下载日志已记录，仅供内部参考

短期演绎强周期，综合优势赋能成长

投资银行业与经纪业

■ 券商科创投资业务专题

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
吴浩东(分析师)	010-83939780	wuhaodong@gtht.com	S0880524070001
张轩铭(分析师)	021-38038437	zhangxuanming@gtht.com	S0880526020001

评级： 增持

相关报告

投资银行业与经纪业《科创投资之外，关注国际业务和财富管理超预期》2026.09.06

投资银行业与经纪业《合理调整投资者门槛，引导私募基金健康发展》2026.09.06

投资银行业与经纪业《二季度居民重点增配债基，增配权益仍需观察》2026.08.17

投资银行业与经纪业《一二级市场景气共振，港交所基本面稳步向上》2026.07.23

投资银行业与经纪业《居民配置仍以固收类产品为主，增配权益待行情催化》2026.07.20

本报告导读：

基于拟 IPO 项目参投拆解以及海外对标，我们认为 1）本轮科创投资浮盈兑现体现较强周期性，且更多是少数券商受益，更看好具备全业务链优势、持续性更强的头部券商；2）高盛等国际投行自营股权投资盈利波动极大，近年逐步压缩表内敞口、转向表外收费模式，国内券商科创自营投资的成长性仍待时间见证。

投资要点：

- 2025 年下半年以来，双创板块 IPO 逐步回暖，券商在前期投入的一级市场科创项目集中进入兑现窗口，形成数百亿级浮盈。本报告试图回答市场关心的两个问题：**1、部分重点项目上市之后，短期能释放的盈利弹性还有多大、兑现节奏如何？2、中长期看，券商科创投资更偏周期性还是成长性？**
- **视角一：短期看，排队中 IPO 项目可释放的弹性仅预计相当于年利润的 5%，且更多是少数券商受益。**1）行业层面。剔除已上市的长鑫科技等项目，券商参投的后续待 IPO 项目的预计税后浮盈仅相当于行业年度净利润的 5%，是“利润增厚”而非“利润重构”。2）公司层面。浮盈在头部项目和头部券商双重集中，而非行业普惠：对于中小券商，单个项目兑现即可撬动双位数弹性，如华安证券（预期浮盈/上年利润=31.8%，下同）、财通证券（24.5%）；头部券商的浮盈则更多体现为投行协同与项目卡位的战略价值，业绩兑现更平滑、更可持续，如中金公司（16.8%）、广发证券（10.1%）、招商证券（8.2%）。
- **视角二：中长期看，券商科创投资的成长性仍待时间检验。**应理解本轮浮盈兑现是成本洼地、估值系统性抬升、发行稀缺溢价三重周期红利叠加的产物，三者或难在新增投资上复现。1）收益率面临均值回归压力，26 年双创板新上市公司首日平均收益率为 418%，远高于 24、25 年 269%和 235%，更远高于 22-23 年两位数的收益率；2）持续投出好项目的能力仅有少数券商具备，或依托三投联动的业务链协同、或依托一定区位优势带来的自有基金平台渠道。
- **视角三：从海外案例看，高盛自营私募股权投资更多体现周期性，盈利波动极大，且在持续压缩表内敞口、转向表外收费模式。**复盘显示，高盛私募股权净收入在牛市可贡献近三成净利润，紧缩期则骤降超九成，贝塔属性极强；过往 10 年，高盛将表内私募股权规模收缩 94%、全面转向表外资管；国内券商另类子规模持续扩张，但盈利难保持稳定，头部券商同高盛一样有主动缩减规模举动，而私募子规模未见明显扩张。
- **投资建议：推荐更具全业务链优势，科创投资成长性和持续性更强的头部券商。**短期巨大的浮盈弹性更多体现周期性，但中长期看，“投资—投行—退出”闭环跑通、项目获取能力经过组合验证的头部券商，其科创投资业务具备重估空间。推荐广发证券、招商证券、中金公司 H；财通证券。
- **风险提示：**IPO 节奏不及预期；资本市场大幅波动；重点项目上市进展不及预期；测算模型与真实情形存在偏差的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 科创投资步入阶段性收获期，券商结构性受益.....3
1.1. 业务框架：监管塑造双牌照分工，两类主体模式各异.....3
1.2. 券商视角：浮盈向头部集中，弹性呈三档格局.....5
2. 如何看待券商科创投资的成长性和持续性？.....10
2.1. 短期视角：浮盈兑现节奏决定当期弹性.....10
2.2. 中长期视角：科创市场收益率面临均值回归，券商另类子规模持续扩张但较难稳定盈利.....11
3. 海外对标：高盛私募股权投资主动收缩，转向表外资管模式.....14
3.1. 私募股权业务高度顺周期，高盛选择主动收缩.....15
3.2. 收益可持续性取决于模式，高盛由自营转向资管.....15
4. 投资建议.....16
4.1. 估值含义：浮盈不予资本化，能力溢价有条件赋予.....16
4.2. 两组标的：稳健受益组、短期高弹性组.....17
5. 风险提示.....18

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 科创投资步入阶段性收获期，券商结构性受益

1.1. 业务框架：监管塑造双牌照分工，两类主体模式各异

1.1.1. 投资主体历史演化：两块牌照是怎么来的

证券公司开展科创股权投资业务，是监管制度逐步塑造的结果。它的每一次扩张与收缩，背后都是一次政策调整。

- **2007–2011 年，直投起步与乱象暴露。**2007 年证监会允许券商以自有资金设立直投子公司，中信证券金石投资、海通开元等第一代券商直投平台应运而生；但 2011 年“保荐+直投”的利益输送风险集中暴露，监管叫停了券商在签订保荐协议后由关联方投资该企业的模式。

- **2016 年，私募子与另类子分设。**中证协发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》与《证券公司另类投资子公司管理规范》，原直投子公司分别整改归入两类主体，券商一级投资进入“双轨并进”的专业化发展阶段。

- **2019 年至今，科创板跟投赋予另类子刚性职能。**科创板开板同步引入保荐机构强制跟投制度，另类子成为投行业务链的刚性资本配套；2024 年中证协对两项管理规范进行修订，进一步引导券商资本向硬科技领域集聚，从防范利益输送转向鼓励“耐心资本”。

图1：券商一级投资两块牌照的历史演化



资料来源：中证协，证监会，国务院，上交所，国泰海通证券研究

1.1.2. 商业模式：两类主体分别怎么做、怎么赚钱

两类主体在资金来源、投资标的与盈利形态上存在明显差异。2016 年分设两块牌照，分的不是名称，而是两种模式：另类子只有“投—退”两个环节，花自己的钱、赚自己的价差；私募子走“募投管退”完整链条，替别人管钱、主要赚管理费和业绩分成。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：券商两类投资主体的做法与利润形态对照

	另类投资子公司	私募投资基金子公司
法规依据	《证券公司另类投资子公司管理规范》（2016 年发布、2024 年修订）	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》（2016 年发布、2024 年修订）
钱从哪来	券商 100%自有资金，不得对外募资、不得对外担保	自有资金跟投+对外募集（2016 年规范要求单只基金自有≤20%，2024 年修订放宽，可由同集团另类子投资至 50%上限）
投什么	自营品种清单以外的股权、另类金融产品；跟投（被动）+自主投资（主动）	以 GP 身份设私募基金，投非上市企业股权
怎么管	持有期按公允价值计量，无收费	投后管理，按年收管理费
怎么退	IPO 后减持为主	IPO/并购/回购退出，向 LP 分配
怎么赚钱	退出价差+公允价值变动，全额进利润表	表外：管理费（前置稳定）+超额收益提成（后置波动）；表内：自有资金投资收益（高波动）
利润形态	**资本消耗型**，弹性大、波动大	**轻资本受托型**，收入稳定、规模看募资能力
监管划分目的：风险	风险用净资本约束；盈亏均归属表内	风险为受托资管责任，完全适用私募监管框架；除自有资金跟投外，均属表外资产

资料来源：中证协，证监会，国泰海通证券研究

两类主体利润形态的差别，决定了后文的分析视角：短期弹性看另类子（收益率驱动，本轮科技牛市下前期投入项目的退出回报极高，本质是“前期投入与当下回报率的错位”）；中长期成长性看私募子与另类子的规模扩张能力（资本与募资双重约束下，投资规模能否持续做大，以及自有资金投资收益与表外资金管理收益的比重如何演化）。

研究对象界定：本报告讨论的券商科创一级投资，指券商通过另类投资子公司与私募投资基金子公司（仅限自有资金）开展的科创企业股权投资；不含保荐跟投与战略配售，不含私募子的基金管理费业务（本报告只测算自有资金投资部分）。

1.1.3. 测算方法与数据说明

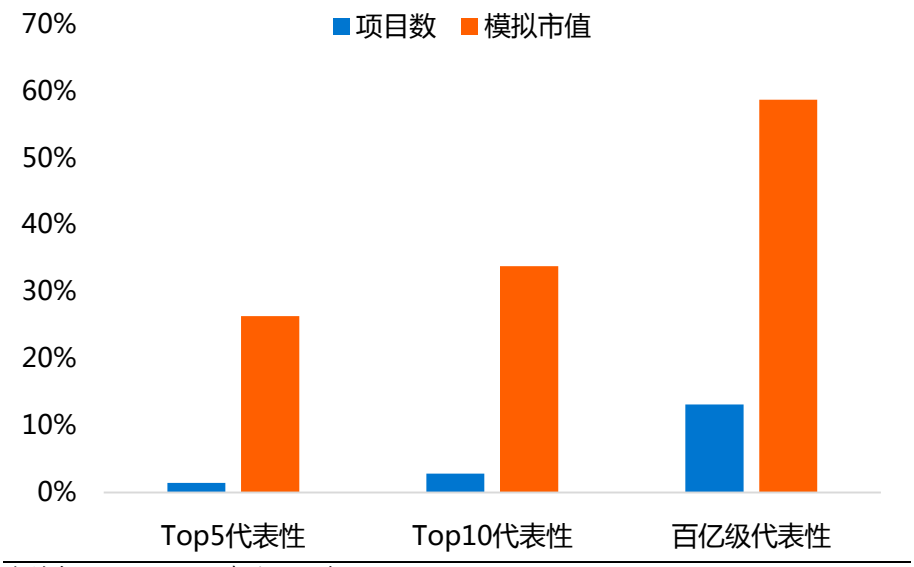
1.1.3.1. 样本选取口径

本次测算覆盖全部 A 股上市券商，以及截至 2026 年 8 月 31 日模拟市值一百亿以上的双创板+北交所全部待上市项目（剔除中止审查、正在发行和已发行项目），最终纳入 44 个未上市项目、40 家有持仓的券商。

百亿级门槛源于排队项目价值的高度集中。截至 2026 年 8 月 31 日，双创板+北交所全部排队项目（剔除中止审查、正在发行和已发行项目）357 个，模拟市值合计 2.2 万亿元；其中模拟市值百亿以上的项目 47 个，数量占比仅 13.17%，市值占比达 58.72%——排队项目的价值高度集中于头部。进一步看，市值前五的项目合计 5,708.6 亿元，以 1.4%的数量占全部排队项目市值的 26.36%；前十项目合计 7,325.7 亿元，市值占比 33.8%。而百亿以下的长尾项目多达 310 个，单项目模拟市值均值仅约 28.8 亿元，即使券商参股其中，单个项目对其净利润的影响也基本可以忽略。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：样本选取代表性



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：代表性 = 代表项目/排队全项目

本次测算以券商为基础，抽取每家券商投资成本 1000 万元以上或投资额排名自身前三的项目，剔除的券商和项目如下：
其一，无券商持股的项目（映恩生物、海康机器人）和券商合计浮盈低于 100 万元的项目（瑞翔新材）；
其二，未投资任何百亿级项目和投资总额在 1000 万元以下的券商（湘财股份、锦龙股份、东方财富、太平洋、财达证券、华创云信、信达证券、东兴证券、华鑫股份、国盛证券，共 10 家）。

1.1.3.2. 本次研究测算的核心假设

表2：测算的核心假设

环节	方法	关键参数
持股比例	按穿透持股路径逐级相乘，再转换为上市后比例	上市后比例考虑发行摊薄
模拟市值	募资额/发行股本 × 上市后总股本	逐项目给定（100–3300 亿元）
上市后估值	模拟市值 ×（1+上市首日涨幅）	长存控股按上市后 3 万亿假设，其余参考 2026.1.1-2026.8.31 双创板上市首日平均涨幅 418%
流动性折扣	纸面浮盈 × 流动性折扣	统一 50%，涵盖锁定期与估值不确定性
所得税	打折后浮盈×（1−税率）	税率：25%
弹性基准	税后浮盈/归母净利润	各券商 2025 年归母净利润

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 券商视角：浮盈向头部集中，弹性呈三档格局

综合弹性、集中度与兑现节奏，可将样本券商分为三组：

第一组“高弹性 + 高集中”：华安证券、财通证券、山西证券、第一创业、申万宏源。共性为浮盈高度依赖单一项目，核心标的项目的审核与发行进度是价值判断的重点。华安证券第一大持仓长存控股占其浮盈 98.4%、财通证券超聚变占 99.8%、山西证券鲁汶仪器占 92.8%、第一创业光远新材占 92.1%、申万宏源超聚变占 89.3%，弹性几乎全部系于单一项目的上市进程；

第二组“大体量 + 结构性弹性”：中金公司。中金公司超聚变贡献 63.1%浮盈，是大体量中的高弹性标的（16.8%），本组逻辑是“大型券商也能依托重

下载日志已记录，仅供内部参考

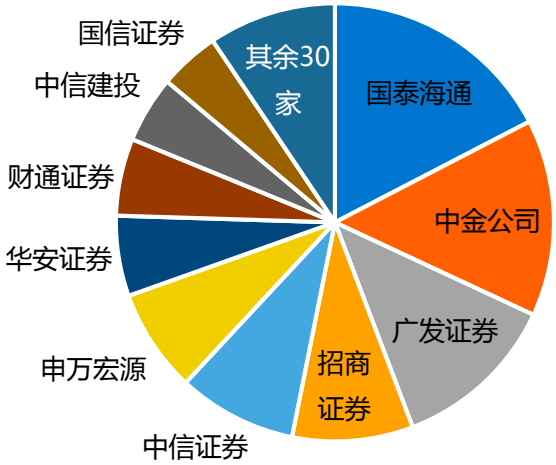
点项目贡献弹性”；

第三组“分散组合 + 高浮盈额”：广发证券、招商证券、中信建投。浮盈对当年利润表影响相对有限，但组合分散、储备梯队厚，适合作为“投资 + 投行”协同能力的观察样本。

1.2.1. 绝对浮盈：总计浮盈 150 亿元，十家分走九成

科创投资不是行业普惠业务，而是少数券商的结构性红利。总量上浮盈向头部项目和头部券商双重集中，在券商视角下，40 家样本券商合计持有未上市项目纸面浮盈 150.7 亿元，相当于样本券商 2025 年合计净利润的 7.14%。其中前五位：国泰海通 26.2 亿元、中金公司 21.9 亿元、广发证券 18.5 亿元、招商证券 13.5 亿元、中信证券 13.2 亿元，合计 93.3 亿元、占比 62.0%；前十位合计 136.5 亿元、占比 90.6%；排名最后 20 家券商合计浮盈仅约 1.9 亿元。**前十家券商中有 8 家依然属于传统意义上大型券商范畴。**

图3：券商一级科创投资浮盈集中度



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

1.2.2. 相对弹性：个别中小券商弹性较高，大型券商普遍弹性中等

以“税后预期浮盈/2025 年归母净利润”定义业绩弹性，券商弹性呈清晰的三层结构：

- **第一档（弹性大于 15%）科创投资受益领跑者：华安证券 31.8%、财通证券 24.5%、国海证券 19.1%、中金公司 16.8%。**华安、财通和国海是小基数的典型，25 年归母净利润分别为 21.1 亿元、26.3 亿元和 7.7 亿元，浮盈对利润表的撬动较为直接。中金则是大体量中的例外，97.9 亿元的利润基数下仍实现 16.8%的弹性，是大体量券商中依靠科创投资做出高弹性的公司。

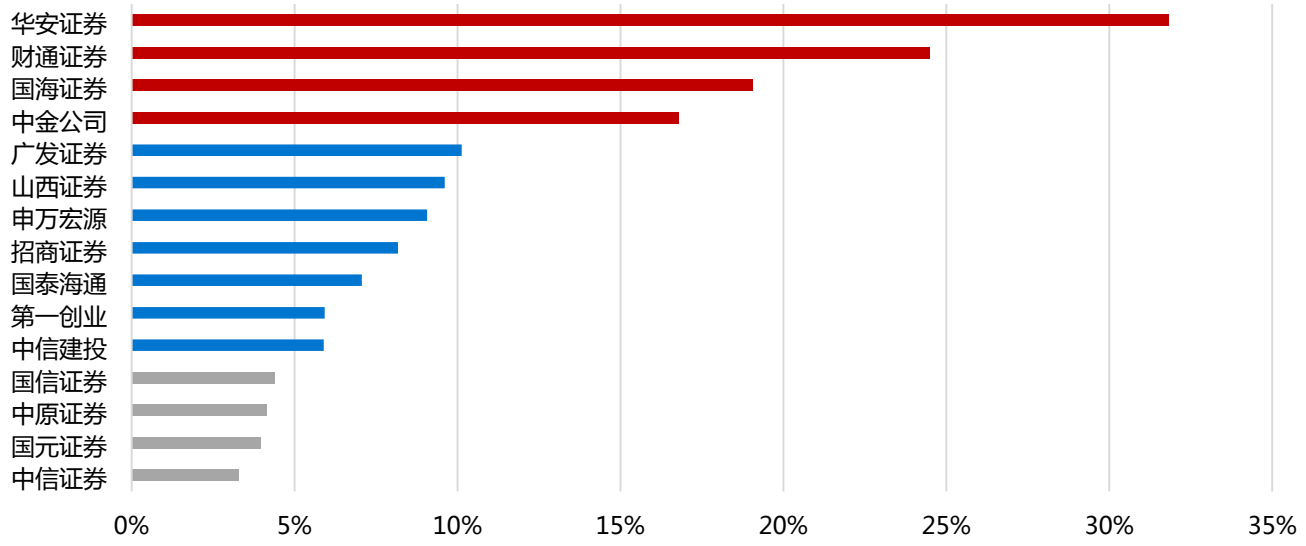
- **第二档（5%–15%）科创投资受益主力：广发 10.1%、山西 9.6%、申万宏源 9.1%、招商 8.2%、第一创业 5.9%、中信建投 5.9%。**广发、申万宏源、招商、中信建投 25 年归母净利润分别为 137.0 亿元、95.1 亿元、123.5 亿元、94.4 亿元，在高利润基数下依然在科创投资领域取得不错的弹性。

- **第三档（5%以下）弹性有限的长尾：国信证券 4.4%、中原 4.2%、国元 4.0%、中信 3.3%等。**国信浮盈绝对额 6.7 亿元，弹性被 110.7 亿元的利润基数稀释。中信浮盈绝对额 13.2 亿元，弹性同样被 300.8 亿元的

下载日志已记录，仅供内部参考

利润基数稀释。对大体量券商而言，科创投资的战略意义更多在于投行协同与项目卡位，而非利润表弹性。

图4：券商一级投资弹性测算（Top15）



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

1.2.3. 绝对浮盈与相对弹性：两类受益逻辑的分野

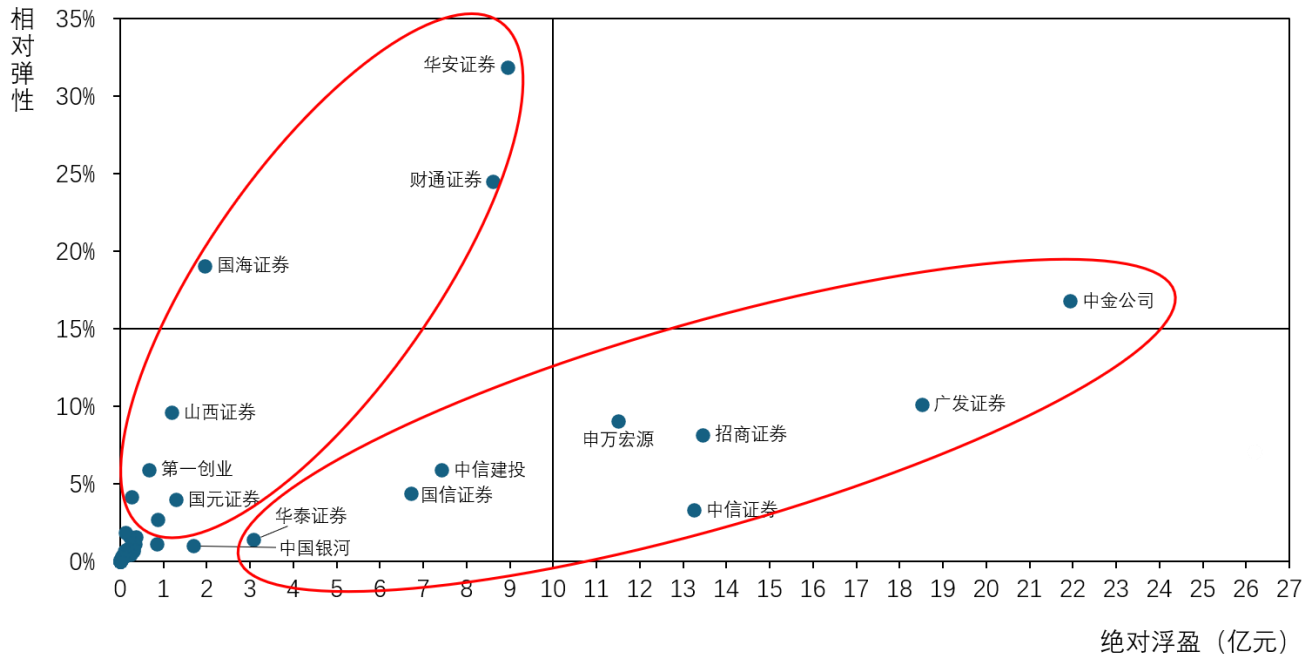
大型券商追求稳定绝对浮盈，中小券商赚取兑现节奏收益。我们将绝对浮盈与相对弹性置于同一坐标系，清晰区分出两类受益逻辑：

- **一类是大体量、浮盈高但弹性稍低的头部组合型，以中金、广发为代表。**中金第一大持仓超聚变占其总浮盈 63.1%，其余持仓覆盖华卓精科、云洲智能等多个项目；广发第一大持仓蓝箭航天仅占其浮盈的 30.9%，其余持仓还覆盖光远新材、迈科康、超聚变等多个硬科技项目。这类组合短期弹性未必最高，但浮盈池的接续兑现能力强，成长的持续性更好；浮盈池的覆盖面更广，浮盈兑现风险更低。

- **另一类是小体量高弹性的单点放大型，以华安、财通、国海为代表。**组合集中于个别项目，等待一次性兑现。华安较为典型，长存控股单一项目占其浮盈的 98.4%；财通（超聚变占 99.8%）、山西（鲁汶仪器占 92.8%）、第一创业（光远新材占 92.1%）虽处分档不同位置，但逻辑相同，浮盈几乎全部系于单一项目的上市进程，一旦项目撤回、终止或发行估值下修，弹性测算将整体失效。这类组合“上市即兑现、兑现即峰值”，短期弹性可观，但可持续性取决于下一个大单在哪里。

下载日志已记录，仅供内部参考

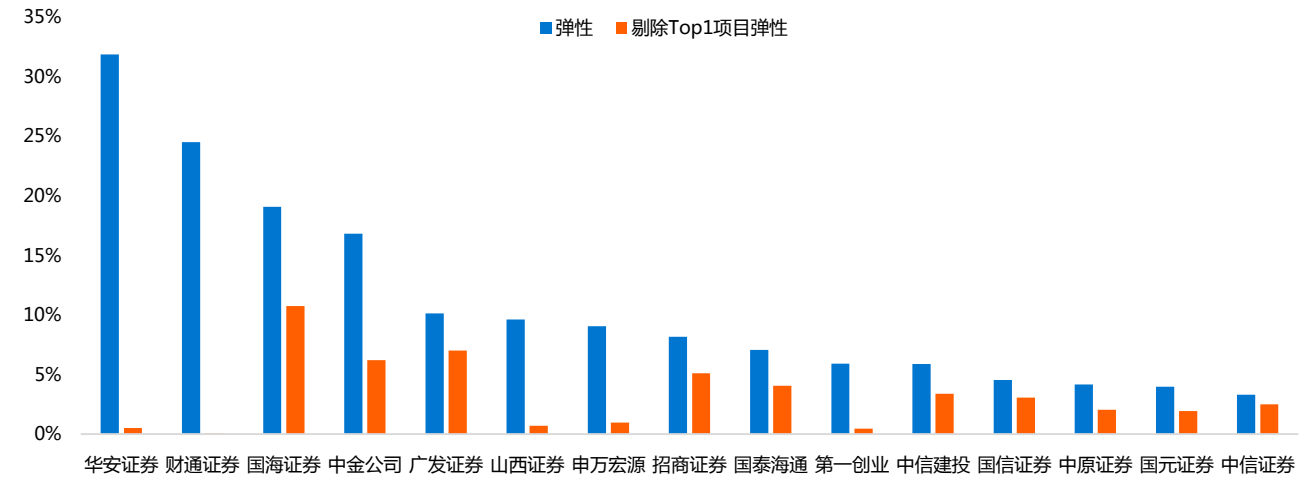
图5：券商一级投资绝对浮盈 VS 相对弹性



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

高集中度的另一面是估值敏感性：对财通而言，超聚变发行估值每变动 10%，其浮盈弹性约同向变动 2 个百分点以上；对华安而言，长存控股估值每变动 10%，其弹性约同向变动 3 个百分点。集中型组合测算结果的置信度客观上低于分散型组合。

图6：券商 Top1 项目依赖度检验



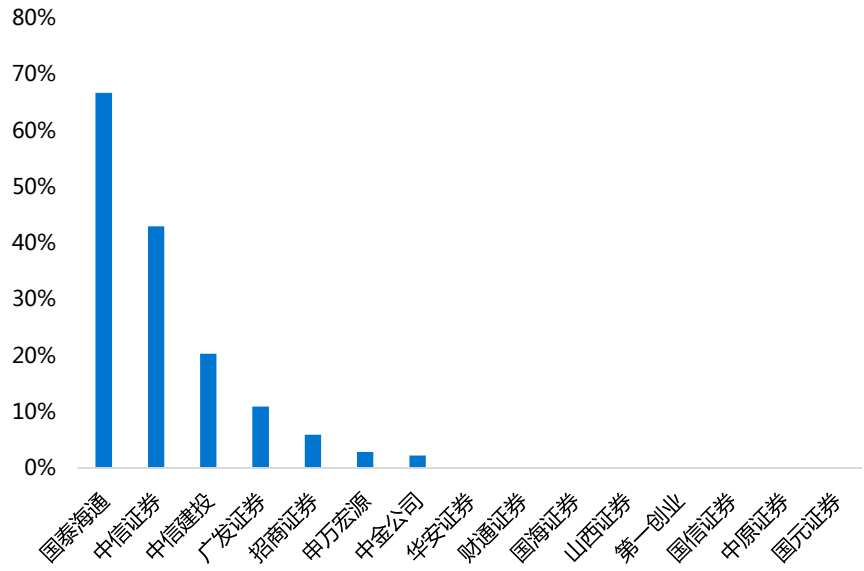
资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

1.2.4. 券商科创投资领域的优势：在于项目获取能力

科创投资优势的本质是项目获取能力，而获取能力有两个来源：一是“投资+投行”联动；二是自有平台，券商主要通过私募子公司或二级私募子公司发起设立的基金体系直接布局。两个来源我们分别用保荐重合度与自有系基金占比测算——前者衡量“投资+投行”联动的效率，后者衡量自有平台直投能力的强弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

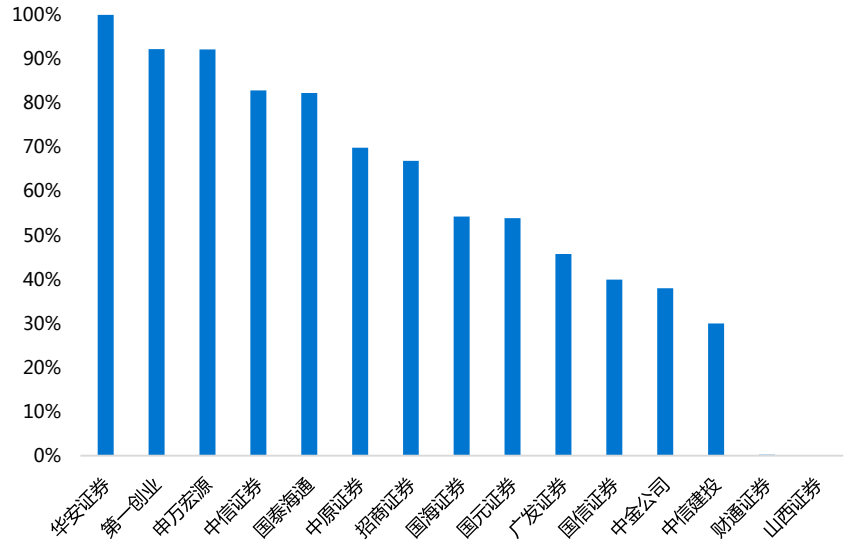
图7：代表性券商保荐重合度



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

保荐重合度（持仓项目由本券商保荐的浮盈占比）揭示投行渠道的转化效率：大型券商投行资源联动路径顺畅，以中信为代表。中信 42.9%的浮盈来自自身保荐，同样有较好投行项目资源转化路径；中信建投 20.3%、广发 10.9%、招商 5.9%、申万宏源 2.9%、中金 2.5%，浮盈主要来自市场化财务投资份额；其余较高弹性的中小券商（华安、财通、国海、山西、第一创业）保荐重合度均为零，浮盈全部来自市场化投资。对投行排名靠前的券商而言，保荐重合度低意味着“投资+投行”的协同仍有提升空间。

图8：券商自有系基金占比

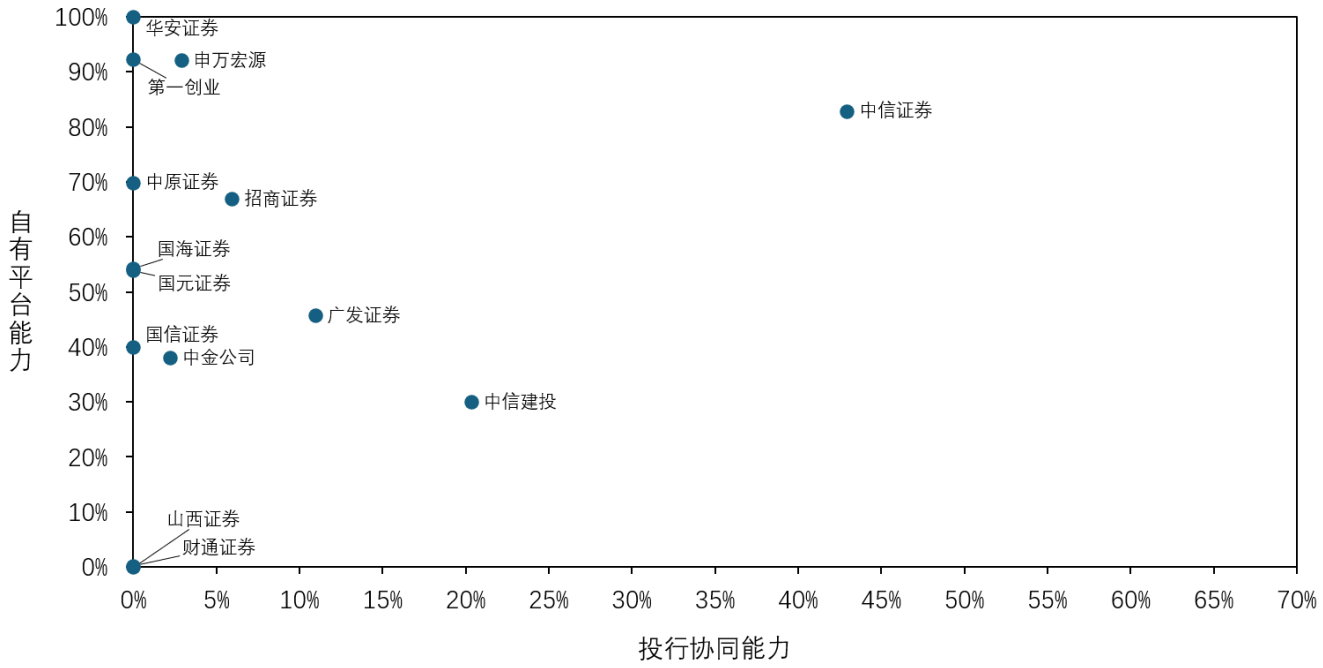


资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

自有系基金占比（穿透路径中含券商关键词的有限合伙型基金的浮盈占比）衡量自有平台的项目触达和直投能力：中小券商依托股东背景、区域优势等资源禀赋获得优质项目资源渠道，以华安、第一创业为代表。华安以 100%居样本首位，其持仓经由华安嘉业管理的“安徽皖投安华”“安徽安华创新五期”等华安系基金穿透持有，能力内化程度较高；第一创业 92%，持仓经由深圳鲲鹏一创管理的“深圳市鲲鹏一创战略新兴”等一创系基金穿透持有。大型券商同样广泛布局自有平台，申万宏源 92%，持仓通过申银万国投资等管理的“上海申万宏源嘉实”等基金实现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：券商项目获取能力



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

中信是双渠道项目获取能力俱强的券商，既有自有平台布局，又有投行渠道联动，获取与退出的自主性在样本中均居前列，科创投资业绩的可复制性较强；华安、申万宏源、第一创业是“自有平台型”，靠自有基金获取项目、缺乏投行协同；山西、财通双渠道皆弱，弹性主要来自外部基金穿透或单一项目，持续性存疑。

2. 如何看待券商科创投资的成长性和持续性？

短期浮盈有节奏地兑现，构成行业确定性利润增厚；中长期收益率面临均值回归常态，本轮高峰或难复现。

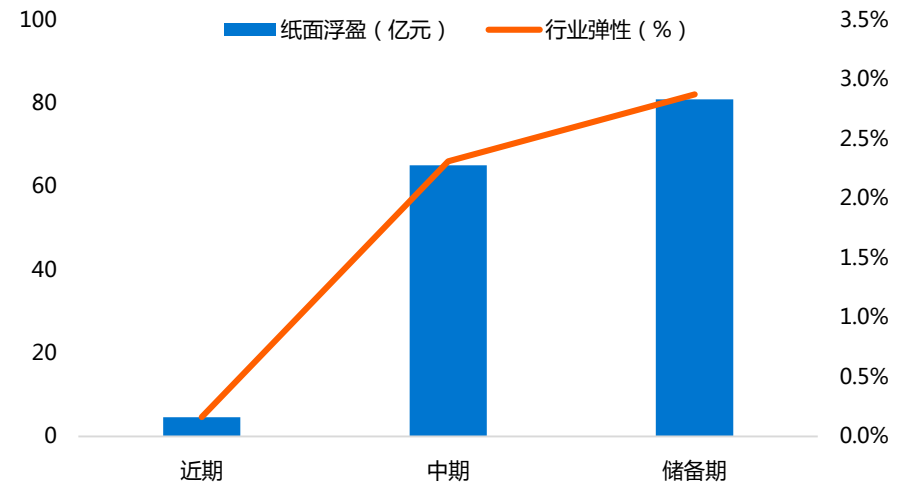
2.1. 短期视角：浮盈兑现节奏决定当期弹性

2.1.1. 兑现节奏：中短期或达兑现高峰

兑现节奏：近期+中期合计 69.6 亿元浮盈已进入可见的兑现通道。近期梯队仅 2 个项目、4.6 亿元，粤芯半导体已完成证监会注册、越疆科技已经交易所审核通过；中期梯队 12 个项目、65.0 亿元，由超聚变、兆芯集成等大单驱动，处于审核流程后半段，预计对应 2026–2027 年上市窗口。

下载日志已记录，仅供内部参考

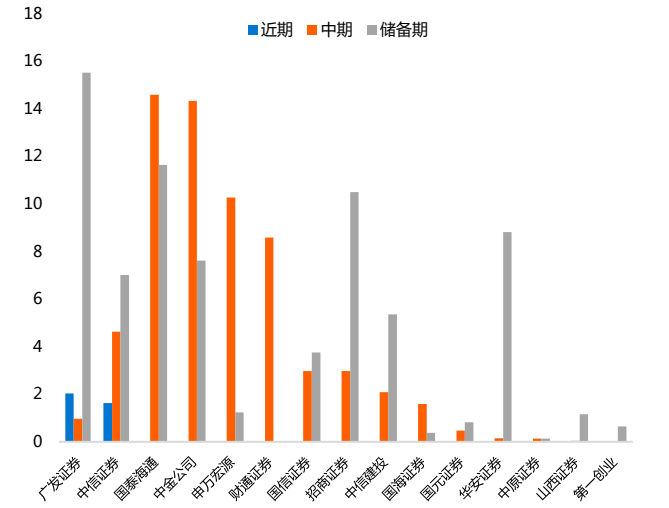
图10：未上市项目行业浮盈与弹性



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

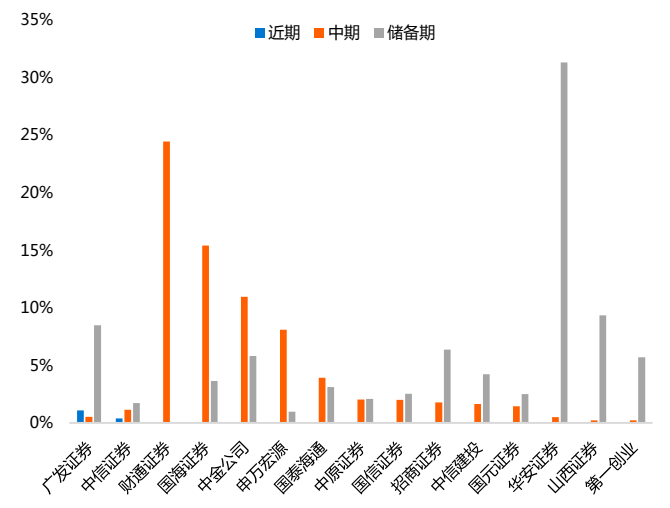
行业层面，本轮浮盈构成确定的利润增厚，但尚难称利润重构。40 家样本券商 2025 年合计归母净利润约 2,112 亿元，全部未上市项目浮盈税后 113 亿元，仅相当于其 5.3%；若只看兑现可见度最高的中短期部分，税后 52.2 亿元分摊到 2026–2027 年确认，年均约 26 亿元，对行业年利润的平均增厚约 1.2%。换言之，浮盈兑现潮改变不了行业利润的总量水位，但它可以改变利润在公司之间的分布——行业层面的贝塔很小，公司层面的阿尔法较大。

图11：券商绝对浮盈按审核梯队分布（亿元）



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

图12：券商浮盈弹性按审核梯队分布（%）



资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

公司层面，中短期受益券商有限，以财通、国海、中金和申万宏源为代表，长期连续性以中金为代表。近期预计兑现较多的是广发证券 2.02 亿元、中信证券 1.63 亿元，但浮盈弹性不足，难以对公司利润产生重要影响；中期布局较重的是中金公司 14.32 亿元、申万宏源 10.26 亿元、财通证券 8.58 亿元，主要对应超聚变这一项目，预计兑现窗口集中在 2026–2027 年，对财通而言浮盈弹性达 24.4%，预计成为公司层面的利润重构，中期国海以 1.58 亿元的浮盈达成 15.4%的弹性，同样预计重构公司利润，但对中金、申万宏源而言浮盈弹性在 8%-12%之间，预计仅在一定程度上增厚公司利润；储备较厚的是广发证券 15.51 亿元、招商证券 10.20 亿元。

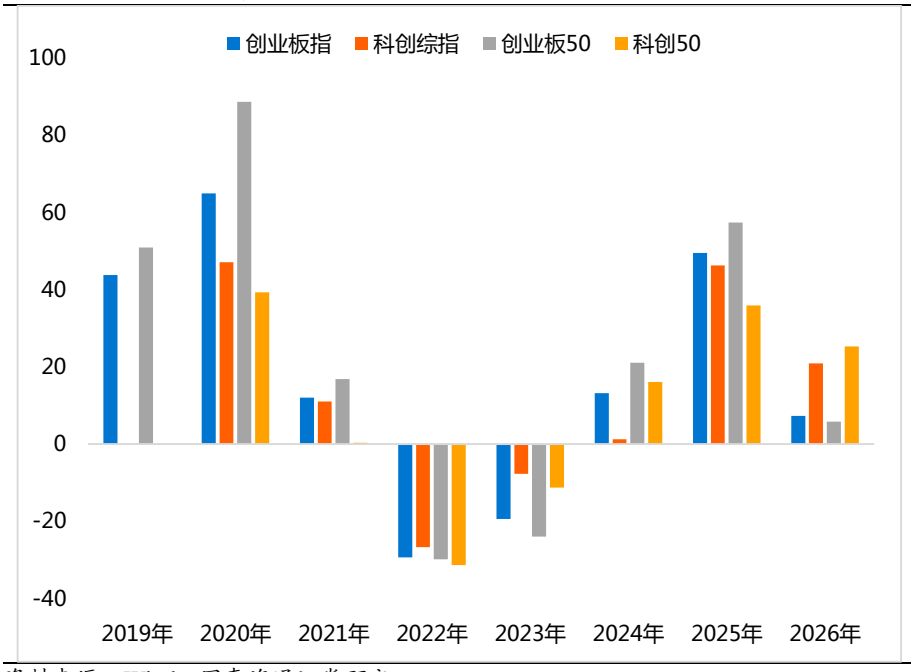
2.2. 中长期视角：科创市场收益率面临均值回归，券商另类子规模持续扩张但较难稳定盈利

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.1. 科创市场收益率均值回归：三重周期红利或难复现

本轮浮盈是科创市场三重周期红利叠加的产物，三者或难在新增投资上复现。一是进入成本红利：存量项目大多投于 2021–2024 年，彼时一级二级市场科创估值处于相对洼地；二是估值抬升红利：2025 年以来的科技牛市系统性抬高了半导体、AI 算力、具身智能等赛道的一二级估值；三是发行溢价红利：稀缺性标的上市初期的流动性溢价进一步放大了账面回报。存量项目的“成本—估值差”是历史形成的既定事实，但新增投资必须按当前估值水平进入，同样的回报倍数较难在新项目上复制。

图13：双创板指数年度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：2026 年数据截至 8 月 31 日收盘

表3：双创板上市公司上市后平均收益表现

年度	上市首日	T+30	T+1 年	T+2 年
2019 年	85.11%	261.80%	301.46%	385.20%
2020 年	170.91%	305.64%	266.85%	254.63%
2021 年	205.04%	273.42%	222.86%	226.12%
2022 年	33.82%	122.02%	125.78%	96.51%
2023 年	66.58%	148.60%	104.04%	146.96%
2024 年	268.66%	312.71%	339.40%	485.40%
2025 年	234.75%	309.15%	367.70%	
2026 年	417.81%	621.58%		

资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：2026 年数据截至 8 月 31 日收盘

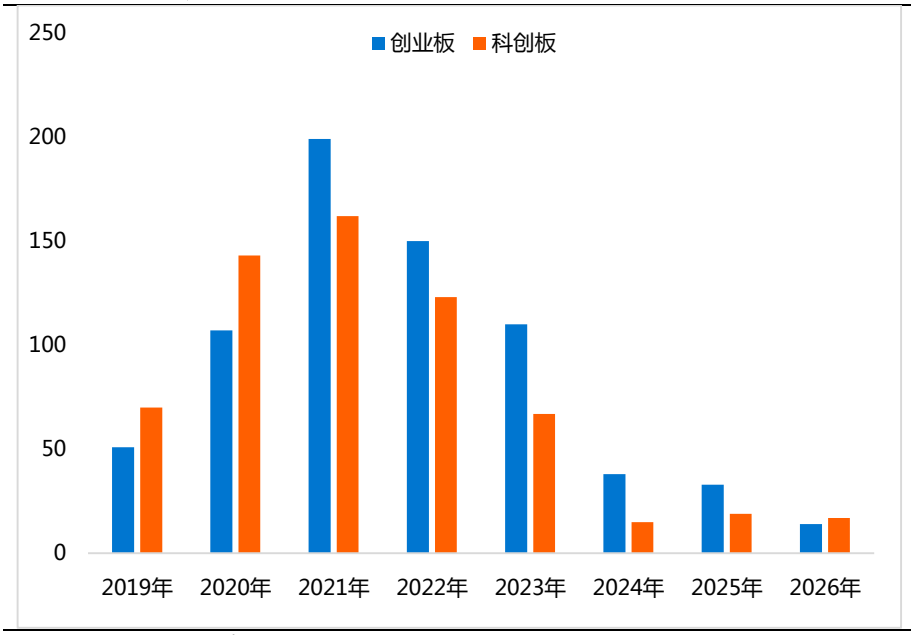
2.2.2. 退出渠道：IPO 主导，但市场周期性影响很大

IPO 是券商科创投资的主要退出渠道，但这一渠道的市场周期性影响很大。浮盈兑现几乎 100%依赖 IPO，而 IPO 节奏由政策周期与市场周期共同决定，券商自身难以掌控——2023 年“827 新政”后 IPO 阶段性收紧即为前车之鉴，当前储备池的部分项目正是彼时审核放缓的积压。即便项目顺利上市，科创板跟投 24 个月、Pre-IPO 投资 12 个月的锁定期，也意味着从上市到落袋存在一至两年的刚性时滞；而二级市场估值的波动，又决定了退出时点的实际回报。并购退出作为替代通道尚不成熟，短期内较难对冲 IPO 的周期性波

下载日志已记录，仅供内部参考

动。项目质量不变的前提下，兑现节奏对政策与市场周期的双重敏感，本身就构成估值折价。

图14：双创历年新上市公司数



资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：2026 年数据截至 8 月 31 日收盘

2.2.3. 券商视角：另类子规模持续扩张，但盈利波动较大

规模层面：另类子总资产与净资产规模 6.5 年扩张 1.3 倍，拐点在 2020 年跟投制度落地。18 家券商另类子平均净资产从 2019 年的 36.21 亿元增至 26H1 年的 85.29 亿元，年复合增速 14.9%；平均总资产从 41.11 亿元增至 96.52 亿元。扩张的启动点清晰：2020 年跟投制度首个完整年度，净资产单年跳升 40%。这意味着另类子的规模扩张是“保荐一单、跟投一笔”的制度性累积，是投行项目份额的被动映射——若投行业务不出现明显萎缩，另类子规模或将延续扩张，但这并不证明投资能力的同步提升。

表4：18 家券商另类投资子公司平均规模与盈利（亿元，%）

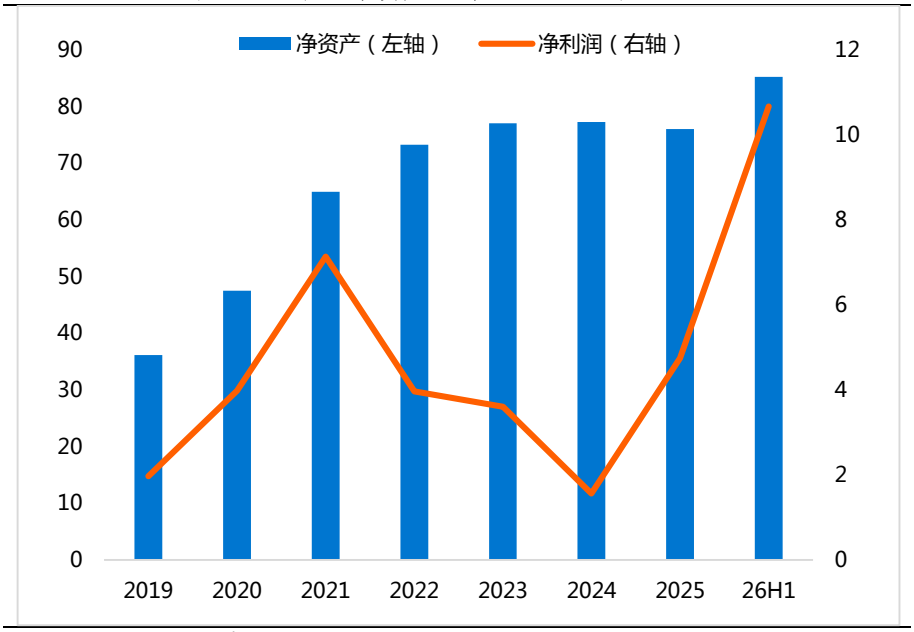
年份	总资产	净资产	净利润	ROE
2019	41.11	36.21	1.97	5.91%
2020	55.60	47.56	3.98	9.51%
2021	74.22	65.02	7.14	12.69%
2022	81.19	73.31	3.97	5.74%
2023	84.55	77.11	3.61	4.80%
2024	80.23	77.35	1.56	2.02%
2025	82.79	76.08	4.76	6.20%
26H1	96.52	85.29	10.67	26.46%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究
注：26H1 的 ROE 为年化 ROE

盈利层面：净利润深 V 波动，26H1 的高盈利是周期归来而非中枢抬升。另类子平均净利润 2021 年冲高至 7.14 亿元（ROE 12.69%），随后三年连续回落，2024 年仅 1.56 亿元（ROE 2.02%），2025 年随退出窗口重启回升至 4.76 亿元（ROE 6.20%），26H1 项目集中上市兑现，净利润进一步提升至 10.67 亿元（年化 ROE 26.46%）。这条轨迹与 2021 年的上一轮兑现潮较为一致：窗口开启时利润释放、窗口关闭时利润收缩。历史波动削弱本轮回报可持续的论断。

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：18 家券商另类子平均净资产及净利润变化情况（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

公司规模层面：头部固化、新锐快增，但龙头已现收缩信号。26H1 年券商另类子净资产规模国泰海通、中信、招商分别实现 326 亿元、221 亿元、142 亿元；扩张速度上，招证投资年复合 33%（低基数）、中金浦成 28%（低基数）居前。中信证券投资净资产 2025 年单年收缩 23%（261.6 亿→201.5 亿元），26H1 回升至 221.3 亿元，但净资产 6.5 年 CAGR 5.30%在头部券商中为较低值。

公司盈利层面：25 年或 26H1 净利润普遍与 21 年较为相似，除个别外整体呈下降趋势。19 年来净利润 6.5 年 CAGR 以中信建投（低基数）和招商（低基数）居前，国泰海通另类子 26H1 实现净利润 65.1 亿元。

表5：头部券商另类投资子公司规模与盈利（亿元）

公司简称	另类子名称	2025净资产	26H1净资产	2021净利润	2025净利润	26H1净利润	净资产CAGR（2019-26H1）	净利润CAGR（2019-26H1）
中信证券	中信证券投资有限公司	201.52	221.31	24.12	19.86	19.75	5.30%	6.62%
国泰海通	国泰君安证裕	71.79	326.12	5.32	8.28	65.07	25.11%	49.15%
	海通创新	205.36		16.83	12.64			
华泰证券	华泰创新投资	42.55	46.28	7.31	4.65	3.72	15.11%	21.29%
招商证券	招证投资	98.50	142.70	10.12	5.90	52.20	33.14%	81.78%
中国银河	银河源汇	46.02	49.10	2.38	2.05	3.08	6.92%	18.01%
广发证券	广发乾和	106.39	108.58	12.32	6.48	2.64	13.47%	-1.96%
中信建投	中信建投投资有限公司	55.52	68.69	7.91	4.73	13.17	19.63%	91.71%
国信证券	国信资本	49.35	49.38	4.51	0.45	0.04	-	-33.67%
申万宏源	申银万国创新证券投资有限公司	29.43	32.70	1.58	1.23	3.27	6.31%	16.67%
中金公司	中金浦成投资有限公司	42.24	43.23	7.22	1.71	0.99	28.05%	-13.56%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 海外对标：高盛私募股权投资主动收缩，转向表外资管模式

高盛是观察券商自有资金一级股权投资的合适海外对标样本。高盛年报分部披露中的私募股权净收入，在业务属性上对应国内券商另类投资子公司与私募子公司的自有资金投资业务：均为以机构自有资本开展的、主要依赖上市或并购退出的一级市场股权投资。需要说明的是，两者存在两点口径差异：其一，高盛的自营投资为纯商业化行为，国内券商另类子则包含科创板保荐跟投的制度性敞口；其二，高盛披露的净收入数据实际对标国内券商子

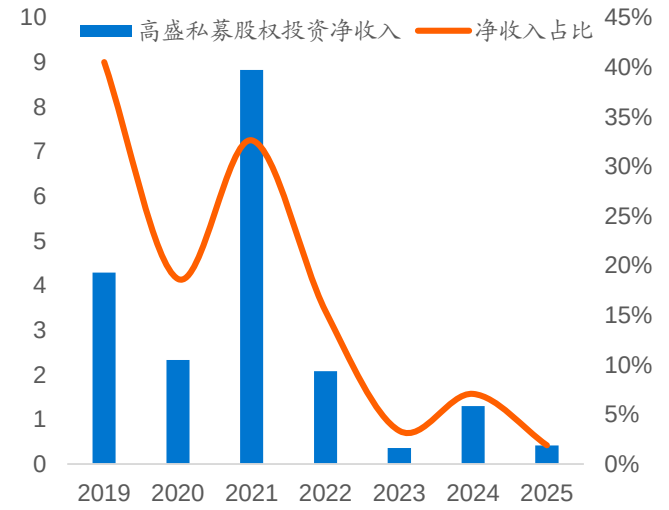
下载日志已记录，仅供内部参考

公司毛利润，与净利润不可直接比较。上述差异不影响趋势层面的对标有效性。

3.1. 私募股权业务高度顺周期，高盛选择主动收缩

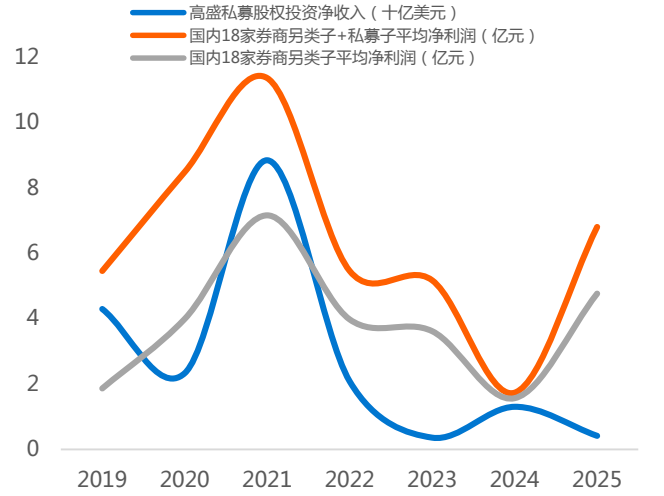
总量上，高盛私募股权投资净收入呈现“大幅扩张—收缩—弱修复”的剧烈波动。私募公司股权净收入 2021 年冲高至 88.3 亿美元（+279%），2022 年加息与估值收缩中回落 76%至 20.8 亿美元，2024 年修复至 13.0 亿美元后，2025 年再度回落 68%至 4.2 亿美元。其对集团利润的影响也波动较大，私募公司股权净收入占高盛当年营业利润的比重 2019、2021 年分别高达 40.5%、32.6%，2022 年降至 15.4%，2025 年仅剩 1.9%。

图16：高盛私募股权净收入与占比（十亿美元，%）



资料来源：Wind，高盛集团年度报告，国泰海通证券研究

图17：高盛私募股权净收入与国内 18 家券商均值对比



资料来源：Wind，高盛集团年度报告，国泰海通证券研究

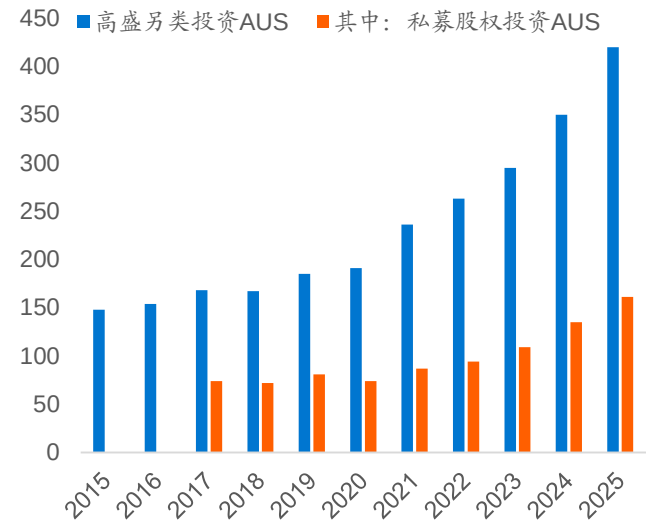
私募股权投资本质上是“周期放大器”，这一特征在中美样本中均较为明显。牛市年份（2019、2021）该业务贡献高盛集团 30-40%营业利润，紧缩年份收益快速回落——其波动幅度明显大于高盛整体的收入波动。这与国内券商 2021 年两类子公司的处于历史高位的净利润对应。我们认为，私募股权投资具有较强的周期属性，估值时更宜参考周期业务而非成长业务逻辑。

3.2. 收益可持续性取决于模式，高盛由自营转向资管

高盛的选择是主动收缩一级投资自营敞口、转向表外收费模式。高盛投资的私募股权基金 NAV 从 2015 年的 54.1 亿美元持续降至 2025 年的 3.3 亿美元，累计收缩 94%。高盛用十年时间系统性地将表内自营敞口置换为表外基金管理敞口。这一选择的含义是：自营一级投资的资本消耗与波动，即便对高盛而言也逐步推动转型。国内头部券商中信证券 2025 年主动收缩另类子净资产规模 23%，这在一定程度上映照出国内外头部机构在这一问题上的取向趋于一致。

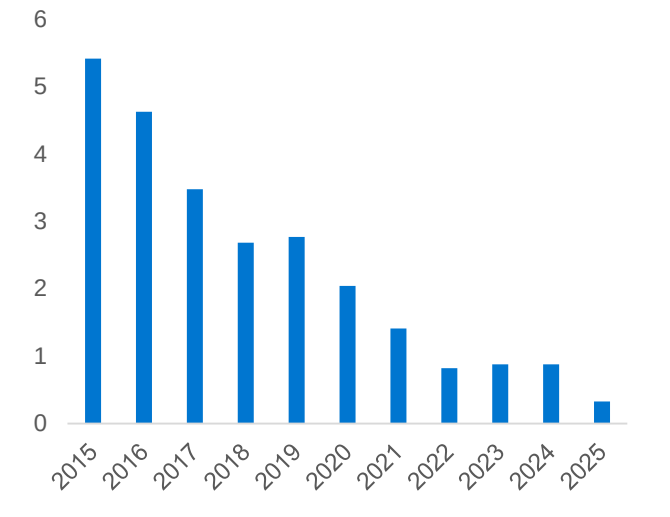
下载日志已记录，仅供内部参考

图18：高盛另类投资资产管理规模（十亿美元）



资料来源：Wind，高盛集团年度报告，国泰海通证券研究

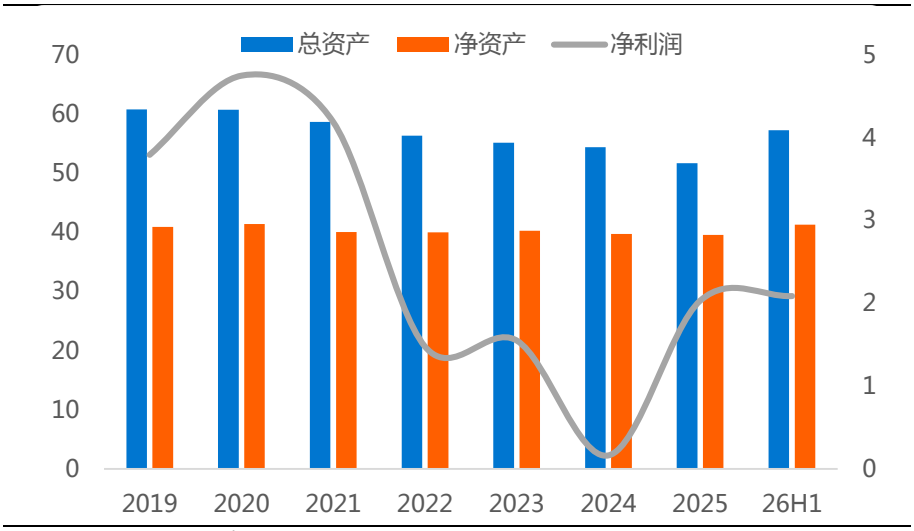
图19：高盛私募股权基金净值（十亿美元）



资料来源：Wind，高盛集团年度报告，国泰海通证券研究

对应国内券商私募子公司：虽已布局表外基金管理，但国内 18 家券商私募子合计净资产 2019–26H1 年复合增速仅 0.15%，规模层面尚未见到明显的转型迹象。

图20：18 家券商私募子平均规模及盈利情况（亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 投资建议

4.1. 估值含义：浮盈不予资本化，能力溢价有条件赋予

浮盈的一次性属性决定估值方法。我们认为，150.7 亿元纸面浮盈本质是未来 1–2 年集中确认的一次性损益，不宜资本化计入永续盈利并给予 PE 溢价；合理的处理方式是以剔除浮盈贡献后的经常性盈利作为估值锚，浮盈仅作为当期利润的加法项与净资产的修复项。

但可以给券商能力定价。项目获取（投行渠道与自有基金双轮）、组合管理（持仓分散度）、资本循环（储备梯队厚度）三项能力可复制的券商，其科创投资业务具备重估的空间；而单点项目命中型券商较难区分运气与能力，暂不宜给予能力溢价。

据此，我们沿两个维度筛选标的：一是浮盈与弹性；二是稳健性，即单项目依赖度、审核梯队结构与项目获取能力。据此将标的分为稳健受益、短期高

下载日志已记录，仅供内部参考

弹性两组。

4.2. 两组标的：稳健受益组、短期高弹性组

表6：推荐券商科创投资组合标的一览

分组	公司	弹性	核心逻辑	关键数据	跟踪要点与风险
稳健受益组	中金公司	16.8%	大体量中的高弹性	超聚变 13.8 亿；自有系 38.0%	超聚变发行进度与估值
	广发证券	10.1%	组合分散、储备较厚	浮盈 18.5 亿；储备 15.5 亿；Top1 占 30.9%	蓝箭等发行节奏
	招商证券	8.2%	广撒网、兑现平滑	18 个项目持仓；储备 10.2 亿	储备项目过会节奏
短期高弹性组	财通证券	24.5%	超聚变等	超聚变 99.8%；储备 0.02 亿	超聚变进度；估值敏感性高

资料来源：Wind，企查查，天眼查，国泰海通证券研究

表7：推荐公司估值表

证券代码	EPS(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
3908.HK	中金公司	1.17	2.01	2.99	3.27	3.52	中金公司	10.98	9.69	7.33	6.71	6.22	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.80	2.79	3.17	3.51	广发证券	12.87	12.23	7.96	7.00	6.32	增持
600999.SH	招商证券	1.19	1.42	2.67	2.01	2.04	招商证券	16.10	11.72	6.94	9.22	9.09	增持
601108.SH	财通证券	0.50	0.57	0.78	0.88	0.95	财通证券	16.34	15.30	11.22	9.94	9.21	增持
证券代码	BVPS(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	P/B	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	评级
3908.HK	中金公司	18.95	20.49	23.18	26.03	29.10	中金公司	0.68	0.95	0.94	0.84	0.75	增持
000776.SZ	广发证券	15.88	17.03	18.81	21.04	23.49	广发证券	1.02	1.29	1.18	1.06	0.95	增持
600999.SH	招商证券	13.24	13.91	16.03	16.98	18.22	招商证券	1.45	1.20	1.16	1.09	1.02	增持
601108.SH	财通证券	7.73	8.04	8.78	9.43	10.13	财通证券	1.06	1.08	1.00	0.93	0.86	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：中金公司 EPS、BVPS、股价均以人民币标记，汇率为港币兑人民币 1：0.85593674；盈利预测基于国泰海通非银团队预测；数据截至 2026 年 9 月 4 日

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

IPO 发行与审核节奏不及预期。浮盈兑现大部分依赖 IPO 退出，若发行审核节奏放缓，中短期浮盈的确认时点将整体后移；

模拟市值与上市涨幅假设下修风险。测算采用静态市值假设与 2026 年 1-8 月双创板上市首日平均涨幅，若二级市场估值回落或新股涨幅均值回归，浮盈规模将等比例收缩；

重点项目审核进度或发行估值不及预期。对财通、华安、第一创业、申万宏源等单项目依赖型标的，若核心项目撤回、终止或发行估值下修，其弹性测算将整体失效；

测算模型与真实情形存在偏差的风险。本测算以双创板与北交所待上市百亿级项目为样本，基于静态市值假设与统一流动性折扣等简化处理，未能充分反映全一级科创投资市场情况、各项目发行定价、上市初期波动以及不同项目之间的实际差异，模拟结果或与项目实际发行收益存在一定偏差，仅供情景参考，不宜作为对未来业绩的预测依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666