下载日志已记录，仅供内部参考

非银金融

2026 年 07 月 01 日

科技资产证券化提速，大投行业务链迎来重估

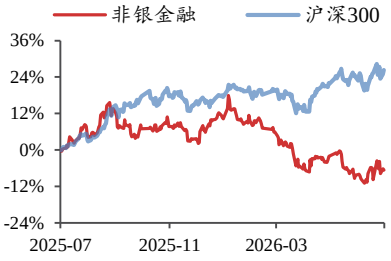
——重识券商系列 2-大投行深度研究

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）
lukun@kysec.cn
证书编号：S0790524040002

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《投行投资线催化验证，券商成长叙事仍有较大空间—行业周报》-2026.6.28

《红利资产调整或带来险企增配，陆家嘴论坛表态积极—行业周报》-2026.6.21

《中基协新规约束风格漂移，布局头部券商正当时—行业周报》-2026.6.14

● **科技资产证券化提速，大投行业务链迎来重估**

监管持续支持符合条件的硬科技企业利用资本市场发展壮大，优质科技资产供给改善有望推动券商大投行链条收入高增。当前仍处于投行周期底部修复初期，伴随长鑫科技、长江存储、宇树科技等硬科技企业 IPO 推进，头部券商有望通过 IPO 保荐承销、战略跟投、直投/私募股权投资、再融资、并购、做市、机构交易和财富管理等方式，参与科技企业资本化全过程。短期看，大型科技 IPO 贡献承销收入、直投收益和跟投浮盈弹性；中期看，硬科技项目储备和产业客户覆盖能力决定投行景气持续性；长期看，大投行业务与财富管理、国际业务、机构业务协同，将推动头部券商 ROE 中枢持续上行，进而带来估值重估。重点推荐投行综合实力领先、业务协同能力突出的国泰海通、中信证券、中金公司 H、华泰证券，受益标的中信建投、华安证券、招商证券、长江证券。

● **投行业务周期仍处低位，头部集中度提升，直投和跟投放大业绩弹性**

（1）从商业模式质量、估值、可持续性看，投行、直投、跟投分别对应不同收益属性，综合排序为投行＞直投＞跟投。投行业务轻资本属性突出，确定性较高，是优质产业客户入口；直投业务弹性更强，但需关注持股主体、经济权益穿透、锁定期及退出节奏；跟投业务短期弹性较强，但本质是保荐业务绑定机制，受发行估值、锁定期及二级市场波动影响更明显。**（2）**周期位置看，2025 年全市场 IPO 规模 1318 亿元，仅为 2021 年的 24%，预计 2026 年 A 股 IPO 规模约 2000 亿元，为 2021 年的 37%，仍处于上一轮高景气周期后的低位修复阶段。**（3）**竞争格局看，IPO 业务继续向头部集中，三中一华及国泰海通 IPO 业务市占率由 2020-2022 年的 52%-55%提升至 2025 年的 73%、2026 年 1-6 月的 58%。**（4）**盈利能力看，头部券商投行业务营业利润率由 2024 年的 19%回升至 2025 年的 37%，距离 2020-2021 年约 50%的高景气水平仍有修复空间。**（5）**2025 年中金公司、中信建投大投行业务收入占比分别为 22%、18%，其他头部券商约 15%；利润贡献方面，中金公司大投行业务利润贡献约 19%，同比提升 3pct，中信建投、国泰海通、中信证券、华泰证券利润贡献约 15%，同比 2024 年明显改善，主因直投和跟投利润贡献扭亏。

● **长鑫科技 IPO 验证直投跟投弹性，硬科技项目储备支撑大投行高景气延续**

（1）长鑫科技 IPO 是观察科技资产证券化反哺券商大投行业务的重要样本。按 1.5%承销费率测算，长鑫科技承销保荐费约 4.4 亿元，中金公司和中信建投单家承销收入约 2 亿元；投行端主要赚取承销费，核心价值是客户入口以及产业客户的持续绑定，跟投直投在当前市场环境将放大收入弹性。长鑫科技 2.0 万亿元市值假设下，相关券商直投+跟投收益为：招商证券 132 亿、中信建投 76 亿、华安证券 69 亿、中金公司 54 亿、广发证券 16 亿、国泰海通 15 亿、方正证券 11 亿。

（2）投行储备强的券商优先受益于大型硬科技 IPO 恢复，从科创项目储备看，中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券、中信建投在科创板项目储备数量和拟募资规模上排名靠前。

风险提示：市场大幅波动风险；大型科技企业 IPO 进度不及预期；股权投资收益存在不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 科技资产证券化提速，大型 IPO 推进，券商大投行业务链直接受益 3
2、 商业模式对比：投行＞直投＞跟投 3
3、 长鑫科技测算：承销收入具备确定性，直投/跟投放大弹性 8
4、 头部券商项目储备占优，硬科技 IPO 推动高景气延续 12
5、 投资结论 15
6、 风险提示 16

图表目录

图 1： 头部券商大投行收入贡献增长，中金公司贡献 22% 5
图 2： 头部券商大投行利润贡献增长，中金公司贡献 19% 5
图 3： 全市场 IPO 规模来看，2025 年是 2022 峰值的 22% 6
图 4： 头部券商 IPO 市占率提升 6
图 5： 投行分部营业利润率历史在 40-50%，2023 年监管加强后利润率下降明显 6
图 6： 2025 年头部券商及长江证券 PE 子公司 ROE 较高 7
图 7： 头部券商 PE 子公司 ROE 优于行业 7
图 8： 2025 年头部券商及国联证券、长江证券另类投子公司 ROE 较高 8
图 9： 头部另类投子公司 ROE 优于行业 8
图 10： 头部券商 IPO 项目储备优势显著 13

表 1： 投行商业模式最优、确定性最高 4
表 2： 2025 年头部券商大投行业务收入同比高增长 4
表 3： 2025 年头部券商大投行净利润同比高增 5
表 4： 中金公司、中信建投单家约获 1.8/2.2/3.0 亿元保荐收入 9
表 5： 预计中金公司和中信建投单家跟投金额为 7.44 亿元 9
表 6： 1.5-3 万亿市值假设下，预计跟投券商浮盈 38-83 亿元 10
表 7： 穿透后，招商证券和华安证券直投持有长鑫科技股份数较多 10
表 8： 招商证券穿透持股对应直投收益为 95.8、131.3、166.8、202.3 亿元 11
表 9： 招商证券、中信建投、华安证券直投+跟投收益领先 11
表 10： 中信证券参与科创板 IPO 12 单，募资总额 234 亿元，行业排名第一 12
表 11： 历史跟投收入可观，头部券商优势突出 13
表 12： 长鑫科技和宇树科技等明星 IPO 项目将登录科创板，券商跟投受益 14
表 13： 中信证券、中信建投为长江存储保荐人，长江存储注册地位于湖北，长江证券或受益 14
表 14： 受益标的估值表 16

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 科技资产证券化提速，大型 IPO 推进，券商大投行业务链直接受益

2026 年以来，科技板块股价表现较强，叠加长鑫科技、宇树科技、长江存储等大型硬科技企业 IPO 进程推进，券商行业受益逻辑正在由传统“交易量β”扩展至“大投行链条α”。与一般行情修复不同，本轮核心在于优质科技资产供给改善、科技资产估值中枢抬升以及资本市场服务实体科技产业能力增强。头部券商可通过 IPO 保荐承销、战略跟投、直投/私募股权投资、再融资、并购、做市及机构服务等方式，参与科技企业资本化全过程。

以长鑫科技为例，2026 年 5 月 17 日公司更新招股书，2026Q1 归母净利润 247.6 亿元，同比+1688%，中报业绩指引归母净利润超过 500 亿元。伴随长鑫科技 IPO 推进，华安证券、招商证券等相关标的相对券商板块出现较明显超额，市场关注点由单一承销收入进一步延伸至直投持股价值重估和保荐跟投浮盈弹性。该案例反映，在硬科技企业资本化提速背景下，券商大投行业务不仅贡献手续费收入，还可能通过股权投资和战略跟投放大利润弹性。

大型硬科技 IPO 对券商的贡献主要体现在三个层面：第一，投行端贡献承销保荐费，确定性较高；第二，跟投端通过保荐机构战略配售分享发行后估值重估，短期利润弹性较强；第三，直投端通过一级市场早期布局分享优质科技企业长期成长，但需关注持股主体、经济权益穿透、锁定期及退出节奏。同时，投行业务作为产业客户入口，有望进一步向再融资、并购、做市、机构交易、财富管理及海外业务延伸，提升综合金融服务收入。

因此，本轮大投行主线并非单纯的 IPO 周期修复，而是科技资产证券化提速带来的券商商业模式重估。短期看，大型科技 IPO 有望带来承销费、直投收益和跟投浮盈弹性；中期看，头部券商硬科技项目储备和产业客户覆盖能力；长期看，投行入口向财富管理、机构交易、资本中介和海外业务扩散，推动头部券商 ROE 中枢上移。

2、 商业模式对比：投行＞直投＞跟投

从商业模式质量、估值方式和可持续性看，投行、直投、跟投分别对应不同的收益属性，综合排序为投行＞直投＞跟投。投行业务以承销保荐费、财务顾问、再融资及并购延伸收入为主，轻资本属性和客户入口价值突出，确定性最高；直投业务通过一级市场股权投资分享科技企业估值跃迁，弹性较强，但收益确认、持股主体和经济权益穿透更复杂；跟投业务与保荐机制绑定，短期利润弹性较强，但受发行估值、锁定期及二级市场波动影响更明显。

从短期利润弹性看，直投和跟投在科技股上涨阶段可能高于投行业务；从估值方式看，投行业务更适合按照轻资本手续费收入给予 PE 估值，优质直投平台可结合 ROE 和项目储备给予 PB 估值，跟投则更接近带锁定期的项目期权，相关浮盈通常已体现在券商公允价值变动中。

下载日志已记录，仅供内部参考

券商是科技资产证券化的重要金融基础设施。本轮大投行能力重估的核心，不是押注单一科技企业上市，而是在优质科技资产批量证券化、权益市场生态改善和头部券商综合服务能力提升背景下，对券商产业客户入口价值、股权投资能力和机构业务协同价值进行重估。

表1：投行商业模式最优、确定性最高

维度	投行	直投/私募股权（PE 子公司-基金管理）	跟投（另类投子公司-自有资金）
商业模式	手续费+客户入口，确定性最高	（1）自有资金直投：IPO 前低估值进入,主动性强但周期长。（2）作为 GP 管理基金：管理费+CARRY	保荐绑定安排，被动配置，限制投行发行价格过高，绑定 IPO 价格与投行利益
收益来源	保荐承销费、财顾、再融资/并购延伸	股权升值、退出收益、管理费、Carry	上市后二级价格相对发行价涨跌
估值方式	PE 估值，轻资本手续费收入，项目储备充足，收入可持续	单项目算净资产价值（NAV），项目 NAV ≈ 持股数量×当前股价或估值-投资成本【需注意项目是自有资金还是管理基金投资，要穿透计算】	按事件投资收益看，更像带锁定期的项目期权看，已体现在券商公允价值变动损益中
主要风险	IPO 节奏、费率下行、项目质量、保荐风险与赔款	LP/GP 穿透、锁定期、退出窗口、股票成本不可得	发行估值过高、24 个月锁定期、浮盈回吐

资料来源：开源证券研究所

注：科创板实行保荐人相关子公司强制跟投制度，创业板则在未盈利、红筹、表决权差异安排或发行定价超过“四个值”孰低值等情形下触发跟投；主板 IPO 不适用保荐跟投。跟投比例按发行规模分档为 2%-5%，锁定期 24 个月

PE 直投和另类投资弹性更大，中金公司、中信建投和头部券商大投行业务收入及利润贡献突出。从收入贡献来看，2025 年中金公司和中信建投大投行业务收入占比分别为 22%、18%，其他头部券商约 15%；从利润贡献来看，中金公司大投行业务利润贡献约 19%，同比+3pct，贡献最高；中信建投、国泰海通、中信证券、华泰证券利润贡献约 15%，且同比 2024 年实现较大幅度增长，主要受益于投行业务修复以及直投、跟投利润贡献扭亏。

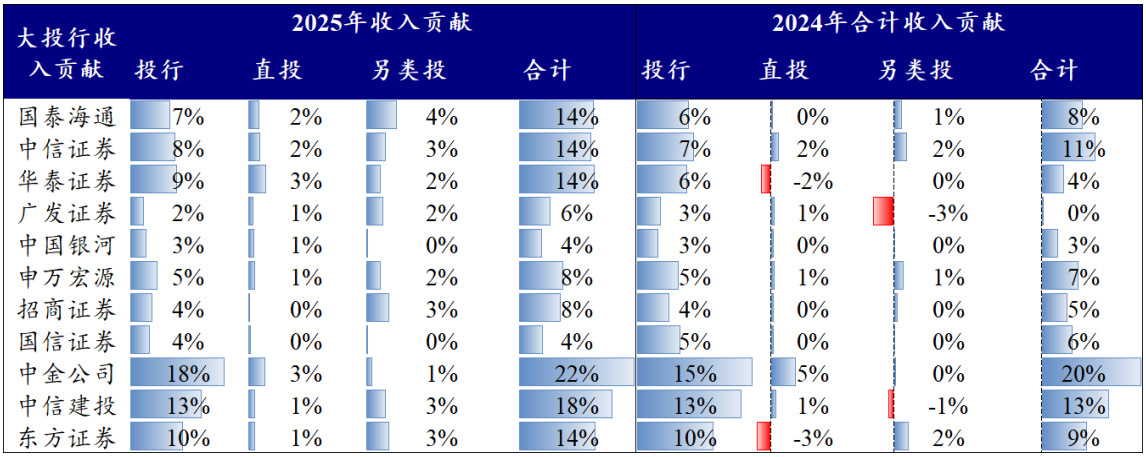
表2：2025 年头部券商大投行业务收入同比高增长

亿元	2025 年收入（亿元）				2025 年收入同比			
	投行收入	直投收入	另类投收入	合计	投行	直投	另类投	合计
国泰海通	46.57	13.23	27.67	87.47	59%	604%	411%	140%
中信证券	63.4	17.2	20.8	101.36	52%	91%	87%	64%
华泰证券	31.0	11.5	7.2	49.71	48%	扭亏	34239%	236%
广发证券	8.8	3.3	8.7	20.91	14%	100%	扭亏	2294%
中国银河	8.3	3.2	0.7	12.20	37%	208%	284%	67%
申万宏源	12.1	3.1	5.0	20.21	25%	133%	96%	49%
招商证券	10.3	0.7	8.3	19.28	20%	-24%	757%	85%
国信证券	9.0	1.1	0.6	10.63	-12%	33%	58%	-6%
中金公司	50.3	9.0	2.3	61.57	63%	-16%	315%	46%
中信建投	31.3	2.9	6.6	40.86	26%	58%	-585%	61%
东方证券	15.0	2.0	5.0	22.07	29%	-160%	91%	102%

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：头部券商大投行收入贡献增长，中金公司贡献 22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

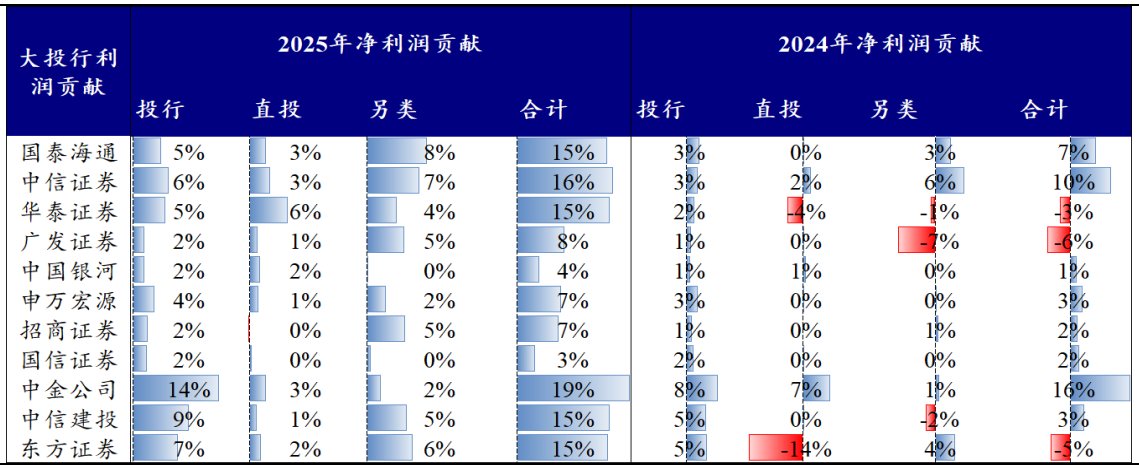
表3：2025 年头部券商大投行净利润同比高增

亿元	2025 年净利润（亿元）				2025 年净利润同比			
	投行净利润	直投净利润	另类净利润	合计	投行	直投	另类投	合计
国泰海通	12.88	7.36	20.92	28.28	203%	1652%	449%	569%
中信证券	17.53	10.0	19.9	29.88	189%	138%	64%	83%
华泰证券	8.57	10.3	6.1	16.34	181%	扭亏	扭亏	扭亏
广发证券	2.45	1.7	6.5	8.18	116%	483%	扭亏	扭亏
中国银河	2.30	2.1	0.1	2.19	160%	273%	250%	271%
申万宏源	3.36	1.3	2.2	3.53	137%	1035%	4906%	2114%
招商证券	2.84	-0.4	5.9	5.55	128%	扭亏	917%	877%
国信证券	2.49	0.3	0.5	0.75	67%	27%	35041%	216%
中金公司	13.92	2.6	1.7	4.27	209%	-35%	348%	-1%
中信建投	8.66	1.0	4.7	5.73	139%	614%	扭亏	扭亏
东方证券	4.15	1.0	3.3	4.25	144%	-121%	155%	扭亏

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投行业务净利润未披露，我们计算三中+国泰海通投行业务分部的营业利润率的中位数*（1-25%所得税）作为投行业务净利率，2024 年投行净利率 15%，2025 年为 28%（2020-2022 年投行大年净利率在 36%-42%水平）。

图2：头部券商大投行利润贡献增长，中金公司贡献 19%

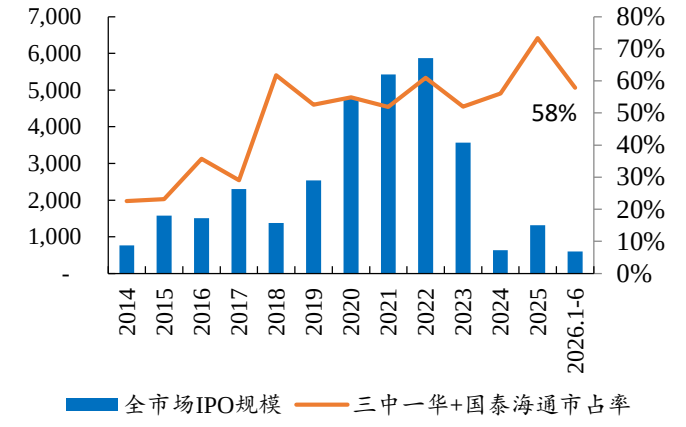


数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

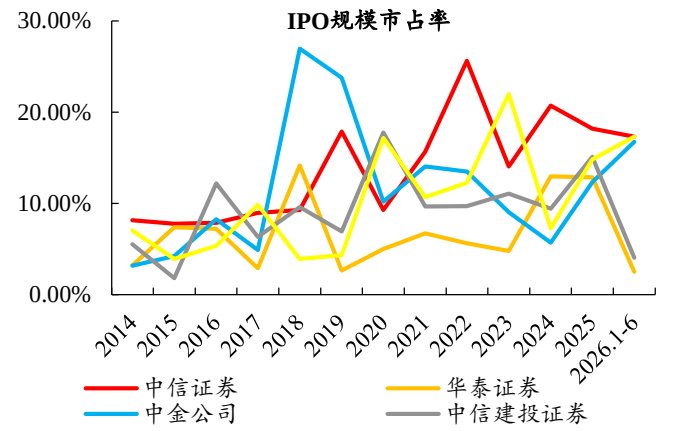
投行业务空间广阔，头部集中趋势明确，利润率仍有修复空间。2025 年全市场 IPO 规模 1318 亿元，为 2022 年峰值 5869 亿元的 22%，仍处于上一轮高景气周期后的低位区间。与此同时，IPO 项目继续向头部机构集中，三中一华及国泰海通市占率明显提升。经历 2020-2022 年投行大年后，头部券商投行人员和业务体系明显扩张；2023 年监管趋严后，收入阶段性承压而成本相对刚性，2024 年营业利润率降至低位。2025 年伴随 IPO 和再融资收入修复，头部券商投行业务营业利润率回升至 37%，但距离 2020-2021 年约 50%的高景气水平仍有提升空间。

图3：全市场 IPO 规模来看，2025 年是 2022 峰值的 22%



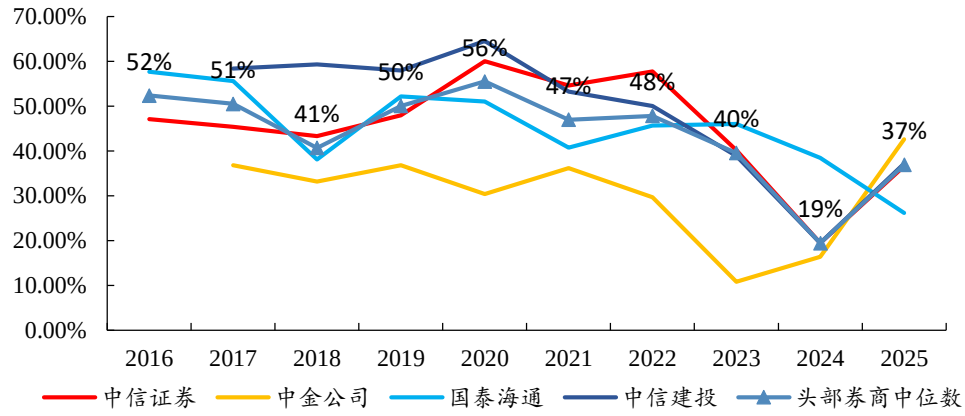
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：头部券商 IPO 市占率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：投行分部营业利润率历史在 40-50%，2023 年监管加强后利润率下降明显



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：华泰证券分部报告非单独投行分部，而是机构与投行，因此未列示；需注意各家投行分部不完全一致（部分含跟投投资收益），仅供参考

PE 子公司方面，头部 ROE 优于行业，商业模式兼具管理费稳定性与项目退出弹性，优于单纯另类投资。PE 子公司通过 GP 出资和外部 LP 募资形成基金管理平台，收益来源包括管理费、业绩报酬（Carry）、自有出资收益和项目退出收益，稳定性好于单纯自有资金投资。中信证券、华泰证券、国泰海通、中金公司等头部机构在 AUM、项目储备、产业认知和退出能力方面具备优势，体现券商“资产投行”能力。长江证券直投子公司深度绑定地方产业基金和长江经济带产业资源，具备一定区域产业映射价值。

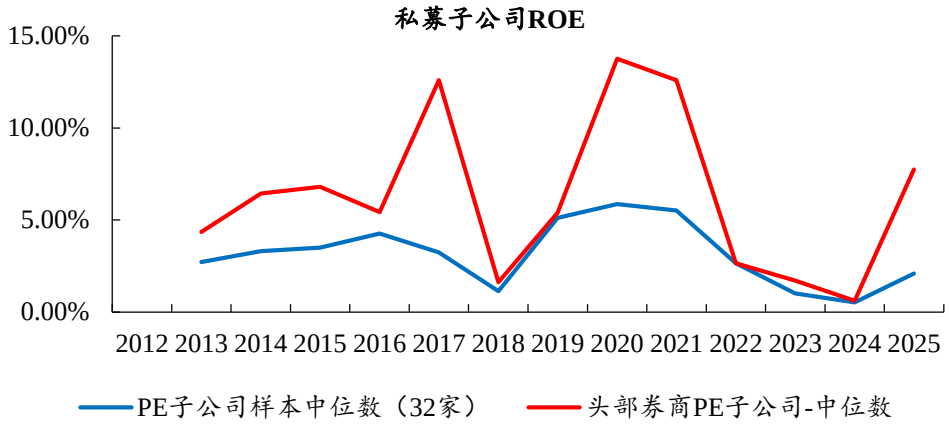
下载日志已记录，仅供内部参考

图6：2025 年头部券商及长江证券 PE 子公司 ROE 较高

2025A	直投子公司	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润	净资产占比	营业收入占比	净利润占比	直投子公司ROE
国泰海通	海通开元	55.00	91.78	83.50	10.88	6.60	2.4%	1.7%	2.3%	7.9%
	国君创投	75.00	83.64	80.42	2.35	0.76	2.3%	0.4%	0.3%	1.0%
中信证券	金石投资	21.00	161.05	98.37	17.19	10.02	3.0%	2.3%	3.2%	9.7%
华泰证券	华泰紫金	60.00	120.20	103.39	11.49	10.28	5.0%	3.2%	6.3%	10.3%
广发证券	广发信德	28.00	49.40	45.43	3.32	1.70	2.8%	0.9%	1.1%	3.8%
中国银河	银河源汇	50.00	51.99	46.02	3.17	2.05	3.1%	1.1%	1.6%	4.6%
申万宏源	申万投资	10.00	10.80	10.18	0.43	-0.11	0.7%	0.2%	-0.1%	-1.1%
申万宏源	宏源汇富	5.00	8.06	7.10	2.67	1.42	0.5%	1.1%	1.3%	22.1%
招商证券	招商致远	21.00	36.32	21.58	0.69	-0.35	1.6%	0.3%	-0.3%	-1.6%
国信证券	国信弘盛	28.06	36.11	31.18	1.07	0.30	2.4%	0.4%	0.3%	1.0%
中金公司	中金资本	20.00	72.55	34.44	8.95	2.57	2.8%	3.1%	2.6%	7.7%
中信建投	中信建投资本	35.00	47.99	27.28	2.93	1.00	2.3%	1.3%	1.1%	3.7%
东方证券	东证资本	30.00	33.31	32.87	2.02	0.98	4.0%	1.3%	1.7%	2.6%
光大证券	光大资本	40.00	16.16	-11.24	-2.60	-2.38	-1.5%	-2.4%	-6.3%	
兴业证券	兴业创新	25.00	30.45	11.26	0.83	0.15	1.7%	0.7%	0.4%	1.3%
国联证券	国联通宝	6.00	4.95	2.53	0.24	0.00	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%
中泰证券	中泰资本	22.20	20.44	20.31	0.39	0.06	3.8%	0.3%	0.3%	0.3%
方正证券	方正和生	20.00	27.29	25.76	0.84	-0.31	5.0%	0.8%	-0.8%	-1.2%
浙商证券	浙商资本	5.00	4.10	2.20	0.09	-0.01	0.5%	0.1%	0.0%	-0.4%
东吴证券	东吴创投	12.00	12.18	11.17	0.58	0.08	2.6%	0.6%	0.2%	0.6%
长江证券	长江成长	28.00	20.57	19.68	3.68	2.22	4.7%	3.5%	6.0%	11.9%
国元证券	国元股权	10.00	17.90	15.22	0.93	0.38	4.0%	1.5%	1.6%	2.5%
财通证券	财通资本	17.00	20.80	18.53	0.98	0.32	4.9%	1.4%	1.2%	2.1%
国金证券	国金鼎兴	13.00	15.75	13.54	-0.52	-0.62	3.8%	-0.6%	-2.7%	-4.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：头部券商 PE 子公司 ROE 优于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括中信证券、国泰海通、华泰证券、中金公司、广发证券、中信建投、东方证券的子公司

另类投资方面，头部 ROE 优于行业，但稳定性弱于投行业务和 PE 子公司。2025 年华泰创新、中信建投投资、中信证券投资、招商投资等 ROE 表现较好，反映头部机构自有资金投资能力更强。另类投资利润弹性较强，收益主要来自保荐跟投、Pre-IPO、自有资金股权投资及公允价值变动，但受市场波动、项目退出节奏和锁定期影响较大，稳定性弱于投行业务和 PE 管理费收入。

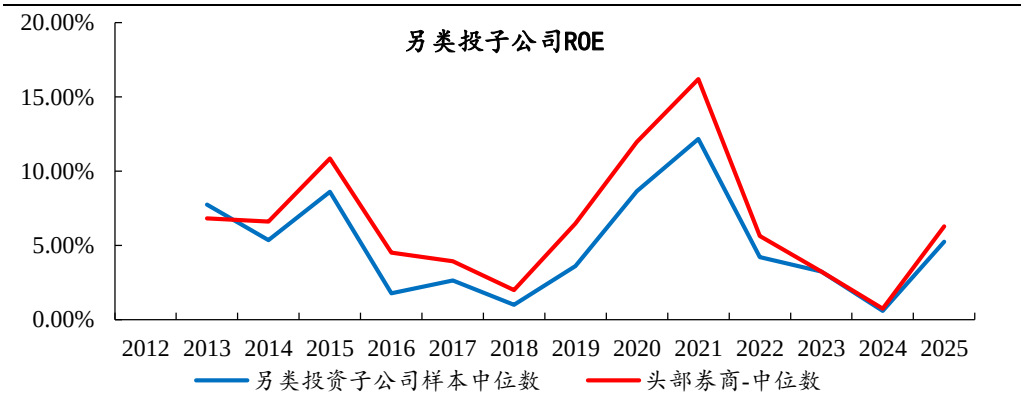
下载日志已记录，仅供内部参考

图8：2025 年头部券商及国联证券、长江证券另类投子公司 ROE 较高

2025A	另类投资子公司	注册资本	总资产	净资产	收入	净利润	净资产占比	营业收入占比	净利润占比	另类投子公司ROE
国泰海通	海通创新	115.00	207.58	205.36	16.09	12.64	5.93%	2.55%	4.33%	6.2%
	国泰君安证裕	45.00	80.50	71.79	11.58	8.28	2.07%	1.83%	2.84%	12.2%
中信证券	中信投资	130.00	226.51	201.52	20.81	19.86	6.19%	2.78%	6.40%	8.6%
华泰证券	华泰创新	35.00	49.47	42.55	7.23	6.06	2.06%	2.02%	3.70%	15.1%
广发证券	广发乾和	71.04	111.44	106.39	8.75	6.48	6.55%	2.47%	4.33%	6.3%
中国银河	银河创新	15.00	17.79	16.71	0.73	0.14	1.13%	0.26%	0.11%	0.8%
申万宏源	宏源汇智	20.00	62.99	22.50	3.08	0.99	1.61%	1.27%	0.94%	4.5%
申万宏源	申万创新	25.00	29.89	29.43	1.89	1.23	2.10%	0.78%	1.17%	4.3%
招商证券	招商投资	101.00	105.06	98.50	8.31	5.90	7.14%	3.33%	4.79%	6.0%
国信证券	国信资本	30.00	51.19	49.35	0.56	0.45	3.75%	0.23%	0.41%	0.9%
中金公司	中金浦成	60.00	69.73	42.24	2.31	1.71	3.40%	0.81%	1.74%	4.1%
中信建投	中信建投投资	61.00	62.25	55.52	6.64	4.73	4.66%	2.85%	5.00%	8.5%
东方证券	东证创新	85.00	98.14	93.93	5.03	3.27	11.36%	3.28%	5.80%	3.6%
光大证券	光大富尊	20.00	19.87	18.48	0.21	-0.45	2.54%	0.19%	-1.20%	-2.4%
兴业证券	兴证投资	90.00	64.30	64.04	1.42	0.94	9.60%	1.20%	2.53%	1.5%
国联证券	国联创新	5.00	1.42	1.39	0.08	0.14	0.26%	0.11%	0.67%	10.2%
中泰证券	中泰创业投资	40.00	53.94	50.31	0.29	0.37	9.52%	0.25%	2.20%	0.7%
方正证券	方正投资	15.00	16.19	15.71	0.87	0.28	3.06%	0.83%	0.71%	1.8%
浙商证券	浙商投资	10.00	7.19	7.07	0.28	0.15	1.49%	0.32%	0.51%	2.2%
东吴证券	东吴创新	54.00	57.73	56.91	3.97	2.82	13.00%	4.40%	7.90%	5.0%
长江证券	长江创新	50.00	45.29	39.74	5.92	4.06	9.46%	5.62%	10.96%	10.9%
国元证券	国元创新	15.00	43.18	37.32	2.86	1.92	9.78%	4.58%	7.90%	5.3%
财通证券	财通创新	50.00	63.46	60.51	3.58	2.90	15.99%	5.17%	11.03%	4.8%
国金证券	国金创新	20.00	20.04	19.87	1.36	1.01	5.57%	1.60%	4.43%	5.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：头部另类投子公司 ROE 优于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括中信、国泰海通、华泰、中金、广发、建投、东方的子公司

3、 长鑫科技测算：承销收入具备确定性，直投/跟投放大弹性

长鑫科技是国内领先的 DRAM 存储芯片研发、设计、制造一体化企业，已形成 DDR、LPDDR 等多元化产品体系，产品广泛应用于服务器、移动设备、个人电脑和智能汽车等领域。根据招股书，按产能、出货量及销售额计算，公司已成为国内第一、全球第四的 DRAM 厂商。公司拟募资总额 295 亿元，募资规模位居科创板设立以来第二，仅次于中芯国际。长鑫科技总部位于安徽合肥，受益于合肥地方政府在集成电路产业上的资本投入、产业招商和配套支持，是“合肥模式”培育战略性新兴产业的代表案例。

下载日志已记录，仅供内部参考

当前 AI 算力需求快速增长，带动服务器及数据中心存储需求提升，叠加全球主要厂商产能调配导致 DRAM 供给紧张，公司 DDR 系列和 LPDDR 系列产品供需关系明显改善，价格进一步上升。由于长鑫科技首发规模大、产业地位突出、市场关注度高，且涉及承销保荐、保荐跟投和券商直投等多条业务链，因此我们选择长鑫科技作为券商大投行业务链条弹性的测算样本。

投行端主要赚取承销费，核心价值是客户入口以及产业客户的持续绑定。我们按 1.2%/1.5%/2.0%的承销费率测算，长鑫科技总承销保荐费约 3.5/4.4/5.9 亿元。若两家主承销商大致均分，中金公司和中信建投单家保荐承销收入约 1.8/2.2/3.0 亿元。承销保荐收入确定性较高，但相较直投和跟投，对券商当期利润弹性的贡献更偏稳健，但其战略价值在于提供优质资产入口和产业客户黏性，是券商参与科技资产证券化、获取投资机会并延展综合金融服务的基础能力；在 IPO 景气修复和头部集中趋势下，投行业务更多体现为长期 ROE 中枢抬升的底层抓手，而非单一承销收入弹性。

表4：中金公司、中信建投单家约获 1.8/2.2/3.0 亿元保荐收入

【投行保荐费收入】	费率	总保荐费用	单家保荐费（中金、建投）
保守	1.2%	3.54 亿	1.77 亿
中性	1.5%	4.42 亿	2.21 亿
乐观	2.0%	5.90 亿	2.95 亿

数据来源：Wind、开源证券研究所

跟投端受益于上市后二级市场涨幅。假设发行价 3.5 元/股，发行股份按上限预测，对应募集资金 372 亿元，超募 27%，单家跟投金额按 2%跟投比例计算为 7.44 亿元。在 1.5/2.0/2.5/3.0 万亿元市值假设下，单家投行跟投浮盈约 38/53/68/83 亿元。需要注意的是，跟投收益存在锁定期，且受发行估值、二级市场表现和公允价值变动影响，最终利润贡献节奏存在不确定性。

表5：预计中金公司和中信建投单家跟投金额为 7.44 亿元

【发行价格和跟投金额】	测算
发行价	3.5 元/股
发行股数	106.22 亿股
募资规模	**371.77 亿元**
较 295 亿拟募资超募	**76.77 亿元**
超募比例	**27%**
单家跟投金额（2%）	7.44 亿元

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：发行价尚未确定，假设 3.5 元/股，发行股份数按上限测算，预计募资金额超募 27%，以此测算券商跟投获配金额 7.4 亿元

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：1.5-3 万亿市值假设下，预计跟投券商浮盈 38-83 亿元

【跟投浮盈测算】长鑫市值预测	跟投浮盈（亿元）（单家 7.44 亿获配额度）	对应二级市场股价涨幅
1.5 万亿	37.58	505%
2.0 万亿	52.58	707%
2.5 万亿	67.59	908%
3.0 万亿	82.60	1110%

数据来源：Wind、开源证券研究所

直投端弹性更大，主要来自 IPO 前估值与上市后市值之间的跃迁。我们以长鑫科技上市后 1.5/2.0/2.5/3.0 万亿元市值情景进行测算，并参考 2024 年 12 月碧桂园出售长鑫科技 1.56%股份、交易对价 20 亿元所隐含的约 1282 亿元估值，统一作为上市前估值参考。直投收益测算采用“上市后股价×上市后股份数－上市前股价×上市前股份数”的方式。需注意，各家券商进入时间、持股成本、经济权益穿透和基金费用安排存在差异，测算结果主要反映理论持股价值弹性，并不等同于当期确认利润。招商证券、华安证券穿透后直投持有长鑫科技股份数在券商中最多，直投弹性最大。

表7：穿透后，招商证券和华安证券直投持有长鑫科技股份数较多

券商	持股主体	持股主体持股数量（披露值，万股）	持股主体持股比例（占发行前）	穿透到证券公司的路径说明	穿透比例（公式）	穿透到券商的持股数量（万股）	占发行前股份比例	占发行后股份比例
招商证券	招证投资	32,371.36	0.54%	招商证券→招证投资100%→长鑫科技0.54%	100.00%	32,371.36	0.538%	0.4571%
招商证券	中安招商基金	46,798.79	0.78%	招商证券→招商致远资本100%→中安招商基金26.27%→长鑫科技0.78%	26.27%	12,294.04	0.204%	0.1736%
招商证券	安徽交控	29,108.79	0.48%	（1）招商证券→招商致远资本100%→安徽交控招商产业基金19.3%→长鑫科技0.48%（2）招商证券→招商致远资本100%→徽道招商70%→安徽交控1%→长鑫科技0.48%	20.00%	5,821.76	0.097%	0.0822%
招商证券	**招商证券小计**			—		**50,487.16**	**0.839%**	**0.7129%**
华安证券	安华创新	45,065.71	0.75%	（1）华安证券→华富瑞兴100%→安华创新30%→长鑫科技0.75%（2）华安证券→华安嘉业100%→安华创新20%→长鑫科技0.75%	50.00%	22,532.86	0.374%	0.3182%
华安证券	大基金二期	525,607.38	8.73%	华安证券→华安嘉业100%→安徽皖投安华20.00%→大基金二期3.67%→长鑫科技8.73%	0.73%	3,857.96	0.064%	0.0545%
华安证券	**华安证券小计**			—		**26,390.81**	**0.438%**	**0.3727%**
中信建投	鑫芯励润	63,977.53	1.06%	中信建投→中信建投投资100%→水木鑫欣26.5721%→鑫芯励润52.3358%→长鑫科技1.06%	13.91%	8,897.18	0.148%	0.1256%
中信建投	**中信建投小计**			—		**8,897.18**	**0.148%**	**0.1256%**
广发证券	广州信德	16,765.02	0.28%	广发证券→广发信德100%→广州信德36.83%（多层穿透）→长鑫科技0.28%	36.83%	6,174.56	0.103%	0.0872%
广发证券	**广发证券小计**			—		**6,174.56**	**0.103%**	**0.0872%**
国泰海通	海通徽银	28,562.97	0.47%	国泰海通→海通开元100%→海通徽银20.00%→长鑫科技0.47%	20.00%	5,712.59	0.095%	0.0807%
国泰海通	**国泰海通小计**			—		**5,712.59**	**0.095%**	**0.0807%**
方正证券	和壮高新	7,662.86	0.13%	方正证券→方正和生→和壮高新19.96%→长鑫科技0.13%	19.96%	1,529.51	0.025%	0.0216%
方正证券	鑫芯励润（经和壮高新）	63,977.53	1.06%	方正证券→方正和生→和壮高新19.96%→鑫芯励润21.09%→长鑫科技1.06%	4.21%	2,693.18	0.045%	0.0380%
方正证券	**方正证券小计**			—		**4,222.68**	**0.070%**	**0.0596%**
中金公司	中金共赢	19,041.98	0.32%	（1）中金公司→中金资本100%→中金共赢1.8179%→长鑫科技；（2）中金资本100%→中金启融0.04%→中金共赢54.5355%→长鑫科技	1.84%	350.32	0.006%	0.0049%
中金公司	北京君联	11,774.27	0.20%	中金公司→中金资本100%→中金启融0.04%→北京君联1.99%→长鑫科技0.20%	0.0008%	0.09	0.000002%	0.000001%
中金公司	华芯科泰	39,883.15	0.66%	中金公司及下属企业→华芯科泰→长鑫科技；招股书披露	0.11%	42.13	0.0007%	0.0006%
中金公司	**中金公司小计**			—		**392.55**	**0.007%**	**0.0055%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：招商证券穿透持股对应直投收益为 95.8、131.3、166.8、202.3 亿元

公司	穿透后持股数（万股）	直投收益（亿元）			
		1.5 万亿	2.0 万亿	2.5 万亿	3.0 万亿
招商证券	**50,487**	96.2	131.8	167.5	203.1
华安证券	**26,391**	50.3	68.9	87.5	106.2
中信建投	**8,897**	17.0	23.2	29.5	35.8
广发证券	**6,175**	11.8	16.1	20.5	24.8
国泰海通	**5,713**	10.9	14.9	19.0	23.0
方正证券	**4,223**	8.0	11.0	14.0	17.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：**（1）上市后估值：**长鑫 2026 中报净利润指引 500 亿，假设全年 1000 亿净利润，15/20/25/30 倍 PE 对应 1.5/2.0/2.5/3.0 万亿市值；**（2）上市前估值：**2024 年 12 月碧桂园出售长鑫科技的 1.56%股份，20 亿元，估值对应 1282 亿；（3）直投收益=上市后股价*上市后股份数-上市前股价*上市前股份数。**需注意，各家上市前进入时间不同，股价成本不同，无法拆分。上市前股价统一以 2024 年 12 月估值计算。预计直投跟投在股票解锁前打 4-6 折计入公允价值变动损益，直投锁定 1 年，跟投锁定 2 年。**（4）假设发行股份数 106 亿股（上限）。

综合承销、跟投和直投链条，招商证券、中信建投、华安证券、中金公司理论收益及浮盈弹性较为突出。**2 万亿假设下，相关券商直投+跟投收益为：招商证券 132 亿、中信建投 76 亿、华安证券 69 亿、中金公司 54 亿、广发证券 16 亿、国泰海通 15 亿、方正证券 11 亿。**其中，中金公司和中信建投作为保荐机构，受益链条涵盖承销保荐、战略跟投及相关直投；华安证券、招商证券主要体现为直投持股价值重估；国泰海通、广发证券亦具备一定直投弹性。**2026 年 5 月 17 日长鑫科技更新招股书，是相关券商标的市场关注度提升的重要催化**。

表9：招商证券、中信建投、华安证券直投+跟投收益领先

公司	券商 2025 年净利润（亿元）	直投+跟投合计收益（亿元）				本轮起涨前市值（5.15）
		1.5 万亿	2.0 万亿	2.5 万亿	3.0 万亿	
招商证券	123.5	96.2	131.8	167.5	203.1	1,373
中信建投	94.39	54.5	75.8	97.1	118.4	1,720
华安证券	21.08	50.3	68.9	87.5	106.2	287
中金公司	97.91	38.3	53.6	68.9	84.2	1,624
广发证券	137.02	11.8	16.1	20.5	24.8	1,560
国泰海通	278.09	10.9	14.9	19.0	23.0	2,722
方正证券	39.7	8.0	11.0	14.0	17.0	577

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述直投跟投收益并不在当期反映完全体现在利润表，由于股票锁定期原因，当期会有一定折扣，仅供参考。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 头部券商项目储备占优，硬科技 IPO 推动高景气延续

头部券商参与 IPO 项目数量较多，且在科创项目储备和拟募资规模方面具备明显优势。从非北交所 IPO 项目单数看，2025 年至 2026 年 5 月，中信证券和国泰海通均为 23 单，位于行业前两名，其次为中金公司、中信建投和华泰证券。从非北交所 IPO 融资规模及科创板 IPO 规模看，中信证券明显领先，国泰海通、中金公司、中信建投和华泰证券亦位居前列，头部券商在硬科技项目储备、销售定价能力和综合服务能力方面优势突出。

表10：中信证券参与科创板 IPO 12 单，募资总额 234 亿元，行业排名第一

序号	主承销商	合计 IPO 单数	非北交所项目单数	北交所项目单数	科创板项目单数	募集资金总额（亿元）	非北交所项目募集总额（亿元）	科创板项目募集总额（亿元）	科创板跟投金额（亿元）
1	中信证券	25	23	2	12	357	354	234	6.5
2	国泰海通	31	23	8	6	277	249	59	2.6
3	中金公司	16	15	1	6	215	213	78	1.9
4	中信建投	16	13	3	6	245	238	85	2.9
5	华泰证券	11	9	2	2	156	141	46	1.2
6	招商证券	11	7	4	0	106	90	-	-
7	申万宏源	8	6	2	1	53	48	4	-
8	广发证券	4	4	0	1	22	22	8	0.4
9	国联民生	4	4	0	0	40	40	-	-
10	中泰证券	4	3	1	2	31	28	9	0.4
11	东方证券	5	3	2	0	30	24	-	-
12	西南证券	3	3	0	0	17	17	-	-
13	国投证券	6	3	3	1	41	34	14	0.6
14	东兴证券	5	3	2	0	27	23	-	-
15	国金证券	9	2	7	0	31	8	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据统计的时间周期 2025 年至 2026 年 5 月 IPO 数据（上市口径）

下载日志已记录，仅供内部参考

从科创项目储备看，中信证券、国泰海通、中金公司、华泰证券、中信建投在科创板项目储备数量和拟募资规模上排名靠前。跟投金额预测方面，中金公司、中信证券、中信建投领先。随着硬科技 IPO 恢复推进，投行储备强的券商有望率先受益于承销保荐收入修复，而跟投浮盈较高的券商在科技板块上涨阶段具备更强短期业绩弹性。

图10：头部券商 IPO 项目储备优势显著

序号	保荐机构	储备量合计	报审家数(按上市板)			全部储备项目拟募资金额（亿元）	非北交所储备项目拟募资金额（亿元）	科创板储备项目拟募资金额（亿元）	科创板储备项目跟投金额预测（亿元）
			非北交所合计↓	北交所	科创板				
1	中信证券	35	**25**	10	10	689	638	212	6.17
2	国泰海通	36	**19**	17	9	363	283	147	4.79
3	中金公司	24	**19**	5	6	764	744	304	7.17
4	华泰证券	19	**18**	1	7	227	222	110	3.94
5	中信建投	27	**11**	16	5	362	293	205	5.07
6	广发证券	13	**6**	7	2	155	131	22	0.96
7	东方证券	12	**5**	7	1	92	63	21	0.63
8	光大证券	9	**4**	5	1	56	33	6	0.32
9	招商证券	7	**4**	3	2	51	31	19	0.83
10	国联民生	12	**3**	9	1	68	37	20	0.60
11	国信证券	9	**3**	6	0	37	19	-	-
12	长江证券	7	**3**	4	1	81	65	50	1.00

注：数据来源Wind，数据截至2026.5.29；科创板跟投金额预测按照拟募资金额*跟投比例，涉及项目有多个保荐人的，拟募资金额按保荐人数量做算术平均分配。

数据来源：Wind、开源证券研究所

从保荐跟投浮盈看，头部券商已形成较为可观的账面收益。2024 年 5 月 29 日至 2026 年 5 月 29 日，中信证券、国泰海通、中信建投、中金公司、华泰证券等保荐跟投主体累计获得较高浮盈。该类浮盈受二级市场波动影响较大，但在科技股上涨和硬科技 IPO 密集推进阶段，对券商利润弹性的边际贡献更为明显。**大普微在 2026Q2 上市，国泰海通保荐因此跟投了大普微，并通过海通创新进行了直投；招商证券亦通过直投持有大普微 2%以上股份，预计两公司二季度业绩弹性受益于大普微股价上涨。**

表11：历史跟投收入可观，头部券商优势突出

跟投收益 2024.6.1-2026.6.1	获配投入资金(亿元)-2024.6.1 以来	浮盈（亿元）
中信证券	7.1	31.7
国泰海通	4.2	18.8
中信建投	3.5	13.3
中金公司	2.5	12.2
华泰证券	1.8	7.9
中泰证券	0.9	6.2
天风证券	0.75	3.39
招商证券	0.7	3.3
东吴证券	0.43	1.07
广发证券	0.44	0.77
国金证券	0.4	0.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

市场高度关注的存储企业长鑫科技和长江存储均涉及中信建投保荐，是其近期市场关注度提升的重要原因之一。长江存储公开信息有限，但从股权关系和注册地映射看，大基金二期持有长江存储 11.3761%股权，华安证券通过 PE 子公司华安嘉业间接持有相关基金份额，存在一定穿透映射；长江存储注册地位于湖北，长江证券具备一定区域产业映射逻辑。需要注意的是，相关映射仍需结合持股主体、经济权益穿透和上市进度进一步验证。

表12：长鑫科技和宇树科技等明星 IPO 项目将登录科创板，券商跟投受益

序号	企业名称	拟募集资金(亿元)↓	拟上市板	审核状态	Wind 行业	保荐机构	企业注册地	最新一年净利润(亿元)
1	长鑫科技集团股份有限公司	295.0	科创板	证监会注册	计算机、通信和其他电子设备制造业	中金公司 中信建投	安徽	18.7
2	中电建新能源集团股份有限公司	90.0	上证主板	已问询	电力、热力生产和供应业	中金公司	北京	19.9
3	超聚变数字技术股份有限公司	80.0	创业板	已问询	计算机、通信和其他电子设备制造业	中信证券	河南	10.3
4	蓝箭航天空间科技股份有限公司	75.0	科创板	中止审查	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	中金公司	北京	-8.8
5	粤芯半导体技术股份有限公司	75.0	创业板	报送证监会	计算机、通信和其他电子设备制造业	广发证券	广东	-23.5
6	杭州海康机器人股份有限公司	60.0	创业板	已回复(第二次)	通用设备制造业	中信证券	浙江	6.4
7	上海燧原科技股份有限公司	60.0	科创板	报送证监会	软件和信息技术服务业	中信证券	上海	-11.6
8	上海超硅半导体股份有限公司	49.7	科创板	中止审查	计算机、通信和其他电子设备制造业	长江证券	上海	-13.0
9	宇树科技股份有限公司	42.0	科创板	报送证监会	计算机、通信和其他电子设备制造业	中信证券	浙江	2.8
10	深圳嘉立创科技集团股份有限公司	42.0	深证主板	证监会注册	计算机、通信和其他电子设备制造业	国泰海通	深圳	13.1
11	中科宇航技术股份有限公司	41.8	科创板	已问询	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	国泰海通	广东	-8.6
12	上海兆芯集成电路股份有限公司	41.7	科创板	已回复(第二次)	计算机、通信和其他电子设备制造业	国泰海通	上海	-10.3
13	宁波力勤资源科技股份有限公司	40.5	深证主板	已回复	有色金属冶炼和压延加工业	中金公司	宁波	28.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：时间截至 2026.06.18。

表13：中信证券、中信建投为长江存储保荐人，长江存储注册地位于湖北，长江证券或受益

最新公告日	企业名称	拟上市板	审核状态	省份	城市	保荐机构
2026-05-29	杭州朗迅科技股份有限公司		辅导验收通过	浙江省	杭州市	广发证券
2026-05-29	MiniMax Group Inc.		辅导备案登记受理			中信证券
2026-05-29	江苏鲁汶仪器股份有限公司		辅导验收通过	江苏省	徐州市	中信证券

下载日志已记录，仅供内部参考

最新公告日	企业名称	拟上市板	审核状态	省份	城市	保荐机构
2026-05-29	宝鸡西工钛科技股份有限公司		辅导验收通过	陕西省	宝鸡市	国金证券
2026-05-28	中山百灵生物技术股份有限公司		辅导验收通过	广东省	中山市	申万宏源
2026-05-28	安世亚太科技股份有限公司		辅导备案登记受理	北京	北京市	招商证券
2026-05-28	广东高云半导体科技股份有限公司		辅导备案登记受理	广东省	广州市	国泰海通
2026-05-27	山东汇川精密科技股份有限公司	创业板	辅导验收通过	山东省	济宁市	平安证券
2026-05-27	四川腾盾科创股份有限公司		辅导验收通过	四川省	成都市	中金公司
2026-05-27	深圳市普铭航空技术股份有限公司		辅导验收通过	广东省	深圳市	国信证券
2026-05-23	安闻科技集团股份有限公司		辅导验收通过	河北省	廊坊市	广发证券
2026-05-22	苏州科润新材料股份有限公司	科创板	辅导验收通过	江苏省	苏州市	国联民生
2026-05-22	宸芯科技股份有限公司	创业板	辅导工作完成	山东省	青岛市	中信建投
2026-05-20	广东东博智能装备股份有限公司		辅导备案登记受理	广东省	东莞市	国联民生
2026-05-20	苏州法特迪科技股份有限公司		辅导验收通过	江苏省	苏州市	中信证券
2026-05-19	长江存储控股股份有限公司		辅导备案登记受理	湖北省	武汉市	中信证券、中信建投
2026-05-15	浙江长龙航空股份有限公司		辅导验收通过	浙江省	杭州市	华泰证券
2026-05-13	珠海趣印科技股份有限公司		辅导备案登记受理	广东省	珠海市	中信证券
2026-05-12	云尖信息技术股份有限公司		辅导备案登记受理	浙江省	杭州市	中信证券
2026-05-10	深圳市维度科技股份有限公司		辅导验收通过	广东省	深圳市	招商证券
2026-05-10	深圳市安仕新能源科技股份有限公司		辅导验收通过	广东省	深圳市	国联民生
2026-05-08	度亘核芯光电技术(苏州)股份有限公司		辅导验收通过	江苏省	苏州市	国泰海通
2026-05-08	苏州英特模科技股份有限公司		辅导验收通过	江苏省	苏州市	华泰证券
2026-05-07	昆仑芯(北京)科技股份有限公司		辅导备案登记受理	北京	北京市	中金公司
2026-05-01	浙江金连接科技股份有限公司		辅导验收通过	浙江省	嘉兴市	长江证券

资料来源：Wind、开源证券研究所

5、 投资结论

头部券商估值仍处历史低位，安全边际较强。二季度以来 IPO 发行及上市节奏提速，优质科技资产供给持续增加，券商大投行业务链条全面受益；同时，市场交投活跃、投资收益改善、行业资金面及再融资压力缓解，二季度业绩有望延续高增长。当前板块估值修复不仅来自交易量改善，更来自科技资产证券化提速背景下大投行业务链条的价值重估。

我们认为，本轮大投行主线具备短期业绩弹性、中期项目储备和长期 ROE 中枢上移三重逻辑。短期看，长鑫科技等大型硬科技 IPO 有望贡献承销收入、直投持股价值重估和保荐跟投浮盈；中期看，长江存储、宇树科技等硬科技 IPO 储备有望延续投行业务景气；长期看，投行业务作为产业客户入口，有望带动再融资、并购、做市、机构交易、财富管理和海外业务协同发展，成为头部券商 ROE 中枢上行的重要成长主线。重点推荐投行综合实力领先、业务协同能力突出的国泰海通、中信证券、中金公司 H、华泰证券，受益标的中信建投、华安证券、招商证券、长江证券。

下载日志已记录，仅供内部参考

表14：受益标的估值表

代码	简称	评级	总市值（亿元）	归母净利润(亿元))		归母净利润 YOY		PB-LF	市盈率 P/E	
			2026/6/29	2025A	2026E	2025A	2026E	2026/6/29	2025A	2026E
601688.SH	华泰证券	买入	1,765	163.8	199.4	7%	22%	0.99	10.77	8.85
601211.SH	国泰海通	买入	3,046	278.1	263.3	114%	-5%	0.93	10.95	11.57
600030.SH	中信证券	买入	3,936	300.8	346.8	39%	15%	1.38	13.09	11.35
000776.SZ	广发证券	买入	1,615	137.0	171.8	42%	25%	1.17	11.79	9.40
3908.HK	中金公司	买入	845	97.9	122.7	72%	25%	0.84	8.63	6.89
600909.SH	华安证券	未评级	451	21.1	24.8	42%	18%	1.71	21.38	18.17
600999.SH	招商证券	未评级	1,616	123.5	141.0	19%	14%	1.30	13.08	11.46
000783.SZ	长江证券	未评级	432	37.0	43.8	101%	18%	1.23	11.70	9.87

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：华安证券、招商证券、长江证券使用万得一致预测，其余预期来自开源证券研究所。

6、 风险提示

（1）市场大幅波动风险。若市场风险偏好下降、科技板块估值回调或新股发行环境转弱，可能压低 IPO 定价，影响项目承销、跟投及直投收益。

（2）大型科技企业 IPO 进度不及预期。若审核、注册、发行节奏放缓，或受市场环境、监管政策及发行估值等因素影响推迟上市，券商承销收入、跟投收益及直投退出节奏可能低于预期。

（3）股权投资收益存在不确定性。直投、私募股权投资及科创板跟投收益受上市估值、持股成本、锁定期、减持安排和二级市场波动影响，项目估值回落可能带来公允价值损失。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn