下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·政策研究

【中信建投政策研究】从支持到标尺——《关于发展新质生产力的意见》学习体会

政策研究

核心观点

《中共中央 国务院关于发展新质生产力的意见》的核心作用是把过去三年的理论、规划和产业实践统一到一套全国性的行动标准。文件一方面扩充耐心资本、科技创新债券、科技租赁和研发税收等支持工具，另一方面以“三个不能、一个严禁、追责”、反内卷和分类监管约束低效重复建设。由此，政策重心由全面支持转向规范标尺，识别什么样的投入有效、什么样的增长可持续。产业端的弹性更可能先体现在集中度、价格秩序和资本效率优化；市场端的定价也将从政策关键词驱动估值，逐步转向技术、场景、份额和现金流驱动盈利。

胡玉玮
huyuwei@csc.com.cn
SAC 编号:S1440522090003
SFC 编号：BWP409

杨旭泽
yangxuze@csc.com.cn
SAC 编号：S1440525070004

发布日期： 2026 年 10 月 19 日

摘要

政策层面，《意见》由中共中央、国务院联合印发，规格高、覆盖广，但并非专项财政刺激或单一产业补贴政策，而是围绕新质生产力建立系统性的政策框架和执行标准。文件主要基于三方面考虑：贯彻关于发展新质生产力的重要论述，指导“十五五”时期高质量发展，纠正实践中的苗头性问题。文件从 5 个方面部署 19 项重点任务，既完善科技创新、产业融合、金融支持、人才等政策工具，也约束地方政府和项目端的盲目投资、重复建设和违规滥用政策。由此看，政策增量不仅在于“增加支持”，更在于将支持与约束纳入统一的执行框架。口径层面，政策识别标准正由行业标签转向生产力质态。《意见》将“质态”和“业态”并列，强调判断新质生产力的关键在于技术、要素和组织方式能否带来生产率、质量和效率提升，而非简单依据行业新旧或赛道名称。同时，支持与约束并行，符合政策方向不等于无条件获得支持。传统产业通过数智化、绿色化和设备更新提升效率，同样属于政策主线；未来产业若缺乏核心技术、真实场景和商业化基础，也不会仅凭赛道标签获得政策红利。

产业层面，三类产业对应不同的政策重点。传统产业重在设备更新和技术改造，推动存量资产效率提升；新兴产业在获得支持的同时，更强调反内卷、并购整合和竞争秩序优化，政策重心由扩规模转向提质量、提效率；未来产业则强调多路线探索、中试验证、应用场景和风险分担。与此同时，《意见》明确了政策渠道和工具方向，具体增量政策有待后续出台。短中期产业影响可能首先体现为资源重新配置、竞争格局优化和资本效率提升，部分成熟行业的集中度、价格秩序和盈利弹性可能先于行业收入出现改善。

市场层面，近期科技成长板块调整更多是海内外多重因素叠加导致。《意见》侧重制度框架和政策工具，市场受到三季报验证、高利率和前期高位筹码消化等因素影响。中长期应沿“政策方向—资金投入—项目落地—资本开支—订单—有效产能—收入与现金流”链条跟踪，判断政策能否最终转化为产业景气和企业盈利。

相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、政策分析：从支持工具到执行标尺 1
（一）文件性质与出台背景：从理论命题转向全国执行标尺 1
（二）政策口径：从行业标签转向生产力质态 2
（三）支持工具：金融、税收、成果转化与制度环境协同发力 3
（四）产业规范：反内卷从企业竞争延伸至地方投资行为 5
（五）监管框架：包容审慎与分类监管并重 6
（六）产业布局：传统、新兴、未来产业分层推进，AI 与能源提供支撑 6
（七）官媒表述：从概念阐释到执行标尺 7
二、产业影响：秩序重塑下的结构性受益 8
（一）总体判断：产业秩序重塑，而非普惠式产业扶持 8
（二）三类产业：传统看效率、新兴看格局、未来看验证 9
（三）重复建设与政策纠偏：从“赛道正确”转向“项目成立” 10
（四）弹性判断：集中度弹性可能大于收入弹性 11
（五）扩散次序与传统产业重估：越接近订单，确定性越高 12
（六）情景分析：支持工具的量化程度与约束执行速度决定产业路径 13
三、市场影响：从政策驱动估值到格局驱动盈利 14
（一）市场表现：政策发布后震荡分化，未形成持续性主题催化 14
（二）短期与中长期：短期看估值分化，中长期看份额与盈利 15
（三）赛道异质性：不同资产对应不同定价因子 15
（四）投资框架：从追政策主题转向筛选产业赢家 16
风险分析 18

下载日志已记录，仅供内部参考

一、政策分析：从支持工具到执行标尺

（一）文件性质与出台背景：从理论命题转向全国执行标尺

《中共中央 国务院关于发展新质生产力的意见》（以下简称《意见》）由中共中央、国务院联合印发，是中央层面的综合性决策部署，核心作用不是单纯增加政策支持，而是在同一框架下同时提供工具、划定边界、建立规则。文件由中共中央、国务院联合印发，政策规格和统筹范围明显高于单一部门出台的专项行动方案，性质上也不同于专项资金管理办法或单一产业补贴政策。全文围绕科技创新、科技与产业融合、发展方式、体制机制、人才机制 5 个方面部署 19 项重点任务，既包括融资、税收、应用场景、人才培养等支持工具，也包括市场监管、反内卷、投资约束和责任追究等制度安排。《意见》的后续影响，不仅包括新增支持新质生产力发展的政策，更要关注其如何改变地方政府的投资行为、项目准入标准和行业竞争规则。

从政策演进看，本次《意见》是在新质生产力提出三周年这一关键节点，对前三年的理论阐释、年度部署、改革安排和产业实践进行系统整合和执行校准，而不是重新提出一套概念框架。2023 年 9 月，习近平总书记在黑龙江考察并主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会时，首次提出“新质生产力”；2024 年 1 月，中共中央政治局就扎实推进高质量发展进行第十一次集体学习，对新质生产力的定义、基本特征（高科技、高效能、高质量）和核心标志（全要素生产率大幅提升）作出系统阐释；2024 年 3 月，政府工作报告首次将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为年度政府工作首项任务，政策开始由理论阐释进入年度经济工作部署；同月，习近平总书记参加十四届全国人大二次会议江苏代表团审议时进一步强调“因地制宜发展新质生产力”，不能脱离实际一哄而上；2024 年 7 月，党的二十届三中全会《决定》将“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”纳入全面深化改革部署，政策进一步由产业发展要求延伸至体制机制建设和先进生产要素配置；2024 年 12 月中央经济工作会议在继续强调科技创新引领的同时，首次将“人工智能+”、耐心资本与综合整治“内卷式”竞争并列部署，支持发展与规范秩序开始同步强化。2025 年，政府工作报告进一步提出建立未来产业投入增长机制，并强化产业统筹布局、产能监测预警和良性竞争；年末中央经济工作会议再提“因地制宜发展新质生产力”，政策关注点进一步由扩大产业布局转向优化资源配置和发展方式。2026 年 3 月，“十五五”规划纲要通过重大工程将科技自立自强、现代化产业体系和新质生产力进一步工程化、项目化，2026 年政府工作报告则继续细化传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育和“人工智能+”等年度执行抓手。2026 年 10 月，恰逢新质生产力首次提出三周年，中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的意见》，将此前分散在理论论述、改革部署、年度工作和产业实践中的要求进一步纳入统一行动框架。政策重点由“什么是新质生产力、为什么要发展新质生产力”，进一步转向“各地区、各部门如何落实、资源如何配置、哪些发展方式需要纠偏”。此前相对原则性的要求被进一步细化为政策任务、产业导向、投资边界和责任机制，新质生产力政策由概念提出、理论定型、年度部署和制度建设，进一步进入统一标准下的规范化实施阶段。

国家发展改革委对文件出台背景的三点解释，进一步揭示了这一政策转向：理论转行动、规划转执行、实践做纠偏。第一，贯彻关于发展新质生产力的重要论述，将理论认识转化为全国层面的行动指南和执行标尺，减少不同地区对政策方向的理解偏差；第二，服务“十五五”时期高质量发展，在规划开局阶段形成相对统一的政策执行框架，使科技创新、产业升级、体制改革和人才支撑能够形成合力；第三，针对实践中已经出现的苗头性问题进行纠偏，包括将新质生产力简单等同于新兴产业和未来产业、重产业扩张而轻体制机制改革，以及不同地区围绕热门赛道同质化布局、重复建设等。

下载日志已记录，仅供内部参考

由此看，**本次《意见》的主要增量在于形成更加统一、具体且具有约束力的执行标准，指导各地方和各行业有序发展新质生产力。**政策重心正在由“鼓励发展什么”，进一步转向“什么样的发展方式值得支持、什么样的项目具备投入条件、什么样的地方行为需要约束”。这也意味着，后续判断政策影响时，不能只看支持工具是否增加，还要看地方投资纪律、项目筛选机制和行业竞争秩序是否发生变化。

表 1: 新质生产力政策演进

时间	关键节点	核心表述/部署
2023 年 9 月	习近平在黑龙江考察调研期间首次提出“新质生产力"	“整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力”
2024 年 1 月	中共中央政治局第十一次集体学习	系统阐释新质生产力是“创新起主导作用……以全要素生产率大幅提升为核心标志”的先进生产力质态
2024 年 3 月	2024 年政府工作报告	将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为全年工作任务之首
2024 年 7 月	二十届三中全会《决定》	以 300 多项改革举措对深化科技体制、经济体制改革作出安排，提出促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚
2024 年 12 月	中央经济工作会议	“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”，开展“人工智能+”行动、综合整治“内卷式”竞争
2025 年	2025 年政府工作报告	“因地制宜发展新质生产力”，提出“建立未来产业投入增长机制”
2025 年 12 月	中央经济工作会议	总体要求提出“因地制宜发展新质生产力”；重点任务进一步部署教育科技人才一体推进、重点产业链、“人工智能+”和科技金融
2026 年 3 月	“十五五”规划纲要发布	以因地制宜发展新质生产力为经济发展核心引擎，部署 6 方面 109 项重大工程
2026 年 3 月	2026 年政府工作报告	“因地制宜发展新质生产力，建设现代化产业体系”，进一步部署传统产业提质升级、新兴产业壮大和未来产业培育
2026 年 10 月	中共中央、国务院《关于发展新质生产力的意见》	国家发展改革委将其定位为“为全国发展新质生产力确立统一思想行动的标尺”，政策由理论阐释、规划部署进一步进入统一标准下的制度化实施阶段

资料来源：新华社、中国政府网、国家发展改革委、工业和信息化部、中信建投证券

（二）政策口径：从行业标签转向生产力质态

与以往相比，本次文件在政策口径上主要体现为两方面增量：一是“质态”和“业态”并列，改变了新质生产力的识别标准；二是支持与约束并行，政策不再只是明确“支持什么”，也同步规定“哪些不能做、哪些行为需要纠偏以及出现重大损失如何追责”。两者共同推动新质生产力政策从方向性倡导转向更加具体的执行筛选。

第一，“质态”和“业态”并列，意味着识别新质生产力不能简单依据行业类别，而应首先考察生产力本身的内在品质和发展质量。国家发展改革委将“质态”解释为生产力的内在品质和发展质量，将“业态”解释为生产力的外在形态和载体，并明确不能简单把新质生产力等同于某些特定业态。由此，“质态”回答的是生产力是否真正发生跃升，“业态”回答的是这种跃升以何种产业形态和应用载体表现出来，二者并非同一层级。业态可以不断变化，但是否构成新质生产力，最终仍要回到技术进步、效率提升、质量改善和发展方式转变等内在结果。

下载日志已记录，仅供内部参考

这一口径实际上纠正了将新质生产力“产业标签化”的倾向。如果以业态代替质态，政策实践容易演变为寻找所谓“新赛道”：只要属于人工智能、机器人、低空经济等新兴领域，就被默认具有新质生产力属性，而传统产业则容易被排除在外。但从生产力逻辑看，新旧产业并不是决定性变量，关键在于技术、生产要素和组织方式能否重新组合，并形成更高的生产效率和发展质量。因此，政策评价的对象也应从“属于什么行业”转向“生产方式发生了什么变化”。对产业研究而言，比行业分类更重要的是判断技术投入是否真正改善单位成本、产品良率、能源消耗、劳动效率、产品性能和资本使用效率。

第二，支持与约束并列，意味着政策评价从单向鼓励转向支持和规范并重。与以往主要强调创新投入、产业培育和资源支持的政策表述相比，《意见》在部署融资、税收、场景、人才等支持工具的同时，将“不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化”“不能盲目求新、顾此失彼”“严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策”以及对盲目投资造成重大损失进行追责等要求一并纳入组织实施。这说明政策对象不只是企业和项目，也包括地方政府、产业基金、园区和招商行为；政策目标也不只是扩大投入，而是提高投入的有效性，防止政策资源转化为重复建设、低效产能和地方间同质化竞争。

支持与约束共用同一套政策框架，意味着“符合政策方向”不再等同于“可以获得无条件支持”。项目既要证明技术先进性和产业前景，也要说明是否符合地方资源禀赋、是否具备真实应用场景、是否能够形成合理的投入产出关系，以及财政和金融资源是否能够承受相应风险。对企业而言，政策红利更多体现为融资、场景、税收和人才等资源的可获得性；对地方和项目端而言，则同时面临投资纪律、产业协同、财政承受能力和责任追究等约束。

整体来看，**“质态和业态并列”改变的是识别标准，支持与约束并列则进一步明确了政策筛选机制。**二者共同推动新质生产力从产业概念还原为生产力概念，并从“鼓励发展什么”延伸到“什么样的发展方式值得支持”。后续判断政策受益程度，不宜再以赛道映射作为起点，而应重点考察技术渗透深度、生产率改善、真实需求、资本效率和地方适配性，最终验证技术投入能否转化为可持续的质量、效率和经济价值。

（三）支持工具：金融、税收、成果转化与制度环境协同发力

从工具覆盖范围看，《意见》已形成较为完整的政策工具箱，既包括研发投入、成果转化等创新链支持，也涵盖科技金融、人才激励、税收制度和数据要素等配套机制。从政策沿革看，《意见》中的多数支持工具并非首次提出，而是在既有制度基础上进一步整合、延伸和强化。企业研发准备金制度早在 2007 年已有明确制度基础，研发费用加计扣除经历多轮扩围提标；科技成果评价、职务科技成果赋权、科技创新债券、科研评价改革等也已先后建立制度或开展试点。2024 年以来，耐心资本、投早投小投长期投硬科技、未来产业投入增长与风险分担、新业态税制和数据跨境流动等进一步进入中央部署。由此看，本次《意见》的意义并不在于集中推出一批全新的政策工具，而在于**将此前分散于科技、财政、金融、人才和要素领域的政策安排进一步纳入发展新质生产力的统一框架，并针对研发、转化、融资和制度环境等不同环节补齐短板。**

虽然政策工具覆盖范围较广，但不同发展阶段面临的核心约束并不相同，政策支持的侧重点也随之变化。在研发阶段，主要矛盾是投入周期长、失败风险高和内部资金不足，因此研发费用加计扣除、研发准备金、耐心资本以及“投早、投小、投长期、投硬科技”等工具更为重要；进入成果转化阶段后，主要瓶颈由“有没有资金”转向“技术能不能进入市场”，用户评价、“先使用后付费”、成果赋权和全过程评价等工具的重要性上升；进入产业化和规模扩张阶段后，科技创新债券、长期资本等融资工具开始承担更大作用；产业进一步成熟后，则需要依靠人才评价、职业技能制度、税制和数据要素规则等制度安排改善长期创新环境。

下载日志已记录，仅供内部参考

从后续政策的可期待性和潜在影响看，进一步可以区分为三类。第一类是效果相对直接、短期更值得跟踪的措施，包括研发费用加计扣除、“先使用后付费”以及职务科技成果赋权和资产单列管理等。研发税收政策一旦调整适用范围或支持力度，对符合条件企业的税收成本可以较快产生影响；后两项如果能够进一步明确定价、合同和尽职免责规则，则有望直接降低企业获取技术的成本，缓解科研成果“不敢转、不愿转”的约束。这类工具的共同特点是政策变量与企业成本或交易行为之间的传导链条较短，因而更容易观察实际效果。**第二类是潜在影响较大，但效果更依赖配套制度和执行机制的工具。**未来产业投入增长与风险分担、科技创新债券、耐心资本、研发准备金、用户评价以及科技项目全过程评价，分别对应长期资本不足、研发投入不稳定、技术风险较高以及研发与应用脱节等问题。这些工具如果真正改变资金期限、风险承担和评价机制，其长期影响可能明显高于一般补贴政策；但其效果也更难通过简单的政策数量或融资规模衡量。例如，设立更多基金并不意味着耐心资本已经形成，科技创新债券发行增加也不等同于长期资金真正流向高风险研发，用户评价机制能否发挥作用还取决于评价结果是否真正进入项目决策和资源配置。因此，这一类政策更需要观察“机制有没有变化”，而不是仅看“工具有没有建立”。**第三类政策的短期需求拉动相对有限，更多作用于长期制度环境和生产率改善。**“新八级工”、科研评价与“帽子”脱钩主要解决技能人才和科研人员激励问题，其效果往往需要较长时间才能体现在人才配置和创新效率上；与新业态相适应的税收制度目前更多处于制度完善阶段，短期还难直接判断企业税负变化；数据跨境流动便利化则可能对跨国研发、数字贸易、平台服务等特定领域影响较大，但对一般企业收入的直接拉动相对有限。这类政策的价值更多在于降低制度性交易成本、改善长期资源配置，而不是形成短期订单。

因此，对这一组政策工具的研究重点，应从“有没有”进一步转向“何时兑现、兑现到哪一环”。对研发端，应观察研发强度、税收减免和长期资金实际投放；对成果转化端，应重点观察中试、技术许可、用户评价、首单和复购；对融资端，需要跟踪科创债发行、长期资本实缴和投资期限；对人才和制度环境，则更应关注评价机制、激励方式和制度成本的长期变化。**总体而言，本次《意见》更像是对既有政策工具的一次系统集成和再组织：前端继续降低研发成本，中端着力打通成果转化，后端完善长期资本和制度环境，形成从技术形成到产业化应用的连续支持链条。**

表 2: 新质生产力相关政策工具的既有基础与主要作用环节

政策工具	主要作用环节	可核实的较早出现时间	对应文件或部署
企业研发准备金制度	研发投入	2007 年 9 月 4 日	财政部《关于企业加强研发费用财务管理的若干意见》，财企〔2007〕194 号，已明确企业可以建立研发准备金制度。
提高企业研发费用加计扣除比例	研发投入	2017 年 4 月 19 日明确部署	国务院常务会议决定将科技型中小企业加计扣除比例由 50%提高至 75%；随后三部门发布财税〔2017〕34 号。
用户考核评价成果的机制	成果评价与转化	2021 年已有中央层面的明确制度安排	国务院办公厅《关于完善科技成果评价机制的指导意见》明确，技术开发和产业化成果主要由用户评价、市场检验和第三方评价。
先使用后付费	成果转化与首单	2021 年 10 月：地方探索；2024 年 7 月 18 日：中央《决定》明确部署	浙江在 7 个山区县试点科技成果“先用后转”；二十届三中全会《决定》明确高校院所向中小微企业许可成果可采用先使用后付费方式。
科技项目全过程评价机制	项目管理	2014—2015 年已有全过程监督、评估安排	科技部根据 2014 年科研管理改革文件建设监督评估体系，明确全过程监督和绩效管理；本次进一步将立项时研发与转化协同部署、验收

下载日志已记录，仅供内部参考

			时考核应用效果相连接。
未来产业投入增长和风险分担机制	未来产业培育	2024 年 7 月 18 日：投入增长机制；2025 年 10 月 23 日：投入增长与风险分担并列部署	二十届三中全会《决定》提出未来产业投入增长机制；“十五五”规划《建议》明确将其与风险分担机制一并部署。
科技创新债券、耐心资本、投早投小投长期投硬科技	融资支持	科创债：2021 年试点；耐心资本：2024 年 4 月 30 日首次进入中央政治局会议部署	证监会确认 2021 年开展科技创新公司债券试点；2024 年 4 月政治局会议提出壮大耐心资本；2024 年 6 月《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》部署央企创投基金重点支持“四个投”。
职务科技成果赋权、资产单列管理改革	成果转化	赋权：2016 年 11 月 7 日已有两办部署；资产单列：2021 年已有改革试点	两办《关于实行以增加知识价值为导向分配政策的若干意见》在横向委托项目语境下提出探索赋予科研人员成果所有权或长期使用权；2021 年部分高校开展职务科技成果单列管理试点。
"新八级工"职业技能等级制度	技能人才	2022 年 3 月	人社部《关于健全完善新时代技能人才职业技能等级制度的意见（试行）》，人社部发〔2022〕14 号，将原有五级拓展为八级。
科研人员评价与"帽子"脱钩	科研人才激励	2018 年 7 月 3 日已有明确中央文件	两办《关于深化项目评审、人才评价、机构评估改革的意见》要求，人才称号不应成为项目、职称、聘用、薪酬等的限制性条件，避免与物质利益简单挂钩。
研究同新业态相适应的税收制度	制度环境	2024 年 7 月 18 日	二十届三中全会《决定》已明确使用这一表述。
数据跨境流动机制	数据要素与开放	2024 年 7 月 18 日：完整中央提法	二十届三中全会《决定》明确提出该机制；同年 3 月 22 日，国家网信办已出台《促进和规范数据跨境流动规定》。

资料来源：《意见》、相关中央及部门政策文件、中信建投证券

（四）产业规范：反内卷从企业竞争延伸至地方投资行为

“三个不能、一个严禁、追责”是本次文件区别于一般产业扶持政策的重要增量，其约束对象已从企业经营和行业竞争进一步延伸至地方政府的产业布局、招商引资和项目投资行为。组织实施部分明确提出，不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化，不能出现产业空心化或产业断层，不能盲目求新、顾此失彼；严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策；对一哄而上、盲目投资并造成重大损失的行为，要严肃追责。这些要求并非针对某一产业的阶段性降温，而是将投资纪律、资源约束和责任机制正式纳入新质生产力政策框架，政策关注点也由“支持哪些方向”进一步延伸至“地方政府应如何支持、哪些项目不应继续投入”。因此，本次规范的重点并非对新产业“降温”，而是提高地方产业投资的决策门槛，要求从“有没有布局”进一步转向“是否具备禀赋、项目是否有效”。

由此，反内卷的政策边界正从企业端的价格竞争扩展至地方招商、产业基金、园区建设和项目立项。《意见》要求新兴产业避免内卷式竞争，国家发展改革委进一步强调政府有所为、有所不为，严禁恶性招商引资、盲目跟风上项目和“乱烧钱”。对地方政府而言，布局新产业不能只论证市场空间，还需要综合评估当地的资源禀赋、产业基础、人才条件、应用场景和财政承受能力。换言之，赛道正确不再等同于项目合理，产业空间大也不意味着所有地区都适合进入，未来地方产业政策面临的约束条件将明显增加。

从产业组织角度看，这类约束对具备技术、订单和资本效率的头部企业相对有利。如果低门槛产能、重复建设项目和依赖政策套利的参与者逐步退出，行业总需求未必立即上升，但竞争者数量、供给纪律、价格秩序

下载日志已记录，仅供内部参考

和资源配置效率可能率先改善，龙头企业的市场份额、产能利用率和盈利能力也可能先于行业总收入出现变化。这构成后文判断“集中度弹性可能大于收入弹性”的政策基础：本轮政策首先改变的未必是需求总量，而可能是既有需求和资源在企业之间的重新分配。

（五）监管框架：包容审慎与分类监管并重

监管政策的核心不是全面放松或收紧，而是根据产业成熟度和风险水平实施分类监管。文件一方面完善市场准入、反垄断和反不正当竞争制度，加强人工智能、生物等重点领域治理；另一方面要求创新监管方式，减少不必要的现场监管，提升数字化监管和跨部门协同能力。国家发展改革委进一步明确，对技术路线清晰、发展前景明确的领域积极引导，对暂时难以判断的领域设置观察期，对涉及安全、伦理、数据和潜在系统性风险的业务严格监管，对违法违规行为坚决查处。由此看，“包容审慎”并非降低监管要求，而是避免用成熟行业的统一标准过早约束仍处于探索期的技术和商业模式，同时将监管资源更多集中于高风险环节。

对企业而言，真正可持续的政策红利不是长期处于监管空白，而是随着规则逐步清晰，合规边界更加稳定、可预期，从而降低技术商业化过程中的制度不确定性。因此，未来产业研究不能只看技术先进性和市场空间，还要重点评估企业能否满足准入、数据安全、伦理治理和产品责任等要求。**监管能力和合规水平，正在成为技术能否从试验阶段走向规模化应用的重要筛选条件。**

（六）产业布局：传统、新兴、未来产业分层推进，AI 与能源提供支撑

《意见》并未把新质生产力等同于少数新兴赛道，而是形成“传统产业提质、新兴产业壮大、未来产业培育”的梯度化产业布局。三类产业所处发展阶段不同，面对的核心矛盾也不同，因此对应的政策目标和政策工具并不相同。传统产业直接涉及矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等行业，政策重点是通过标准提升、数智化、绿色化、设备更新和重大技术改造提升存量资产效率。其核心问题不是重新创造一个产业，而是利用新技术重构既有生产流程，提高劳动生产率、能源效率和产品质量。新兴产业覆盖新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、机器人、生物医药、高端装备、航空航天等方向。在已有产业规模的基础上，政策重点进一步由“扩规模”转向“提质量、优结构”，更加重视产业集群、专业分工、跨区域协作和避免内卷式竞争。未来产业则明确量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、6G 等方向。由于多数产业仍处于技术路线和商业模式探索期，政策重点并非简单追求短期产值，而是通过多路线探索、中试验证、应用场景、风险分担和监管机制，提高技术走向产业化的成功概率。由此可以把三类产业的政策概括为：**传统产业解决效率问题，新兴产业解决格局问题，未来产业解决技术向产业转化的问题。**

人工智能和能源革命则更适合被理解为跨产业的通用底座。“人工智能+”覆盖基础软硬件、算力、算法、数据、高价值应用场景和行业中试，其政策目标是推动 AI 从单一技术行业向制造、科研、消费和治理等领域扩散；能源革命则为算力、新材料、先进制造和终端电气化提供能源基础，同时约束其绿色发展方式。因此，对产业研究而言，AI 和能源的意义不仅在于自身产业规模，更在于其能否成为其他行业提升生产效率的**通用技术和基础设施**。

人才机制则决定上述资本、设备和技术投入最终能否转化为生产率。文件将高等教育提质扩容、职业教育、校企联合培养、科研人员评价以及人才在高校、科研院所和企业之间流动等安排纳入同一框架，说明新质生产力的供给约束不仅来自资本和设备，也来自工程人才、技能人才和组织能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3: 传统、新兴、未来产业的政策函数不同

类型	主要政策任务	政策抓手	产业研究重点
传统产业	存量提质、效率跃升	数智化、绿色化、设备更新、技术改造、税收支持、标准提升	技改 ROI、单位能耗、良率、人工效率、现金流、龙头份额
新兴产业	扩规模同时优化竞争格局	产业集群、专业分工、跨区域协作、反内卷、并购整合	订单、价格、毛利率、市场份额、产能利用率
未来产业	技术突破与产业孵化	多技术路线、场景验证、商业模式探索、风险分担、监管规则	技术里程碑、真实场景、融资续航、监管与安全

资料来源：《意见》关于传统产业、新兴产业、未来产业、人工智能和能源革命的相关条款、中信建投证券

（七）官媒表述：从概念阐释到执行标尺

官媒对新质生产力的阐释重点经历了从概念提出、理论定型到实践方法，再到执行规则的逐步深化。2023 年相关报道首先围绕“什么是新质生产力”展开，将其与科技创新、新兴产业、未来产业和新动能联系起来；2024 年随着理论体系逐步完整，政策传播进一步明确高科技、高效能、高质量等核心特征，并强调绿色发展和生产关系适配；2025 年以来，“因地制宜”、科技产业融合和差异化发展逐渐成为重要方法论；进入 2026 年，官媒关注重点进一步转向成果转化、产业协同、改革破障和政策执行。**尤其是 2026 年 10 月《意见》发布后，新华社集中使用“顶层设计”“路线图”等表述，将此前分散于理论阐释、规划部署和产业实践中的要求进一步纳入统一的政策框架。**这意味着官方传播的重心已经不再只是说明“为什么要发展新质生产力、重点发展哪些方向”，而是进一步回答“如何发展、按照什么标准发展”。

从官媒表述的演进可以看出，**新质生产力政策大致经历了“概念提出—理论定型—方法校准—路径细化—执行框架形成”的递进过程。**早期报道主要解决“新质生产力是什么”的认知问题，中期逐步回答“应该按照什么方法发展”，到 2026 年政策重心明显下沉至成果转化、产业协同、体制机制和具体执行。因此，**本次《意见》的意义并不在于再次扩大“新质生产力”的概念边界，而在于把此前已经形成的理论、方法和产业部署进一步转化为一套能够指导项目、地方政府和企业行为的执行框架。**从这一角度看，“路线图”解决的是政策任务如何展开，“标尺”解决的则是什么样的发展方式值得支持、什么样的投资需要纠偏。对资本市场而言，这也意味着政策研究方法需要同步调整：**过去更重视判断企业是否处于政策鼓励方向，未来则需要进一步判断企业能否通过政策设定的技术、效率、场景、禀赋和商业化筛选。**政策方向仍然决定长期产业边界，但已经不足以支撑所有相关资产同步估值扩张。

表 4: 官媒关于新质生产力的表述演进与政策含义

时间	来源及代表性文章	核心表述/政策重点
2023 年 9 月 10 日	新华社：《第一观察丨习近平总书记首次提到“新质生产力”》	围绕总书记在黑龙江考察期间首次提出“新质生产力”展开解读，重点将其与科技创新、战略性新兴产业、未来产业和发展新动能联系起来。这一时期的表述主要回答“新质生产力从哪里来”，科技创新和新产业是最早被突出强调的两个抓手，但尚未形成完整的理论定义。
2023 年 9 月 18 日	新华社：《坚持科技创新引领发展——加快形成新质生产力系列述评之一》	进一步强调科技创新引领、高水平科技自立自强以及人才、科技、产业和经济之间的传导关系。相比首次概念传播，官媒开始解释新质生产力的形成机制。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年 11 月 9 日	人民日报：《加快形成新质生产力（人民要论）》	从新技术、新价值、新产业和新动能等维度解释新质生产力，并将其放在科技创新、现代化产业体系和高质量发展的框架下讨论。这一阶段的重点是丰富概念的产业含义，说明新质生产力不仅对应技术创新，也需要转化为产业能力和增长动能。
2023 年 11 月 20 日	人民日报：《加快形成新质生产力（创新谈）》	明确提出摆脱依靠大量资源投入的传统增长方式，以科技创新驱动产业变革、提高全要素生产率。值得关注的是，“全要素生产率”开始在官媒解释中被突出，与后续中央对新质生产力核心标志的正式表述形成较强呼应。
2024 年 5 月 31 日	《求是》：《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》	刊发习近平总书记 2024 年 1 月 31 日在中央政治局第十一次集体学习时的重要讲话，系统明确新质生产力的基本内涵、核心标志和发展路径，包括创新起主导作用，具有高科技、高效能、高质量特征，以全要素生产率大幅提升为核心标志，并从科技创新、产业创新、绿色发展、体制机制和人才等方面展开部署。这篇讲话构成理解新质生产力内涵和政策边界的重要理论基准，此后的政策分析应更多以这一权威表述作为判断锚点。
2025 年 11 月 15 日	《求是》：《因地制宜发展新质生产力》	文章是习近平总书记 2023 年 9 月至 2025 年 4 月有关重要论述的节录。内容集中体现几项已经逐步明确的方法论要求：不能忽视传统产业，要防止一哄而上、泡沫化，不能搞一种模式；要结合资源禀赋、产业基础和科研条件因地制宜发展；同时强调科技创新和产业创新融合、传统产业改造与新兴未来产业培育并重。其意义主要在于把此前分散的重要论述系统呈现，进一步凸显因地制宜和防止产业同质化的政策边界。
2026 年 3 月 17 日	新华社：《第一观察丨习近平总书记为发展新质生产力作出新指引》	围绕 2026 年全国两会期间总书记提出的“四个新”展开：原始创新和关键核心技术攻关实现新突破，“四链”融合和成果转化探索新途径，传统、新兴、未来产业发展开创新局面，破除体制机制障碍取得新成果。与此前相比，这一表述明显更偏执行端，关注点从概念和方法论进一步落到技术突破、成果转化、产业协同和改革机制。
2026 年 4 月 1 日	新华社：《成果转化探索新途径——学习贯彻总书记全国两会关于发展新质生产力重要论述系列述评之二》	聚焦“四个新”中的成果转化，强调创新链、产业链、资金链、人才链深度融合以及科技成果高效转化。这篇文章为对 3 月部署的执行逻辑解释：从科技成果形成，到中试验证、产业应用和规模化生产，成果转化环节的重要性进一步上升。
2026 年 10 月 9 日	新华社：《新华解码丨加快发展新质生产力，顶层设计和路线图来了》	文章紧扣《意见》本身，重点梳理 5 方面 19 项举措，并围绕原始创新和关键核心技术、“四链”融合与成果转化、传统新兴未来产业协同、体制机制改革等展开解读，同时强调各地区应结合自身比较优势差异化布局。这篇文章的价值主要在于解释“文件准备怎么落地”：政策关注点已经从概念阐释进一步转向任务分解、产业协同、改革配套和地方执行，突出的是路线图和执行框架。
2026 年 10 月 9 日	新华社：《习近平经济思想引领中国加快发展新质生产力》	文章沿 2023 年首次提出新质生产力、2024 年系统阐释内涵、后续持续强调因地制宜和新旧动能衔接的脉络，系统回顾理论形成和实践校准过程，并将《意见》放在“十五五”开局和三年来政策演进的背景下观察。文章特别提到，实践中曾出现将新质生产力简单等同于新兴未来产业、脱离禀赋扎堆热门赛道等问题，并梳理了传统产业不能丢、因地制宜、先立后破、科技产业融合等持续强化的要求。这篇文章是把过去三年逐步形成的理论框架、方法论和实践经验进一步系统化，并在“十五五”开局阶段转入更完整的制度实施。

资料来源：新华社、人民日报、《求是》、中信建投证券

二、产业影响：秩序重塑下的结构性受益

（一）总体判断：产业秩序重塑，而非普惠式产业扶持

下载日志已记录，仅供内部参考

从经济作用看，《意见》更接近一套产业秩序重塑机制，其核心并非普遍抬升行业需求，而是重新界定资源进入、项目扩张和市场竞争的规则。传统产业扶持政策往往通过新增财政资金、补贴比例、项目清单或产能目标直接扩大需求，对行业总量的拉动相对明确；本次《意见》则同时设置支持工具和约束机制，一方面拓宽融资、技术改造、应用场景、成果转化和人才支持渠道，另一方面约束泡沫化、重复建设、内卷式竞争以及地方违规使用政策资源。因此，其影响首先体现为资源配置方式和竞争秩序变化，而非所有相关产业同步获得新增需求。

这决定了政策收益具有明显的结构性，而不是普惠性。在总量增量尚不明确的情况下，政策更多通过提高项目筛选标准、压缩低效供给和优化资源配置，使资本、人才、应用场景和地方政策资源向具备更高生产率的主体集中。行业内部由此可能出现明显分化：真正拥有技术壁垒、真实客户、资本效率和规模化能力的企业获得更多资源，而依赖低门槛扩张、地方补贴和概念包装的项目面临更高的退出压力。

因此，**产业受益逻辑正在从“是否属于政策鼓励赛道”转向“能否通过政策筛选并持续创造经济价值”。**能够穿过这一筛选的企业通常需要同时具备几项条件：核心技术能够转化为性能或效率优势，产品存在真实需求和付费场景，项目与当地产业基础和资源禀赋相匹配，同时具备持续融资、规模交付和行业整合能力。政策方向仍决定产业空间，但企业能否兑现这一空间，越来越取决于自身竞争力。

（二）三类产业：传统看效率、新兴看格局、未来看验证

传统产业的核心变量是技术改造能否真正改变成本曲线和生产效率，过去三年的政策实践已经基本验证了这一点。2024 年，八部门印发《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》，随后国务院推动大规模设备更新，政策重点集中在设备更新、工艺升级、数字赋能、节能降碳和标准提升，并覆盖钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、船舶、轻纺等重点行业；财政部、工信部同步推进制造业新型技术改造城市试点。与新建产能相比，这类政策更多作用于既有厂房、设备和生产流程，本质上是提高存量资本的使用效率。从产业结果看，相关变化已经开始显现，但仍需要更长时间通过企业财务数据验证。技术改造最终会反映在单位能耗、良率、设备利用率、人工效率和单位成本等指标上，而不同企业在设备基础、数字化能力、资本开支效率和管理能力上的差异，也会进一步拉开盈利差距。对行业龙头而言，未来除了观察价格和需求，还需要关注技改资本开支的投入产出效率，以及成本曲线是否因此持续下移。如果技术投入能够稳定转化为效率优势，传统行业内部的盈利分化有望进一步扩大。

新兴产业已经走过单纯依靠新增产能扩张的阶段，未来更重要的变量是供给结构和竞争格局。光伏、锂电等部分成熟环节已经形成较大产能基础，近年的政策关注点明显从单纯扩大规模，逐步转向技术门槛、产品质量、竞争秩序和供给结构优化。2024 年，工信部修订锂离子电池和光伏制造行业规范条件；2025 年以来，新能源汽车领域对价格竞争、产品质量和供应商账期的治理力度也有所增强。对于这些供给相对充分、竞争较为激烈的环节，决定盈利的变量正从需求增速逐步转向产能利用率、价格秩序、成本曲线、并购整合和头部企业份额。但新兴产业内部并非同步进入成熟期。新能源汽车中的固态电池、高压快充等环节仍处于技术迭代和渗透率提升阶段，部分领域供给仍有扩张空间。对成熟环节而言，重点观察供给出清、价格修复和龙头集中；对成长环节而言，仍要关注技术迭代、渗透率、产能释放和需求扩张。未来新增产能和地方项目数量的重要性可能下降，产能利用率、价格、现金成本、并购整合和龙头份额会成为更有效的领先指标。

未来产业与前两类产业最大的区别，在于产业边界、技术路线和商业模式尚未完全确定，因此最重要的不是“扩产”，而是缩短从技术验证到商业验证的周期。2023 年工信部印发《人形机器人创新发展指导意见》，

下载日志已记录，仅供内部参考

明确提出阶段性发展目标；2024 年七部门发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，将人形机器人、量子科技、脑机接口、6G 等纳入重点方向。此类政策共同指向一个特征：未来产业仍处于技术突破、产品定型、场景探索和产业化验证并行推进的阶段。产业研究角度更有效的跟踪顺序应是“技术里程碑—样机和中试—真实场景—小批量订单—规模复制”。量子科技、脑机接口、具身智能、6G 等领域的共同特点，是远期市场空间较大，但短期商业化路径尚未完全清晰。政策能够改善融资环境、提供试验场景、降低早期研发和验证成本，但不能替代商业验证本身。**因此，未来产业的估值更应锚定技术进展、产品性能、成本下降、真实客户和订单转化，而不宜仅依据远期市场空间进行外推。**随着产业逐步成熟，研究重点也会从技术突破转向产品化，再从产品化转向规模化和盈利能力。

综合来看，过去三年的产业政策实践与三类产业自身的发展阶段基本对应：传统产业的主要矛盾是存量资产效率提升，新兴产业内部开始由普遍扩张转向分化和格局优化，未来产业则仍处于技术、产品和商业模式验证阶段。因此，同样是发展新质生产力，三类产业的观察框架并不相同。传统产业重点看技术改造能否转化为生产率和成本优势，新兴产业重点看不同环节所处的扩张、竞争或整合阶段，未来产业则重点看技术突破能否逐步转化为产品、订单和规模化应用。

（三）重复建设与政策纠偏：从“赛道正确”转向“项目成立”

《意见》对重复建设的约束并不是否定新兴产业和未来产业的发展方向，而是提高项目层面的成立条件。实践中较为典型的问题，可以归纳为三类：**缺乏资源禀赋仍强行布局、地方之间同质化复制，以及产业链内部扎堆低门槛环节。**三类问题对应的政策约束不同，但共同指向一个变化：判断产业项目不能只看长期市场空间，还需要验证当地条件、真实需求和单位经济性。

第一类是缺少产业禀赋仍提前建设基础设施，其核心问题是供给形成速度快于有效需求。以氢能基础设施为例，截至 2025 年 6 月底，全国建成投运加氢站 560 座，平均单站服务车辆约 43 辆，多数站点和运营商仍面临盈利压力[1]。这里的问题并不是氢能产业方向本身，而是氢源、车辆、运输线路、场站网络和商业模式尚未形成足够协同，部分基础设施出现“先建后用”。这一案例对应《意见》强调的因地制宜以及不能贪大求全、搞泡沫化。**基础设施投资的判断标准将从“有没有布局”进一步转向“有没有利用率”。**未来对类似项目更需要关注氢源成本、车辆保有量、线路密度、单站利用率以及运营现金流，而不是单纯统计建设数量。

第二类是地方规划同质化，其本质是把全国层面的产业机会机械复制为地方层面的产业机会。根据一份对 291 个城市“十五五”规划的调研，其中 257 个城市布局低空经济，217 个布局高端装备，201 个布局生物医药，147 个布局氢能[2]。较高的规划覆盖率本身并不能证明投资无效，但意味着“是否进入某个赛道”已经基本失去区分能力。真正能够决定产业落地质量的，是地方是否拥有相应的制造基础、基础设施、资源条件、监管能力和付费需求。以低空经济为例，**有规划并不等于有产业，拥有空域资源、航空制造基础、运营场景和持续付费能力的地区，其项目成立概率才更高。**因此，“因地制宜”的实质不是减少产业布局，而是提高区域比较优势在项目决策中的权重。

第三类是产业链内部扎堆低门槛环节，表现为终端和整机数量快速增加，但核心技术、关键部件和真实应用场景供给不足。具身智能是较为典型的案例。截至 2026 年上半年，我国人形机器人整机产品数量已达到 400 款[3]；与此同时，样机生产门槛持续下降，部分厂商已提供标准化整机组装服务，客户仅需定制外壳或进行品牌

[1] http://www.sinopecnews.com.cn/xnews/content/2025-12/19/content_7138916.html#1
[2] https://www.sohu.com/a/1073904151_121287014
[3] https://www.news.cn/tech/20260720/760fa4e39784420187798b8dfefb99ea/c.html

下载日志已记录，仅供内部参考

贴牌，即可在 3 至 6 个月内推出自有品牌产品。整机数量和产品发布速度的快速增长，说明产业进入者明显增加，但也可能意味着资源过度集中于集成和展示环节，核心能力建设与真实场景验证相对滞后。针对这一问题，工信部 2026 年度人形机器人与具身智能实景实训专项行动，将真实作业成功率、效率提升、安全可靠性、经济可行性、关键部组件性能和高质量数据纳入核心验证指标，并明确提出场景错位布局、避免扎堆[4]。其政策含义在于，**产业化评价更加侧重能否稳定工作并创造经济价值。**整机展示、样机数量和品牌数量并不能代表产业成熟度，真正决定规模化商业应用的，是核心部件自研能力、复杂环境下的作业成功率、长期运行可靠性、单位使用成本以及客户持续付费意愿。

表 5: 三类重复建设场景与《意见》约束的对应关系

问题类型	典型场景	主要表现	对应政策约束	后续筛选指标
缺禀赋强行布局	氢能基础设施	站点建设领先于车辆、氢源和需求形成，利用率偏低	因地制宜；不能贪大求全、搞泡沫化	氢源成本、车辆保有量、线路需求、单站利用率、运营现金流
同质化跟风	低空经济	多数城市进入同一热门赛道，规划本身逐渐失去区分度	避免同质化重复建设，推动低空经济健康有序发展	空域条件、制造基础、运营场景、监管能力、真实付费需求
扎堆低门槛环节	具身智能	整机和集成环节热度较高，核心部件和真实作业能力相对稀缺	加强关键核心技术攻关；避免内卷；不能盲目求新	核心部件、自研率、作业成功率、可靠性、单位经济性

资料来源：中国石化新闻网；中国新闻网；工业和信息化部、国务院国资委 2026 年度人形机器人与具身智能实景实训专项行动、中信建投证券

（四）弹性判断：集中度弹性可能大于收入弹性

短中期看，《意见》对产业端的影响更可能先体现为供给结构和利润分配的变化，而不是行业总需求同步扩张。所谓“集中度弹性可能大于收入弹性”，本质上是一个传导顺序判断：在需求总量没有明显抬升的情况下，低效投资减少、落后供给退出和资源向优势企业集中，仍可能推动龙头份额、产能利用率和盈利能力先于行业收入改善。当前文件更多明确了资本、融资、并购和监管等政策工具，但尚未对应形成统一、可量化的大规模新增需求。因此，与其直接外推行业收入中枢上移，更值得关注的是政策能否降低重复建设、改善供给纪律，并使资本和订单向效率更高的企业重新配置。

上一轮供给侧结构性改革提供了较为清晰的历史参照：行业总量变化不大时，价格和盈利可以发生更明显的变化。2016 年，全国粗钢产量和表观消费量分别同比增长 1.2%和 1.3%，行业需求并未出现大幅扩张；重点统计钢铁企业销售收入反而同比下降 1.8%。但同期钢材综合价格指数由 56.37 点升至 99.51 点，涨幅约 76.5%，重点钢铁企业由上年亏损 779.38 亿元转为盈利 303.78 亿元，利润改善约 1083 亿元。工信部在总结当年行业运行时，也将扭亏与去产能推进、需求回升和钢价上涨共同联系起来[5]。该案例说明，**行业收入没有明显增长，并不妨碍供给关系改善后价格和利润率出现较大弹性。**

煤炭行业进一步说明，供给治理能够在总量相对平稳的情况下显著改变行业组织结构。国家统计局数据显示，2013—2018 年全国原煤产量下降 7.0%，但规模以上原煤生产企业由 4885 家减少至 2556 家，下降 47.7%；

[4] https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2026/art_f291ccd3da4c47ce95741de63cc088e6.html?trk=public_post_comment-text#1

[5] https://www.miit.gov.cn/jgsj/ycls/gzdt/art/2020/art_59bc6fb9bcfd44688337c45c577789ee.html#1

下载日志已记录，仅供内部参考

户均产量由 81 万吨提高至 140 万吨，增长 72.8%；内蒙古、山西、陕西、宁夏和新疆五个主要产区的产量占比由约 66.6%提高至 76.8%，上升 10.2 个百分点[6]。也就是说，行业总量没有扩张，但企业数量、单体规模和区域集中度均发生了更大幅度的变化。学术研究得到的结论也基本一致：Zhang 等（2020）对煤炭企业的断点回归研究发现，2016 年去产能政策实施后，企业全要素生产率和技术进步显著改善[7]；Tian 等（2022）基于钢铁、煤炭上市公司的双重差分研究则发现，去产能政策显著改善了企业 ROE，其作用机制包括毛利率、管理效率和人力回报改善[8]。

从机制上看，这类政策更容易放大企业之间的经营差异，而不是同步抬高所有企业的收入。低效扩张受到约束后，边际成本较高、资本效率较低的企业减少投资或退出，订单和资源更容易向成本、技术和资金优势更强的企业集中；供给压力下降后，价格竞争趋缓，产能利用率和毛利率随之改善。资源错配研究也提供了理论基础：Hsieh 和 Klenow（2009）基于中国制造业微观数据发现，资本和劳动在企业间重新配置能够显著提高制造业全要素生产率，说明产业效率提升并不一定依赖于总投入增加，也可以来自资源向高生产率主体转移[9]。简单的敏感性测算可以进一步说明“集中度弹性大于收入弹性”的含义。假设行业市场规模保持不变，某龙头企业市场份额由 20%提高至 22%，在其他条件不变的情况下，其收入即可增长约 10%；若同期行业总收入仅增长 3%，市场份额仍由 20%提升至 22%，则该企业收入增幅可达到约 13.3%，明显高于行业整体增速。该测算并非盈利预测，但说明**在行业总量温和增长甚至基本稳定的情况下，市场份额向优势企业集中，本身就能够形成显著的企业收入弹性；若同时伴随价格秩序改善、产能利用率提升和单位成本下降，利润弹性还可能进一步高于收入弹性。**

因此，判断《意见》的产业效果，不能只看产值和行业收入增速，更应观察一组结构性指标是否领先改善。第一，看供给端，包括新增产能、项目开工、企业退出、产能利用率和库存；第二，看竞争格局，包括 CR3/CR5、龙头市场份额和并购整合；第三，看盈利质量，包括产品价格、价差、毛利率、现金流和资本回报率。若后续出现行业销量增速平稳，但新增供给下降、龙头份额提升、价格趋稳、产能利用率和利润率回升，则更符合“集中度弹性大于收入弹性”的政策传导特征。这一逻辑在不同产业中的强弱仍有差异。光伏、锂电等部分已经形成较大产能规模的新兴产业，更容易体现为供给出清、价格修复和龙头集中；传统产业则更多通过技改形成成本曲线和资本回报的分化；未来产业尚未形成稳定的市场结构，短期的“集中”更多表现为资金、人才、场景和项目向少数有效技术路线聚集，而非收入集中度迅速提升。由此看，本轮政策最值得关注的并不是是否立即创造更大的行业“蛋糕”，而是是否开始改变既有“蛋糕”的分配效率和企业之间的盈利结构。

（五）扩散次序与传统产业重估：越接近订单，确定性越高

产业政策的影响通常不会在产业链各环节同步兑现，越接近资金拨付、项目建设和采购订单的环节，短期业绩的可见度越高；越依赖渗透率提升和商业模式成熟的环节，兑现周期则相对更长。2024 年以来的大规模设备更新提供了较为直接的参照。2024 年，全国设备工器具购置投资同比增长 15.7%，高于全部固定资产投资增速 12.5 个百分点，对全部投资增长的贡献率达到 67.6%；1500 亿元超长期特别国债支持超过 4600 个设备更新项目，全国重点领域设备更新超过 2000 万台（套）[10]。2024—2025 年，两年累计安排超长期特别国债资金 8000

[6] https://www.stats.gov.cn/xxgk/sjfb/zxfb2020/201912/t20191209_1767563.html#1
[7] ZHANG W, MENG J, TIAN X. Does de-capacity policy enhance the total factor productivity of China's coal companies? A regression discontinuity design[J]. *Resources Policy*, 2020, 68: 101741.
[8] TIAN Y, DING L, YANG B, et al. The effects of de-capacity policy on steel and coal firms' profitability: Evidence from China's listed companies[J]. *Energies*, 2022, 15(12): 4377.
[9] HSIEH C T, KLENOW P J. Misallocation and manufacturing TFP in China and India[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009, 124(4): 1403-1448.
[10] https://www.ndrc.gov.cn/fggz/202502/t20250211_1396082_ext.html

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元，支持 1.3 万余个设备更新项目，带动总投资超过 1.8 万亿元[11]。从传导结果看，2024 年前三季度全国企业采购机械设备金额同比增长 6.5%，设备工器具购置投资保持两位数增长，部分机器人企业订单也随设备更新政策落地出现改善[12]；2025 年，相关需求进一步向生产端传导，锅炉及原动设备、电机等设备制造行业保持较快增长。**这表明，政策由文件进入资金和项目执行后，通常首先反映在资本开支和设备采购，随后才逐步传导至生产效率、应用收入和配套服务。**因此，更适合沿“资金和项目落地—资本开支—设备材料订单—生产效率改善—应用和服务扩张”的链条跟踪政策效果，而不能将长期产业空间直接等同于短期企业业绩。

传统产业在这一传导链条中具有相对较高的可验证性，也是其值得重新评估的重要原因。矿业、冶金、化工、机械、纺织等传统产业已经拥有较为成熟的厂房、设备、客户和生产流程，数字化、自动化和绿色化改造更多是在既有生产体系上提升效率，而不是重新创造终端需求。因此，技术投入的效果可以较快落实到产能利用率、良率、单位能耗、人工投入和单位成本等经营指标。微观研究也提供了相应证据：Huang 等（2023）基于中国工业企业的数据发现，采用工业机器人后，企业产出、全要素生产率、资本回报和出口均显著改善，且资本密集型企业表现更为明显[13]；Wang 等（2023）基于 2011—2019 年中国制造业企业数据发现，机器人采用能够显著提高产能利用率，其中一个重要渠道是减少劳动投入错配、改善资源使用效率[14]；Huang、He 和 Lin（2022）的研究则显示，机器人应用能够显著提高企业能源效率，其改善主要来自生产率和产出提升[15]。

因此，传统产业的技术升级与未来产业最大的区别之一，在于投入效果能够更快通过经营指标进行验证。对传统产业而言，研究框架可以在价格、需求和库存周期之外，增加一条“技术改造—效率提升—成本下降—资本回报改善”的观察链条。设备基础较好、现金流充足、自动化改造空间较大的企业，更有条件持续进行技术投入，并将生产率改善转化为成本优势和市场份额提升。相反，如果技改只是增加资本开支，却未能改善产能利用率、单位成本或资本回报，其长期价值就相对有限。**由此看，传统产业的“重估”并不是将周期行业重新包装为成长行业，而是生产率改善正在成为周期和价格之外新的盈利变量。**当设备更新、数字化和自动化能够持续转化为更高的 TFP、更低的单位成本、更高的 ROIC 和更充裕的自由现金流时，部分传统产业龙头的定价逻辑有望由单纯的周期波动，逐步增加效率提升和份额扩张的成分。对应到投资研究，**政策覆盖范围只能判断方向，订单和资本开支决定短期兑现，产能利用率、成本、ROIC 和自由现金流则决定技术改造最终能否形成长期价值。**

（六）情景分析：支持工具的量化程度与约束执行速度决定产业路径

未来 6—18 个月的产业表现，核心取决于两个相对独立的政策变量：支持工具能否由制度接口转化为可量化的资金和订单，约束条款能否真正进入地方项目决策和行业竞争规则。前者决定需求和融资增量，后者决定供给纪律和行业格局。两者落地速度不同，对产业和资本市场的含义也明显不同。

保守情形是“约束先行、支持偏慢”。如果地方项目清理、重复建设约束和审批门槛先行强化，而科技金融、研发税收、中试和场景开放等支持工具量化较慢，短期产业总量可能受到一定压制。未来产业和高估值主题的融资分化更加明显，市场更偏好已有订单、自由现金流较好以及存量竞争优势明确的企业。

[11] https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztzl/tddgmsbgxhxfpyjhx/gzdt/202604/t20260428_1404934.html
[12] https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztzl/tddgmsbgxhxfpyjhx/gzdt/202410/t20241031_1394140.html
[13] HUANG K, LIU Q, TANG C. Which firms benefit from robot adoption? Evidence from China[J]. Journal of Asian Economics, 2023, 86: 101612.
[14] WANG H, LIAO L, WU J. Robot adoption and firm's capacity utilization: Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2023, 82: 102196.
[15] HUANG G, HE L Y, LIN X. Robot adoption and energy performance: Evidence from Chinese industrial firms[J]. Energy Economics, 2022, 107: 105837.

下载日志已记录，仅供内部参考

基准情形是“支持与约束同步推进”。科技金融、研发税收、并购、监管观察期等细则逐步落地，同时地方项目开始按禀赋、技术和利用率进行筛选。在这一情形下，行业总需求不一定快速上行，但资源配置效率改善、产业集中度上升，传统产业技术改造以及具备订单和技术壁垒的新兴产业龙头更容易受益。

乐观情形是“支持渠道量化，同时需求侧场景放大”。如果研发税收、长期资本、科技创新债券等政策工具形成明显增量，中试、示范场景和设备更新项目同步提速，则政策不仅改善行业格局，也能够直接形成新增资本开支和订单。届时行业收入与集中度可能同步改善，科技成长板块将从政策预期进一步进入盈利兑现阶段。

表 6: 政策落地的三档情景

情景	政策路径	主要触发信号	产业与市场结果
保守	约束先行，支持细则偏慢	地方项目清理提速；新增项目审批趋严；科技创新债券、保险、租赁等投放弱于预期	未来产业融资分化加剧，主题估值承压，现金流和存量龙头相对占优
基准	支持与约束并行，分层推进	研发税收、科创债、并购、监管观察期等细则陆续落地；“人工智能+”和设备更新持续形成订单	行业总量温和增长、集中度提升，传统技改和优质新兴产业龙头受益
乐观	支持渠道量化，需求侧场景同步放大	研发税收支持力度提升；长期资本和科创债投放扩大；中试、应用场景和设备更新招标提速	收入和集中度同步改善，科技成长获得盈利与估值双重支撑

资料来源：中信建投证券

三、市场影响：从政策驱动估值到格局驱动盈利

（一）市场表现：政策发布后震荡分化，未形成持续性主题催化

从 10 月 9 日《意见》发布后至 10 月 14 日的市场表现看，**政策并未形成普遍性的主题估值扩张，A 股整体延续震荡和结构再平衡，科技成长方向的调整幅度明显高于宽基指数。**政策发布后的三个交易日中，上证指数相对抗跌，而深证成指、创业板指和科创综指调整更为明显，反映当前市场主要矛盾仍集中在前期高弹性成长资产的估值消化和业绩验证，而非对新质生产力政策方向的系统性否定。

更值得关注的是，科技板块内部并未出现一致性撤离，而是呈现较强的结构分化。调整过程中，部分具有三季报业绩支撑、订单兑现或产业景气验证的科技方向仍出现资金回流，而高估值、远期盈利占比较高的成长资产波动更大。这说明市场对科技产业长期方向并未发生根本转变，但对估值支撑条件的要求正在提高：仅有政策方向和产业空间已经不足以推动板块整体重估，技术、订单、利润和现金流的重要性明显上升。10 月 13 日 PCB、CPO 等部分算力硬件方向出现修复，与三季报业绩预喜和产业景气验证同步出现，体现出盈利验证对当前定价的影响。

因此，政策出台后的市场表现更适合理解为原有定价逻辑的延续和强化，而不是一次独立的“政策交易”。《意见》明确了长期产业方向和制度框架，但尚未同步形成可以直接测算的财政增量、订单规模和短期盈利增量。在这一背景下，政策对市场的作用更多体现为重新划定长期产业边界和企业筛选标准，而不是立即抬升相关资产的短期 EPS。与此同时，市场仍处于三季报验证、前期科技拥挤度释放以及风险偏好再平衡阶段，政策本身难以单独逆转这些定价因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

从风格表现看，政策发布后“宽基强于成长”的特征较为明显，也进一步说明市场正在从主题 β 向基本面 α 切换。截至 10 月 14 日，政策发布后的三个交易日中，上证指数累计调整约 1.2%，而创业板指和科创综指累计调整均超过 5%。这并不意味着市场降低了对科技和产业升级长期方向的认可，而是意味着同一政策主题下，不同企业的技术壁垒、业绩确定性和商业化能力正在获得不同的风险定价。

表 7:《意见》发布后主要指数表现（截至 2026 年 10 月 14 日）

交易日	上证指数	深证成指	创业板指	科创综指	科创 50
10 月 12 日	-0.43%	-2.03%	-2.61%	-2.51%	-2.10%
10 月 13 日	+0.10%	-0.25%	-0.18%	-0.08%	+0.03%
10 月 14 日	-0.88%	-1.97%	-3.10%	-2.97%	-3.29%
政策发布后累计	-1.21%	-4.20%	-5.80%	-5.48%	-5.29%

资料来源：Wind、中信建投证券

（二）短期与中长期：短期看估值分化，中长期看份额与盈利

短期市场首先进入的是政策约束和企业成色的验证期，而不是新一轮主题全面扩张期。地方是否清理同质化项目、恶性招商如何规范、未来产业项目立项门槛是否提高、反内卷要求如何进入具体行业规则，都会影响不同资产的风险溢价。此前主要依赖政策预期、产业空间和远期故事获得估值的资产，需要重新回答技术、订单、现金流和融资能力能否支撑现有市值。因此，短期政策影响更可能表现为**估值分化，而非指数级别的统一重估。**真实订单较少、补贴依赖度较高、技术壁垒较弱且估值较高的概念资产，可能因项目筛选趋严而提高风险折价；相反，已有客户、订单和现金流验证的企业，即使所属赛道相同，也可能获得相对更稳定的估值。

中长期真正重要的不是政策能够制造多少主题热度，而是供给约束能否转化为竞争格局和盈利质量改善。其核心传导链条可以概括为：**重复建设受限—低效项目退出—行业供给纪律改善—龙头份额提升—价格与产能利用率修复—利润率和现金流改善—估值体系重构。**这一过程明显慢于政策发布，也未必首先体现为行业收入高增长。相反，行业总需求可能保持温和，但如果低效供给减少、价格竞争缓和、订单向龙头集中，优势企业的利润增长仍可能明显快于行业收入。因此，**市场定价的重点将从“行业有没有政策”逐步转向“政策是否改变企业利润表”。**后续值得重点跟踪的并不是政策文件数量，而是 CR3/CR5、龙头市场份额、产品价格、产能利用率、毛利率、并购数量、研发转化效率以及自由现金流等指标。只有当竞争秩序改善最终进入收入、利润和现金流，政策红利才真正完成从产业逻辑到资本市场定价的传导。

（三）赛道异质性：不同资产对应不同定价因子

“新质生产力”不是一套统一的估值方法，传统产业、新兴产业、未来产业和纯主题资产对应完全不同的风险收益结构。政策把不同发展阶段的产业纳入同一框架，并不意味着资本市场可以使用同一组估值因子。产业成熟度越高，定价越应靠近盈利和现金流；产业成熟度越低，技术和场景期权的权重越高，但相应也需要更高的风险折价。**传统产业的核心是“效率改善能否转化为资本回报”。**设备更新、数字化和绿色化改造本身不是估值提升的充分条件，关键在于资本开支是否真正带来单位成本下降、良率提高、能耗和人工下降，并进一步改善 ROIC 和自由现金流。因此，传统产业的重估不是主题重估，而是生产率改善带来的盈利质量重估。**新兴产业的核心是“增长能否伴随竞争格局改善”。**这类产业已经形成较为明确的需求和收入基础，市场不再只需要证明行业能够增长，还需要证明企业能够在增长过程中提高份额、改善价格、控制资本开支并形成利润。

下载日志已记录，仅供内部参考

反内卷、并购整合和产能出清如果有效，头部企业将同时获得收入增长和利润率改善两方面收益。**未来产业的核心是“技术期权能否逐步转化为商业化概率”。**其价值不能简单依据远期市场空间计算，而应随着关键技术突破、样机性能提升、中试验证、量产进度、真实付费场景和融资期限逐步调整。每跨过一个技术或商业化里程碑，产业期权价值才具备进一步向盈利价值转换的基础。

未来产业与纯主题资产尤其需要严格区分。中央明确支持未来产业，意味着相关技术方向具有长期战略价值，但政策支持的是技术突破、产业生态、应用场景和风险分担，并不等于所有能够建立概念映射的上市公司都具有相同的受益程度。纯主题资产主要依赖流动性、事件催化和风险偏好，其基本面与产业趋势之间的映射较弱，也最容易在政策约束和业绩验证阶段失去估值支撑。因此，**从产业方向到上市公司价值之间必须增加一层“盈利映射”。**能否把技术和场景最终转化为收入、利润和现金流，是产业投资与单纯主题交易最重要的分界线。

表 8: 不同类型资产的核心定价因子

类型	核心定价逻辑	重点跟踪	主要风险
传统产业	技改 ROI 与估值修复	设备更新、单位能耗、良率、ROIC、自由现金流、龙头份额	需求偏弱、技改回报不足
新兴产业	业绩增长与竞争格局	订单、收入利润、价格、份额、产能利用率、并购整合	内卷、产能过剩、利润兑现偏慢
未来产业	技术期权与商业化概率	核心技术、样机、中试量产、付费场景、融资期限	技术路线失败、现金消耗、监管不确定
纯主题资产	流动性与事件催化	成交、资金流向、事件催化、基本面映射	缺乏业务兑现，估值快速出清

资料来源：中信建投证券

（四）投资框架：从追政策主题转向筛选产业赢家

《意见》对资本市场最重要的启示，不是进一步扩大“新质生产力概念”的覆盖范围，而是提供了一套从政策方向筛选到企业价值的判断框架。过去主题投资往往先寻找政策关键词，再寻找相关上市公司；新的研究顺序应当反过来：先判断企业能否真正形成新质生产力，再判断政策能够为其提供多大边际增量。具体可以概括为七个维度。**第一看技术。**核心问题不是企业是否使用了 AI、机器人或先进设备，而是有没有形成自主技术、性能优势或可以量化的生产率提升。技术壁垒越容易复制，政策资源最终越容易演变为同质化竞争。**第二看场景。**技术只有进入真实需求才能形成产业价值。相比示范项目数量，更重要的是客户是否愿意付费、能否形成复购、场景是否可以跨区域复制，以及单位经济性是否持续改善。**第三看禀赋。**政策强调因地制宜后，企业和项目必须与供应链、人才、能源、数据、区位和产业基础相匹配。缺乏资源条件而依赖地方政策强行布局的项目，其长期资本回报率更难成立。**第四看利用率。**基础设施和产能建成不等于形成有效供给。对加氢站、算力中心、中试平台、低空基础设施以及制造产能，都应关注实际使用率、设备周转和单位资产产出，避免把“建成数量”直接等同于产业景气。**第五看盈利。**收入增长只有能够进一步形成毛利率、ROIC 和自由现金流改善，才意味着产业景气最终转化为股东回报。对于资本密集型产业尤其需要防止“收入增长、现金流恶化”的假繁荣。**第六看政策依赖。**真正有竞争力的产业最终应能够逐步降低对财政补贴、低价土地和地方支持的依赖。离开补贴之后商业模式能否成立，是判断项目是否具有长期生命力的重要标准。**第七看整合能力。**在反内卷、限制低效重复建设和鼓励并购整合的环境下，拥有资本实力、技术壁垒、品牌渠道和组织能力的企业，更可能利用行业出清提高市场份额。

下载日志已记录，仅供内部参考

因此，后续最值得关注的主线不是简单寻找更多“新质生产力概念股”，而是寻找**产业格局优化过程中能够持续提高生产率、扩大份额并改善现金流的企业。**传统产业重点关注技改 ROI 高、成本优势持续扩大的龙头；新兴产业重点关注技术壁垒、订单质量以及份额提升；未来产业重点关注已经跨越关键技术和场景里程碑的核心环节。对于仅有概念映射、但缺乏技术、商业化和财务兑现的资产，则应给予更高的风险折价。

表 9: 新质生产力七维筛选框架

筛选维度	核心问题	优质特征	风险信号
技术	是否形成关键技术或效率提升	自主技术、性能领先、生产率可量化	低门槛组装、技术同质化
场景	是否存在真实付费需求	客户复购、场景可复制、单位经济性改善	示范多、付费少、依赖试点
禀赋	是否具备产业和资源基础	供应链、人才、能源、数据和区位匹配	跨区域复制、缺资源强行布局
利用率	产能和设施是否有效使用	利用率提升、资产周转改善	先建后用、长期闲置
盈利	收入能否转化为股东回报	毛利率、ROIC、自由现金流改善	收入增长但利润率和现金流恶化
政策依赖	离开补贴后能否成立	补贴下降后仍具竞争力	长期依赖补贴、土地或政府订单
整合能力	能否在行业出清中提升份额	资本、技术、品牌、渠道和并购能力强	规模小、融资期限短、缺乏整合能力

资料来源：中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

（1）后续配套细则和量化工具落地慢于预期。若研发税收、科技金融、场景开放、并购等政策长期停留在方向层面，文件对企业资本开支和盈利的实际拉动可能弱于市场预期。（2）约束条款执行过程中可能带来阶段性投资和订单波动。地方项目清理、反内卷和立项门槛提高有利于中长期行业秩序，但短期可能压低部分产业链的项目数量和风险偏好。（3）未来产业存在技术路线、商业模式和监管不确定性。量子、核聚变、脑机接口、具身智能、6G 等产业仍处早期阶段，技术突破不等于规模商业化，估值与盈利之间可能长期错配。（4）宏观流动性和市场风格可能弱化政策交易。高利率、业绩下修或风险偏好下降，会提高成长资产贴现率，即使产业政策方向明确，也可能出现政策利好与股价表现短期背离。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

杨旭泽

中信建投政策分析研究员，山东大学经济学学士，中央财经大学经济学博士。主要研究领域包括:宏观经济、财政政策、金融监管等。联系电话：13621197978；邮箱：yangxuze@csc.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk