

科创板扩容的成色与考验

□ 本报记者 张守营 成 静

前不久,2026陆家嘴论坛在上海召开,证监会主席吴清明确表示,近期在科创板方面将抓紧推出两项改革措施:一是扩大第五套标准适用范围至人工智能领域,积极支持优质人工智能大模型企业上市;二是支持量子科技、生物制造、具身智能等更多领域“硬科技”企业在科创板上市。同时,将“有序推进创业板改革,优化发行上市、并购重组、再融资等制度安排”。

消息传出的同一天,上海证券交易所发布《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第10号——人工智能大模型企业适用科创板第五套上市标准》(以下简称《指引》),共十五条,即日施行;同时,就《科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定(征求意见稿)》(以下简称《暂行规定》)公开征求意见。

这不是凭空落地的政策红包。2020年1月,泽璟制药登陆科创板,成为首家采用第五套上市标准上市的未来盈利创新药企,为亏损科创企业上市探路。目前,科创板已累计迎来63家上市时未盈利的科技创新企业,也因此走通了一条“不唯盈利论英雄”的路。现在,这条路铺到了AI大模型、量子计算、具身智能和生物制造的脚下。

第五套标准是什么?

科创板第五套上市标准,核心只有一句话:预计市值不低于40亿元,主要业务或产品需经国家有关部门批准,市场空间大,目前已取得阶段性成果。与前四套标准相比,它有一个本质区别——不考核净利润、不强制要求营收、无经营现金流要求。这是A股目前唯一支持“零收入、持续亏损”企业申报IPO的通道。

第五套上市标准此前的适用范围,主要聚焦未盈利生物医药企业。科创板累计迎来的63家未盈利企业,覆盖芯片设计、晶圆制造、封测、设备材料全链条,以及创新药、高端器械双主线。

此次扩容至人工智能领域,《指引》对AI大模型企业提出了四项核心要求:至少有一个大模型产品已完成上线发布并实现规模化应用;具备明显的技术优势,或牵头承担国家人工智能重点任务;制定了明确的商业化安排;符合国家安全、数据安全与隐私保护、知识产权保护等合规要求。

南开大学金融学教授田利辉的总结很精准:“过去资本市场以盈利为重要参考标尺,大量‘投入大、周期长’的科技创新企业被拒之门外;如今通过差异化信息披露等制度设计,引导市场从‘看利润’转向‘看技术壁垒、研发管线与产业生态’。”

未盈利企业上市有何样本意义?

截至2026年6月末,63家上市时未盈利的上市企业中,电子行业25家,医药生物24家,两大赛道合计占比超过八成。25家电子企业覆盖芯片设计、晶圆制造、封测、设备材料全链条,形成了一个完整的资本矩阵。特别是芯片行业,是用第五套标准走通的第一条路,也最有说服力。

最典型的样本是寒武纪。2020年7月其在科创板上市首日,公司市值便突破千亿;此后经历长达两年的低迷期,2022年股价一度跌至谷底,也让市场充满了质疑声:一家亏损的AI芯片公司凭什么值这么多



宇树科技科创板IPO从今年3月20日获受理到7月1日注册生效,历时仅104天,创下科创板预先审阅机制落地以来最快审核纪录。本次IPO拟募资42.02亿元,是“具身智能”纳入科创板第五套标准后的标志性项目。2025年宇树科技人形机器人出货超过5500台。图为在北京王府井银泰in88的宇树科技全国首家直营店内,一名来自俄罗斯的游客与一台G1人形机器人互动。

新华社记者 鞠焕宗 摄

钱? 2020年至2024年,寒武纪累计亏损超38亿元。每年财报发布,“何时盈利”都是投资者最尖锐的问题。在经历了漫长的低迷期之后,寒武纪用6年时间给出了答案:2025年全年研发投入11.69亿元,营收64.97亿元,同比增长453.21%,归母净利润20.59亿元,上市后首次实现全年盈利。2026年6月30日,寒武纪盘中股价最高触及1620元/股,总市值突破万亿元,成为科创板第一家市值破万亿元的公司。

中芯国际的故事同样有说服力。IPO募资532.3亿元,创下当时科创板纪录。这笔钱直接转化为成熟制程的产能扩张,在国产替代的大潮中,产能利用率持续走高,成为A股半导体板块的“压舱石”。摩尔线程和沐曦股份,两家国产GPU企业,2025年12月相继上市,市值均突破3300亿元。

泽璟制药董事长、总经理盛泽林表示,自登陆科创板以来,公司已经成功实现多个新药产品获批上市销售,新药研发成果多次登上国际学术舞台,进入快速发展阶段;科创板承载着我国资本市场探索支持新质生产力发展、推动科技创新路径的重要责任,科创成长层的设置更为这一责任的实现提供了重要支撑。

这些案例的共同逻辑是:在技术攻坚期,企业需要的是“耐心资本”——不是一年两年看回报,而是五年十年等成果。科创板第五套标准,本质上就是为这种“耐心资本”搭建的制度通道。目前,已有约20家企业成功扭亏,寒武纪、百济神州、中芯国际均在其列。

量子、具身智能、生物制造的排队入场

如果说AI大模型是“现在进行时”,那么量子科技、具身智能、生物制造就是“一般

将来时”。

这三条赛道有一个共同特征:它们和十年前的芯片产业一样,处于“技术突破前夜、商业化黎明之前”的阶段。

量子科技正在经历一个“六月大月”。本源量子完成Pre-IPO轮融资近30亿元,由中国兵器集团领投,深创投、中科创星等老股东跟投,投后估值逼近240亿元。一个对比数据是:2026年第一季度,国内整个量子赛道的公开融资总额为32.04亿元——本源一笔,几乎打平了一个季度的全行业总量。但现实也很骨感:目前行业内尚无任何一家量子计算企业实现正向盈利,从稀释制冷机到测控系统,核心设备仍高度依赖定制研发。

具身智能的IPO通路已经打开。宇树科技科创板IPO从今年3月20日获受理到7月1日注册生效,历时仅104天,创下科创板预先审阅机制落地以来最快审核纪录。本次IPO拟募资42.02亿元,是“具身智能”纳入科创板第五套标准后的标志性项目。2025年宇树科技人形机器人出货超过5500台。

生物制造则代表着另一条路线——基因工程药物、生物医学工程、脑机接口等领域的企业,同样面临研发投入大、回报周期长的困境。上交所同步修订的《暂行规定》,将这些领域的具体行业坐标做了更新:新一代信息技术领域新增“量子”;高端装备领域新增“机器人”;新能源领域新增“氢能”;生物医药领域新增“脑机接口、生物药品、基因工程药物和疫苗、生物医学工程”等。

摩根士丹利亚洲CEO Gokul Laroia在陆家嘴论坛上的一句话值得注意:“除美国外,中国是唯一拥有完整AI生态体系的市场。未来,还需要更多资本,现有的资本与应有的、所需的相比还只是很小

一部分。”

扩容的隐忧与考验

政策扩容是好事,但门开大了,不等于谁都能进来。

上交所特别强调,科技企业既蕴含发展动能,也面临较大的不确定性风险。将从严把好发行上市准入关,坚持循序渐进、质量优先原则,严守财务真实性底线,严防“带病申报”“一哄而上”。

一个更棘手的问题是估值。量子赛道已经出现了“天使轮10亿元、半年奔50亿元”的估值膨胀。AI大模型领域,头部企业估值动辄数百亿美元,但这些估值有多大比例来自真实的技术壁垒,多大比例来自资本追逐赛道的情绪溢价?

科创板2026年上半年的数据提供了参考:11只新股首日零破发,平均涨幅约437%——这反映出市场对硬科技新股的高度认可,但也暗示着“稀缺性溢价”的存在。一旦IPO供给大幅增加,这种溢价还能维持多久?

更深一层的问题是:上市只是手段,不是目的。63家未盈利上市企业中,仍然有40多家未能扭亏。第五套标准打开了上市的门,但能不能在上市后活下去、长起来,靠的不单是制度红利,还有企业自身的技术实力和商业化能力。

正如吴清在论坛上所说,将“适时发布规范发展资本市场人工智能的指导意见,依法从严厉打击利用人工智能非法荐股、造谣传谣及违法交易等行为”——门开得越大,监管必须跟得越紧。

现在,AI大模型、量子科技、具身智能、生物制造正在排队入场。它们的体量更大、技术更前沿、不确定性也更高。科创板能不能接住这批“硬科技”选手,将影响中国资本市场在全球科技竞争中的地位。扩容不是终点,而是新一轮考验的起点。

科创板扩容背后的“硬科技”甄别之战

□ 本报记者 张守营 成 静

近日,证监会主席吴清在陆家嘴论坛宣布将科创板第五套标准适用范围扩大至人工智能领域,同步支持量子科技、生物制造、具身智能等更多“硬科技”企业上市。消息一出,市场沸腾。

但欢呼声中,一个问题始终悬而未决——门开大了,如何确保走进来的是真正的硬科技,而不是披着科技外衣的“伪概念”?

这不是杞人忧天。科创板第五套标准的核心是“不考核净利润、不强制要求营收、无经营现金流要求”,是A股目前唯一支持“零收入、持续亏损”企业申报IPO的通道。制度包容性越强,对“识别真伪”的要求就越高。判断一家未盈利企业的科创属性和商业前景难度较高。如果审核尺度过于宽松,“伪科技”企业涌入科创板,不仅会透支第五套标准的制度公信力,还会挤占真正硬科技企业的融资资源,损害中小投资者利益。

如何守住这道门?监管部门给出的答案是:建立一套“量化与定性相结合”的科创属性核查标准。

2026年6月17日,上交所发布《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第10号——人工智能大模型企业适用科创板第五套上市标准》(以下简称《指引》),共十五条,即日施行。《指引》明确要求:申报企业至少有一个大模型产品已完成上线发布并实现规模化应用;具备明显技术优势或牵头承担国家人工智能重点任务;制定了明确的商业化安排。这些要求传递了一个清晰信号:资本市场对AI产业的价值评估,正在从“技术叙事”转向“产业验证”——不再数论文、不比参数,而是看有没有产业化的能力。

与此同时,监管层还启动了一项关键制度安排——试点引入资深专业机构投资者制度。将资深专业机构投资者入股达到一定年限、数量、比例等因素,作为适用第五套标准的参考。这一制度的核心逻辑在于:让真正懂行业的人来“投票”。有效识别优质科技型企业,“对于提升A股资源配置的精准性,从源头上提高上市公司质量具有重要意义”。数据显示,在新增受理的10家适用第五套标准的企业中,已有5家披露了资深专业机构投资者信息,占比过半。

中介机构也被推到了“守门”的第一线。有券商明确要求投行人“懂行业、懂业务、懂国家战略”,能够辨识“伪科技”。保荐机构、会计师事务所不能仅采信企业书面材料,还需实地核验企业研发能力、算力资源和项目落地情况,围绕财务、法务、业务真实性开展充分尽职调查。针对协助企业包装科创属性、核查流于形式的中介机构,监管层明确将实施高额处罚、业务禁入、连带赔偿等多重惩戒。

但制度再严密,执行才是关键。有评论尖锐地指出,要防范部分主体借AI大模型概念包装上市:有的企业并无自主底层算法研发能力,仅基于开源模型进行微调;有的仅依靠外包算力开展贴牌运营;还有的通过短期刷单、一次性突击订单等方式虚增模型调用量。这些问题考验的不是制度的文字,而是执行者的判断力。

上交所对此的表态很明确:科技企业既蕴含发展动能,也面临较大的不确定性风险。将从严把好发行上市准入关,坚持循序渐进、质量优先原则,严守财务真实性底线,严防“带病申报”“一哄而上”。吴清在论坛上也表示,将“严查借科技之名炒概念行为”。

科创板第五套标准的扩容,是中国资本市场的一次重要制度实验。但制度实验的成败,不能只看开了多大的门,还要看门后站着什么样的守门人。从资深专业机构投资者的引入,到中介机构责任的压实,再到科创属性量化标准的建立——这套“守门”体系正在搭建。但能否真正挡住“伪科技”、留住“真硬核”,还需要时间的检验。

守住那道门,比打开它更难。



在北京隆福大厦,一名市民在数字“潮”市体验一款外骨骼产品。

新华社记者 鞠焕宗 摄

上市只是起点 能“毕业”才是真本事

□ 成 静

2025年6月,证监会在陆家嘴论坛上推出进一步深化科创板改革的“1+6”政策措施,核心是在科创板设置科创成长层,并重启未盈利企业适用第五套标准上市。一年过去,成绩单出来了:截至2026年5月底,科创成长层在层公司34家,2025年合计营收497亿元,同比增长18%;亏损总额同比收窄18%;研发强度中位数高达51.3%,显著高于科创板整体水平。

数据很好看。但一个容易被忽视的问题是:上市之后呢?科创成长层的设计初衷,是“对未盈利科技型企业集中管理,便于投资者更好识别风险”。监管部门明确,科创成长层要构建的是“培育—成长—毕业”的制度闭环。入层只是第一步,能不能在层

内长大、能不能顺利“毕业”、会不会中途“掉队”,才是真正的考验。

先看分层机制。科创成长层调出实行“新老划断”——新注册企业需满足“最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5000万元”或“最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元”;存量企业首次盈利即可调出。首批6家退层企业均满足了“一年净利润为正且营收≥1亿元”的标准。寒武纪2025年营收64.97亿元、归母净利润20.59亿元;百济神州全年收入382亿元——它们用业绩证明了“耐心资本”的价值。

但硬币的另一面是:34家在层企业中,仍有大量企业尚未盈利。截至2026年6月末,63家未盈利上市企业中仍有相当数量在层企业未能扭亏。科创成长层虽然提供了“培育”的空间,但这个空间是有时间限度

的。根据科创板规则,按第五套标准上市的公司自第4个完整会计年度起适用退市规则,若持续亏损,存在退市风险。*ST禾信已经因2025年度营收低于1亿元且净利润为负,被实施退市风险警示。这提醒所有人:科创成长层不是“避风港”,而是“加速器”——企业必须在有限的时间内完成从“烧钱”到“造血”的跨越。

再看再融资。科创成长层企业的融资需求不会止步于IPO。2026年2月,上交所宣布优化再融资一揽子措施。再融资的门开大了,如何确保资金真正流向研发而不是其他用途?如何防止“上市即终点”的套现逻辑在成长层蔓延?这些问题尚无明确答案。

投资者保护同样面临新挑战。科创成长层保持了科创板“50万元资产+2年经验”

的准入门槛。个人投资者参与科创成长层交易,还需签署专门的风险揭示书。但门槛再高,也无法完全消除信息不对称——未盈利企业的估值逻辑与传统企业完全不同,不看PE、不看股息率,看的是技术壁垒和商业化前景。这些指标的判断门槛极高,即便专业机构也会看走眼。当越来越多“零收入、持续亏损”的企业留在科创成长层,投资者需要的不只是一纸风险揭示书,而是真正能够理解未盈利企业价值的信息披露和投资者教育。

科创成长层一周年,交出了一份不错的答卷。但这份答卷只回答了第一个问题——“能不能上市”。接下来的问题是更难的——“能不能长大”“能不能毕业”“能不能持续创造价值”。上市只是起点,科创成长层的真正考验,才刚刚开始。