

企业“出海”升维引“三张表”逻辑生变

■ 李亚男

9月4日至8日,2026年柏林国际消费电子展在德国柏林举办。在本届展会上,有900多家中国企业亮相,参展数量较去年大幅增长,占参展商总数的近一半。中国企业“可见度”提升的同时,“中国智造”浓度也随之提高。

回望中国企业“出海”历程,早期更多依靠制造优势、性价比产品打开海外市场。如今,越来越多企业不再只输出商品,而是把自研技术、高端产品乃至产业生态带到全球。一个清晰趋势正在形成:中国企业“出海”,正在从“产品出海”加速转向“创新出海”,企业的经营逻辑已经发生了变化。

企业海外扩张的真实成色,不能只看营收数字。从投入布局、盈利产出,到资金回流兑现,完整的价值链条变化,落在了资产负债表、利润表、现金流量表这“三张表”上。

首先,资产负债表能看清企业拿什么去做全球化布局。过去,中国企

业“产品出海”更多地依靠国内强大的制造能力以及高效的供应链效率完成海外市场的快速扩张。而在“创新出海”阶段,产能、股权以及知识产权在全球范围内沉淀,资产形态空前丰富,整体呈现“轻重并举”状态。

“重”在产能“出海”,多家上市公司在海外建设工厂,并购海外资产,实现在建工程、固定资产及长期股权投资跨境延展;“轻”在技术溢出,中国上市公司协会发布的统计数据显示,今年上半年,全市场研发投入8473亿元,同比增长3%。其中,资本化部分形成无形资产,并正通过对外授权等方式转化为全球可变现的技术资产。如创新药企业通过对外授权交易获取首付款、里程碑付款与销售分成,正是技术资产参与全球收益分配的鲜活注脚。

企业在海外建厂、收购以及本土化运营过程中的每一笔投入,最终都需要

回到“回报率”上来。若资本开支持续高企却难以看到回报拐点,则需要企业重新审视海外市场布局合理性。

其次,利润表分辨海外业务究竟赚的是多少钱。当前,海外市场逐渐从“以价换量”走向“量质齐升”。中国上市公司协会数据显示,今年上半年,3196家上市公司披露境外收入,合计实现境外营收6.06万亿元,同比增长22.9%。其中,电子行业上市公司境外营收增速超40%,储能产业境外营收增速达27.1%,航海装备行业延续上年高增速,人工智能硬件、新能源、高端装备成为增量主力。

同时盈利结构也在优化,例如,宁德时代新能源科技股份有限公司上半年境外毛利率达29.97%,高于整体毛利率超6个百分点。高技术、高附加值产品贡献度的跃升,正推动海外市场从“销量的第二曲线”变为“利润的第二曲线”。

部分公司境外业务毛利率已超过整体毛利率,除了产品结构升级、产品溢价能力提升的原因,还会夹杂特定市场窗口期的红利、关税与贸易政策的阶段性利好。这时候,更应关注的是,企业高毛利率背后技术壁垒和品牌护城河是否牢固。

最后,现金流量表检验海外赚到的钱能不能安全落地。随着全球产能布局深入、海外市场服务本土化,现金流管理与风险对冲成为“第二生产线”。

汇率端,国家外汇管理局数据显示,今年上半年,我国企业利用外汇衍生品管理汇率风险的签约规模接近1.4万亿美元,同比增长40%;企业外汇套保比率达到35.3%,比2025年全年提高5.3个百分点。成熟的套保机制是利润的“稳定器”,企业需要注意套保策略是否与自身业务契合,避免汇率风险侵蚀利润。

资金端,有上市公司通过设立专

项境外应收账款ABS(资产证券化)回笼资金,也有上市公司依托本外币一体化资金池,提升跨境支付效率。汇率端“锁险”、资金端“提速”,两端合力把高增长的境外收入,变成高质量、可回流的经营性现金流。总而言之,投资者要甄别“出海”企业的含金量,需拨开营业收入增速的表象,读懂企业“三张表”背后的真实含义。



医药业并购向“买链条、买平台、买生态”转变

■ 张敏

今年以来,中国生物医药行业并购市场活跃度持续上升,A股市场已披露逾百起医药并购交易,涉及金额从千万元到数十亿元不等,覆盖创新药、医疗器械、体外检测、医药外包服务等全产业链条。

纵观本轮医药行业并购案例,生物医药行业的并购逻辑正在发生变化,正从“买产品”向“买链条、买平台、买生态”转变。纵向夯实产业根基、横向拓宽竞争壁垒、培育增长新极,三条路径交织推进,成为当前医药上市公司优化布局、提升竞争力的重要打法。

纵向产业链整合是本轮医药并购的主流发展方向。产业链纵向整合的重点在于补齐业务短板、优化资源配置、降低协同成本。无论是创新药企收购原料药基地,还是医疗器械公司向上游零部件延伸,目的均在于摆脱

外部依赖,掌握关键环节的自主权。

对于企业来说,在行业竞争加剧、产品生命周期缩短的大背景下,单一环节的利润空间被持续压缩。只有通过纵向延伸,将上下游关键节点握在手中,企业才能有效抵御外部价格波动,保障供应链安全,并在成本控制上获得实质性优势。这类整合追求的是扎实改善企业基本面,也是当前多数上市公司优先选择的策略。

如果说纵向补链是做深产业、夯实底盘,那么横向生态整合便是做大产业平台。横向并购聚焦同赛道、同领域优质资源整合,通过吸纳优质标的、整合行业资源,将自身能力嵌入大型产业生态体系,实现规模扩容与生态升级。“抱团做大”的策略顺应了行业向集约化、生态化演进的趋势,让企业在存量博弈中掌握更大的定价权和话语权。

基于技术同源性跨界寻找新的产业化落地点,是此轮并购中更具战略前瞻性的趋势。比如,华润双鹤药业股份有限公司(以下简称“华润双鹤”)收购利尔化学股份有限公司(以下简称“利尔化学”)控股权,便是这一路径的典型案列。华润双鹤长期深耕合成生物领域,公司面临的发展瓶颈为自有合成生物技术无法快速实现产业化、商业化落地,想要完成全链条深度整合,取得标的公司控股权是最高效的落地方式。利尔化学成熟的制造体系与全球网络,恰好为此提供了关键支撑。这种“买平台”式的并购,本质是将技术势能转化为产业动能,为药企打开超越传统制药边界的新空间。

在行业竞争格局深刻变化的背景下,“一款新药吃遍天”的传统发展模式正在发生调整。企业不仅要持

续开拓产品线,也要更加重视提升整个体系的抗风险能力与持续进化能力。纵向补链有助于增强供应链韧性,横向整合有利于扩大生态协同,跨界布局为未来发展储备新动能,三者相辅相成,共同构建起多维竞争力。

从全球视野看,这种趋势并非中国独有。复盘全球头部药企的资本运作不难发现,行业并购逻辑正在沿着相似方向演进:从“押注爆款单品”逐步向“布局长效技术、搭建迭代平台”转变,以成熟产品稳定营收打底,以可迭代技术平台赋能长期增长,已成为全球医药企业并购整合的考量重点。

对中国企业而言,能否善用三条路径、精准落子,将在很大程度上决定其在产业发展浪潮中的主动性与发展空间。这既是挑战,也是重要的战略机遇。



科创债基金扩容 反映行业协同升级

■ 吴珊

为助力科技创新发展,公募基金管理人持续深耕特色产品,不断丰富工具供给。近期,首批10家公募基金管理人集中上报科创债场外指数基金,引发市场关注。

从表面看,这似乎只是一次常规的新产品申报,背后反映的却是公募基金行业在战略服务、产品体系与行业生态三个维度上的协同升级。行业服务实体经济的逻辑,正从过去的规模高速扩张,迈向结构优化与效能提升。

从战略服务层面看,科创债主题基金以标准化工具的形式,提升了社会资金流向科技创新领域的精准度与效率。Wind数据显示,截至9月9日,全市场已有24只科创债ETF(交易型开放式指数基金),整体规模突破3200亿元,成为连接资本市场与实体经济的重要载体。相较于已上市

的科创债ETF,此次上报的科创债场外指数基金可投标的范围更广,投资

参与门槛更低,借助这类产品,分散的社会资金能够以更低的成本、更规范的方式,精准流入科技创新和绿色产业,实现科技金融与绿色金融的高效融合。

当前,做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇文章”,是公募基金行业立足本源、服务国家战略、赋能新质生产力的根本。随着公募基金总规模稳步增长,行业既有能力也有责任,积极引导社会资金投向科技创新的关键领域,让资本与产业的对接更加顺畅、更具实效。

从产品体系层面看,科创债主题基金谱系正持续完善。场内科创债ETF主要承接交易型需求,场外指数基金则覆盖更广泛的配置型资金,两类产品定位清晰、功能互补、客群分

层,共同推动科技创新的主题基金从“可交易”向“可配置”延伸。更重要的是,产品创新正在成为

激活科创债市场的重要抓手,科创债场外指数基金不仅能带来增量资金,提升市场流动性,也为后续产品迭代打开了空间。可以预见,未来公募基金管理人仍将持续深化创新,推出更多覆盖不同久期、不同风险收益特征的科创债主题基金,为投资者提供更多元、更精细的资产配置选择。

从行业生态层面看,业务准入倾斜为中小基金公司开辟差异化赛道。中国证监会主席吴清在2026陆家嘴论坛上发表主题演讲时表示:“推出支持中小基金公司规范健康发展一揽子措施。坚持分类监管,突出特色,在产品布局、业务准入等方面给予适当倾斜,积极支持中小基金公司差异化发展。”

此次上报科创债场外指数基金的10家公募基金管理人均为中小基

金公司,Wind数据显示,截至9月9日,这10家公募基金平均管理规模约为385亿元,其中规模最大的一家约

为667亿元,规模最小的不足100亿元。科创债场外指数基金属于标准化的工具型产品,更看重指数跟踪能力和风控能力,不依赖庞大的渠道和规模优势,落地难度低,契合中小基金公司在固收领域的业务积淀。中小基金公司积极布局这类特色产品,深耕细分赛道,有助于推动行业形成“大而强”与“专而精”错位发展的格局,促进公募基金行业更加多元、稳健、可持续发展。

此次科创债场外指数基金的集中上报,既是公募基金行业落实国家战略、深耕金融本源的主动作为,也是行业自我革新、提质增效的生动缩影。随着产品创新持续深化,行业生态不断优化、资本赋能更加精准,金融与科技创新、绿色产业的融合愈发深入。各类公募机构各展所长、协同发力,将持续为实体经济高质量发展注入持久而稳定的金融动能。

基金经理交『反思答卷』说明了什么?

■ 王宁

在2026年基金中报披露期间,多位主动权益类基金经理在报告中向持有人致歉。例如,某头部公募机构基金经理表示,给持有人带来“牛市亏钱”的体验深感抱歉;某位坚持价值投资的基金经理直言,在此轮产业趋势启动之前不能够识别趋势和介入投资是我们的失职。另有坚守低估值稳健资产的基金经理,在中报中承认“低估了AI的超预期进步带来的算力投资‘超预期’”,导致未能充分把握这一轮AI科技投资机会。

一时间,基金中报不再只是常规业绩复盘,俨然成为一批基金经理交出的“反思答卷”。2026年基金中报道歉声格外多,根源在于上半年A股市场极致的分化行情,在这种情况下,基金经理对不同资产的配置也出现了偏差。

相比以往中报更多着重于市场环境和后市判断,今年部分基金经理主动谈及自身投资中的问题,这种直面失态的表态,在过往的基金定期报告中并不常见。不过,基金中报的“歉意十足”,至少说明了三件事。

一是基金经理与持有人的关系正在被重新审视。当代客理财遭遇分化行情,“牛市亏钱”的体验让持有人难以接受,基金经理自然要直面来自持有人的压力,并在定期报告中给出更诚恳的交代。

二是投资框架的适应性面临考验。A股市场阶段性分化行情不仅考验基金经理的选股能力,更考验其投资框架在市场环境下的适应性。当估值体系与市场趋势发生冲突时,坚守与变通之间的平衡变得更加重要。那些在基金中报中道歉的基金经理,或许未必出现决策失误,而是他们的投资框架在阶段性分化行情中被证明“不够有效”。

三是行业生态正在经历深刻调整。当“道歉”从偶发事件变得频繁发生,折射出整个主动权益投资行业面临分化行情的系统性挑战,当风格切换至单一或几个赛道,传统的分散配置、价值投资理念遭遇了前所未有的冲击。

投资市场没有常胜将军。面对市场分化行情,基金经理该如何做决策?对于基金持有人而言,该如何理解“盈亏同源”、审视基金经理的知行合一以及定义“好基金”?比起道歉之声,这些问题更值得深思。

深市首单双主题REIT探路城市更新融资新范式

■ 田鹏

近日,创金合信北京国资公司封闭式商业不动产证券投资基金(以下简称“创金合信北京国资公司REIT”)在深圳证券交易所正式挂牌上市。作为深市首单获批上市的商业不动产公募REIT,该项目自推出便备受市场关注,而其创新的双主题设计,更是成为产品的突出亮点。

拆解创金合信北京国资公司REIT底层资产,一部分是北京重要的文化消费新地标——隆福寺项目,另一部分是承载大模型产业发展的重要科创集聚平台——集智未来人工智能产业基地。以上两个看似赛道迥异的资产,借由这单项目实现联动融合。

更深层次来看,本次项目走出了一条差异化的城市更新资本化、可持续运营新路径。不同于传统单一资产REIT的简单盘活,这种一稳一进、一民生一产业的融合模式,为城市更新的存量盘活、资本导入、生态升级,提供了可复制的样本。

其一,以双资产重组打通闭环通道,破解城市更新优质存量“难证券化、资本难入局”问题。以往城市更新中的文旅商业、老旧街区类资产,现金流偏弱、成长性不足,单独发行REIT较难满足市场化收益要求;科创园区资产前期投入大、波动较高,单独上市稳定性不足,均存在资本化障碍。

本次双主题模式,补齐了单一资产的禀赋短板,让两类存量资产实现合规上市、公开流通。依托REIT市场平台,完整打通社会资本“投入—运营—上市退出—再投资”的完整闭环,从根源上打通城市更新项目流动性弱、资本不敢进场堵点,大幅提升城市存量资产的盘活效率。

其二,以双主题收益结构重塑投资逻辑,破解城市更新“稳收益与高成长不可兼得、资本不愿长投”痛点。传统城市更新REIT产品大多业态单一,要么重公益、收益刚性不足,要么重产业、波动风险偏高,很难适配多层次资本市场投资需求。

本次创新模式的亮点,就是构建了双层收益体系:隆福寺成熟商业地标锁定持续稳定的租金收益,满足低风险配置需求;人工智能科创基地依托产业集聚、企业孵化、产业升级实现价值抬升,打开长期增值空间。两者有效平衡了成熟资产的稳定性与新兴产业的成长预期,让REIT产品的收益结构更具韧性。这种创新架构打造出风险可控、收益分层、成长可期的优质标的,改变城市更新项目投资吸引力不足的现状,引导社会资本从短期投机转向长期价值深耕。

其三,以双业态协同运营重构行业生态,破解城市更新“重建建设轻产业、更新不可持续”的发展难题。传统城市更新多停留在硬件改造、街区翻新的工程化层面,改造后缺乏产业导入和长效运营,容易出现“更新易、存续难”的问题,资本投入后难以持续获利、长期留存。

创金合信北京国资公司REIT实现了城市空间更新与产业能级升级深度绑定:文旅商业激活城市消费活力、完善城市功能配套,科创产业赋能区域产业转型、培育经济新动能。依托资本市场的约束与赋能,倒逼项目走向专业化、市场化、产业化长效运营,构建“空间更新—产业培育—资产增值—资本循环”的可持续发展,真正实现城市更新从一次性工程改造,向长期产业运营、持续价值创造的模式跃迁。

城市更新是盘活城市存量资源、推动城市高质量发展的重要抓手,REITs则是激活存量资产、赋能实体经济的关键金融工具。创金合信北京国资公司REIT的创新落地,不仅拓宽了公募REITs的底层资产边界与应用场景,更为全国城市更新投融资改革提供了全新范式。未来,随着这类创新产品持续推出,模式不断成熟,资本市场将持续为城市更新注入金融活水,助力实现存量资产盘活、产业能级提升、城市功能升级与资本良性循环的多方共赢格局。