-05	财务造假综合惩防意见	国务院办公厅转发六部门《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》（国办发〔2024〕34 号），构建财务造假常态化长效化防治机制并完善民事追责支持。
2024-09-24	并购六条	证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出六方面举措，活跃并购重组市场、提高存量资源配置效率。
2024-09-26	中长期资金入市指导意见	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确推动各类中长期资金入市、构建“长钱长投”制度环境。
2024-10-18	证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）启动	央行创设 SFISF 后启动操作，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产质押换入高等级流动性资产，资金只能投向资本市场。
2024-10-18	股票回购增持再贷款	央行联合金融监管总局、证监会设立股票回购增持再贷款，首期额度 3000 亿元、年利率 1.75%，引导 21 家全国性金融机构支持上市公司回购增持。
2025-01-22	中长期资金入市实施方案	六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，对公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金全面建立三年以上长周期考核；国有商业保险公司 ROE 当年度考核权重不高于 30%、三年到五年周期指标权重不低于 60%。
2025-01-23	中长期资金入市国新办发布会	国新办介绍大力推动中长期资金入市情况；证监会主席吴清指出部分机构存在“长钱短投”问题，发布会同时回溯首批险资长投试点 500 亿元并提出第二批安排。
2025-03-05	金融“五篇大文章”指导意见	国办发〔2025〕8 号部署科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，要求资本市场发挥支持科技创新关键枢纽作用、壮大耐心资本。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025-05-07	推动公募基金高质量发展行动方案	证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》（证监发〔2025〕21 号），强化业绩比较基准约束、建立基金管理人与投资者利益绑定机制。
2025-05-07	一揽子金融政策国新办发布会	发布会上宣布，近期拟再批复 600 亿元保险资金长期投资试点、拟进一步调降股票投资风险因子 10%；潘功胜宣布互换便利与回购增持再贷款额度合并使用、总额度 8000 亿元。注：风险因子此处为预告，正式文件见 2025-12-05。
2025-05-16	上市公司重大资产重组管理办法修订	修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 230 号）公布实施，并购六条相关举措全面落地，引入简易审核程序、私募基金锁定期“反向挂钩”等安排。
2025-06-18	科创板“1+6”改革	证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》：设置科创成长层，重启未盈利企业适用第五套标准，扩大第五套至人工智能、商业航天、低空经济等领域，并试点资深专业机构投资者制度。
2025-06-18	创业板正式启用第三套上市标准	吴清在 2025 陆家嘴论坛宣布创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市；该标准不设盈利要求，核心指标为预计市值不低于 50 亿元、最近一年营业收入不低于 3 亿元。
2025-07-13	资深专业机构投资者指引	上交所发布《发行上市审核规则适用指引第 8 号——资深专业机构投资者》（上证发〔2025〕88 号），细化科创板第五套标准企业审核中资深专业机构投资者的认定与参考安排。
2025-10-16	上市公司治理准则修订	证监会公告〔2025〕18 号公布修订后《上市公司治理准则》，自 2026-01-01 起施行，重点规范控股股东、实际控制人行为，健全董监高薪酬与业绩匹配及止付追索、递延支付机制。
2025-12-05	保险公司相关业务风险因子调整	金融监管总局《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》：持仓超 3 年的沪深 300、中证红利低波动 100 成分股风险因子 0.3 降至 0.27，持仓超 2 年的科创板股票 0.4 降至 0.36。
2026-02-09	沪深北优化再融资一揽子措施	沪深北交易所推出优化再融资一揽子措施，突出“扶优、扶科、限劣”导向，对优质上市公司提高审核效率；吴清 2026 陆家嘴演讲称部分优质公司审核用时不足 1 个月。
2026-06-17	2026 陆家嘴论坛主题演讲	吴清发表《进一步健全投融资相协调的资本市场功能 更好服务新质生产力和经济高质量发展》主题演讲，提出扩大科创板第五套适用范围至人工智能、深化创业板改革、加快推出储架发行，投资端培育耐心资本、推出主动 ETF 和商业不动产 REITs 试点等。
2026-07-03	再融资储架发行制度公开征求意见	证监会就修改《上市公司证券发行注册管理办法》及配套规则征求意见，拟建立竞价定增储架发行制度（一次注册、多次发行），并将相关安排拓展至全市场。

资料来源：证监会，国家金融监督管理总局，上海证券交易所，中国政府网，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录 2：参考文献

[1] Modigliani F , Sutch R M .Innovations in interest rate policy[J].American Economic Review, 1966, 56(2).

[2] Shleifer A , Vishny R W .Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms[J].American Economic Review, 1990, 80(2):148-153.DOI:10.2753/PET1061-1991330283.

[3] KENNETH,A,FROOT,et al.Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation[J].Journal of Finance, 1992.DOI:10.1111/j.1540-6261.1992.tb04665.x.

[4] Stein, Jeremy C .Takeover Threats and Managerial Myopia[J].Scholarly Articles, 1988, 96(1):61-80.DOI:10.1086/261524.

[5] Bushee B J .The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior[J].Accounting Review, 1998, 73(3):305-333.DOI:10.2307/248542.

[6] Aghion P , Reenen J V , Zingales L .Innovation and institutional ownership[J].CEPR Discussion Papers, 2009, 103(1):277-304.DOI:10.1257/aer.103.1.277.

[7] Tian X , Wang T Y .Tolerance for Failure and Corporate Innovation[J].Review of Financial Studies, 2014, 27.DOI:10.2139/ssrn.1399707.

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所 电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层