下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

证券行业

科技浪潮与三投联动下的券商价值重估

Non-Bank Financials

陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE.no: BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

严漪澜
SAC 执证号：S0260524070005
0755-82544248
yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

AI 驱动硬科技项目供给扩张，叠加长期资金入场和多元退出渠道改善，私募股权行业进入结构性修复。AI 产业加速发展，中美差异为中国科技投资提供长期发展空间。据《2026 AI Index Report》公布，2025 年美国 AI 私人投资约为中国的 23 倍，依托“大模型＋大算力”持续扩大资本投入；面对资本和先进算力约束，中国更加重视底层技术补短板、算力效率优化和产业场景落地，推动 AI 与制造、能源、医疗等行业深度融合。据清科研究统计，随着 AI 驱动硬科技项目供给扩张，2025 年中国 IT、半导体及电子设备、生物技术与医疗健康等领域投资金额合计占比超过 50%。在资产、资金和退出同步改善的情景下，行业有望进入 3-5 年的募资与退出修复期。

资金向国资和长期资本集中，具备募投管退全流程能力的券商系 PE 有望更加受益。券商私募子依托集团信用承接政府及产业资本，借助三投资源提升项目获取、定价与退出能力。据投中嘉川统计，截止 2026 年 6 月 30 日，中金资本、中信金石在管规模分别超过 6230 亿元和 2350 亿元，形成了头部机构的先发优势。随着基金实缴和 AUM 增长，管理费有望改善；随着项目退出增加，Carry 将进一步兑现。

存量科技项目逐步进入退出窗口，另类子直投业务有望由资本投入期转向价值兑现期。人工智能、半导体和先进制造等产业扩容持续增加可投资项目，企业商业化和后续融资推动存量项目价值成长，退出环境改善则使账面价值转化为已实现收益和现金回款，前期布局项目进入兑现窗口期，有望形成“科技资产供给扩张-企业成长与估值提升-上市、并购或股权转让退出-资本回收再投资”的循环。在科技资产景气上行和退出渠道改善的背景下，存量项目丰富、资本实力较强、产业定价与退出能力领先的另类子有望率先释放利润弹性。

科技 IPO 供给与二级市场估值共同决定保荐跟投的收益弹性。科创板全面跟投和创业板特定情形跟投机制，使另类子的跟投机会与 IPO 项目数量和募资规模直接相关。IPO 扩容增加跟投项目数和投资本金，科技资产风险偏好改善则提升锁定期内持仓估值，两者共同放大账面收益。据 iFinD 统计，2021 年-2026 年 6 月，主要券商另类子累计解禁跟投项目 314 个、解禁市值约 292.31 亿元，已形成一定规模的存量持仓。随着双创板改革深化、科技企业上市供给改善及存量项目陆续解禁，保荐项目储备丰富、科技投行能力较强的券商有望同时受益于新增跟投规模扩张和存量持仓价值释放，跟投业务有望成为另类子利润增长的重要弹性来源。

投资建议：一是重点关注一级业务综合能力领先的头部券商：中信证券 AH、国泰海通 AH 和中金公司 H，兼具私募股权管理基础、科技投行项目储备、另类投资资本实力和多元退出能力。二是关注直投业务突出、利润弹性较高的中小券商：财通证券和长江证券。

风险提示：科技产业发展及项目商业化不及预期；政府基金实缴和私募股权募资不及预期；IPO、并购等退出渠道恢复不及预期；科技资产估值大幅波动；项目减值及实际处置收益低于预期；行业监管政策发生变化。

相关研究

证券行业 2026 年中报总结:业务景气向上，头部分化加大	2026-09-07
证券 II 行业:主动管理 ETF 的海外经验与国内展望	2026-07-30
证券 II 行业:券商板块持仓环比上修—2026Q2 公募基金持仓分析	2026-07-23

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中国银河	601881.SH	CNY	11.91	20260831	买入	14.24	1.35	1.59	8.82	7.49	0.99	0.91	9.2%	10.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.93	20260830	买入	25.36	2.36	2.72	8.02	6.96	0.87	0.80	9.8%	10.1%
中信证券	600030.SH	CNY	31.70	20260821	买入	31.46	2.50	2.97	12.68	10.67	1.49	1.37	10.7%	11.4%
东方证券	600958.SH	CNY	8.92	20260830	买入	12.05	0.85	0.95	10.49	9.39	0.90	0.85	8.0%	8.6%
国泰海通	601211.SH	CNY	17.32	20260819	买入	23.94	1.89	2.32	9.16	7.47	0.87	0.81	9.4%	9.9%
东方财富	300059.SZ	CNY	18.31	20260823	增持	24.55	0.98	1.12	18.68	16.35	2.76	2.43	14.1%	13.9%
招商证券	600999.SH	CNY	17.49	20260818	买入	23.21	2.03	2.38	8.62	7.35	1.10	1.02	11.8%	12.0%
东吴证券	601555.SH	CNY	8.40	20260505	买入	10.48	0.80	0.97	10.50	8.66	0.87	0.83	7.9%	8.6%
财通证券	601108.SH	CNY	8.20	20260830	买入	10.56	0.76	0.88	10.79	9.32	0.95	0.90	8.5%	9.2%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.84	20260821	买入	7.47	0.42	0.49	13.90	11.92	0.81	0.77	5.4%	5.8%
国信证券	002736.SZ	CNY	9.98	20260210	买入	14.47	1.55	1.85	6.44	5.39	0.88	0.81	11.0%	12.0%
同花顺	300033.SZ	CNY	207.00	20260426	买入	314.09	5.23	6.25	39.58	33.12	13.49	11.75	34.5%	33.5%
华泰证券	06886.HK	HKD	17.14	20260830	买入	21.38	2.36	2.72	6.25	5.42	0.67	0.62	9.2%	10.1%
中信证券	06030.HK	HKD	30.67	20260821	买入	31.93	2.50	2.97	10.55	8.88	1.24	1.14	10.7%	11.4%
东方证券	03958.HK	HKD	5.76	20260830	买入	7.71	0.85	0.95	5.82	5.21	0.50	0.47	8.0%	8.6%
国泰海通	02611.HK	HKD	14.75	20260819	买入	19.45	1.89	2.32	6.71	5.47	0.64	0.59	9.4%	9.9%
中金公司	03908.HK	HKD	30.11	20260830	买入	28.90	2.92	3.25	8.87	7.97	1.04	0.96	10.2%	10.4%
招商证券	06099.HK	HKD	14.68	20260818	买入	19.14	2.03	2.38	6.22	5.30	0.79	0.74	11.8%	12.0%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。EPS 中友邦保险、中银航空租赁的货币为美元，其余为人民币；保险估值中中国财险、中国人保、中国人民保险集团为 PB，其余为 PEV。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

前言 6

一、科技变革影响投资市场，资本达成“投早投小投硬科技”共识 6

二、私募股权：行业进入结构性修复，券商系 PE 地位有望突出 8

（一）历史复盘：募资、投资、退出与回报共同决定中国私募股权周期 8
（二）科技资产供给扩张，推动股权投资进入结构性修复周期 9
（三）券商系 PE 竞争优势有望进一步增强 14

三、另类投资业务：直投与跟投迎来双重成长机遇 17

（一）科技产业升级驱动直投业务进入价值兑现 17
（二）受益于科技 IPO 扩容，看好双创板块跟投浮盈 22

四、投资建议 25

五、风险提示 30

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：2025 年中国股权投资市场投资行业分布.....7
图 2：2021-2025 年 PE 融资轮次融资金额占比.....7
图 3：2021-2025 年私募股权大小额投资事件数.....7
图 4：2005-2024 年大中华区私募投资变化.....9
图 5：2015-2026 年 5 月私募基金管理人家数.....9
图 6：2008-2025 年美国 PE 交易金额及交易笔数.....10
图 7：2026 年美国 PE 机构投资决策主要影响因素.....10
图 8：美国 VC 市场 AI 相关投资金额及占比.....10
图 9：2003-2025 年各国人工智能私募累计投资.....11
图 10：2025 年 AI 应用成本与收入变化（%）.....11
图 11：2026 年英伟达 H200 出口场景对全球 AI 算力分布比例预测（%）.....12
图 12：LP 认缴出资规模变化（亿元）.....13
图 13：全国政府引导基金平均反投比例（%）.....13
图 14：金融机构类 LP 认缴出资规模变化（亿元）.....13
图 15：2024-2025 年银行 AIC 出资基金数量（只）.....13
图 16：中国股权投资市场退出情况.....14
图 17：2026Q1 中国股权投资市场退出方式分布.....14
图 18：中金资本投资数量及金额.....15
图 19：中信建投资本投资数量及金额.....15
图 20：中信金石投资数量及金额.....16
图 21：国泰海通私募子投资数量及金额.....16
图 22：政府投资基金子基金管理人国资化趋势.....17
图 23：政府投资基金直投项目退出方式.....17
图 24：券商另类子净资产变化趋势（亿元）.....18
图 25：券商另类子净利润变化趋势（亿元）.....18
图 26：2013-2025 年券商一级子公司投资项目数量变化趋势（个）.....18
图 27：2025 年主要券商另类子净资产及其占集团归母权益比例.....20
图 28：2021-2025 年券商与另类子平均 ROE 对比.....21
图 29：2018-2025 另类子 ROE 变化趋势.....21
图 30：2019-2026 年券商直投项目退出数量（个）.....21
图 31：券商直投项目投资孵化时长统计（年）.....21
图 32：A 股历年发行数量和 IPO 金额.....22
图 33：港股历年发行数量和 IPO 金额.....22
图 34：科创板历年 IPO 金额.....23
图 35：科创板历年 IPO 数量.....23
图 36：IPO 排队公司保荐机构统计（家）.....24
图 37：2025-2026 年 IPO 申报公司保荐机构（家）.....24

下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：2019-2026 年另类子累计获配项目数及历年跟投浮盈 25
图 39：券商私募子利润贡献 26
图 40：券商另类子利润贡献 26
图 41：券商系 GP 成立年份分布及在管规模 26
图 42：2023-2025 年券商私募子在管规模（亿元） 26
图 43：券商另类子直投项目行业配置比例 27
图 44：券商另类子直投收益情景敏感性测算（亿元） 27
图 45：2021-2026 年 6 月另类子解禁跟投项目数（个） 28
图 46：2021-2026 年 6 月另类子解禁跟投市值（亿元） 28
图 47：券商另类子跟投业务敏感性测算（亿元） 29

表 1：券商一级业务的概况 6
表 2：中国私募股权市场历史梳理 8
表 3：科技企业发展分层资本接力 11
表 4：2021-2025 年中国最受 LP 关注的私募股权投资机构前 15 名（亿元） 15
表 5：2020 年以来主要券商另类子公开可识别直投事件行业分布（按投资事件数，个） 19
表 6：券商私募基金资本与另类子自有资本共同覆盖项目梳理 19
表 7：主要科技板块 IPO 上市后分期限收益表现（含首日涨跌幅加权平均，按发行价计） 23
表 8：2026 年以来科创板保荐跟投项目浮盈（亿元） 23

下载日志已记录，仅供内部参考

前言

大国竞争加速全球产业体系重构，科技创新及其资本支持能力成为竞争核心。当前，新一轮科技革命与地缘政治格局调整相互交织，全球主要经济体围绕人工智能等前沿领域持续增加资源投入，科技竞争逐步延伸至系统性竞争。其中，美国依托基础研究、风险资本和成熟资本市场体系，持续巩固在前沿技术领域的先发优势；我国则在外部技术约束和全球产业链重构的背景下，加快推进高水平科技自立自强，推动科技创新由单点技术突破走向产业链协同升级。未来，中国能否建立与科技企业成长规律相适配的长期资本体系，将成为影响科技成果转化和产业竞争力提升的重要因素。

经济发展面临关键期，科技产业转型是重要抓手。当前中国经济正处于“向新向优”的结构性转型关键期。从供给侧看，国家统计局发布 2025 年高技术制造业增加值同比增长 9.4%，对全部规模以上工业增长的贡献率达 26.1%，科技成为拉动工业增长的核心力量。从需求侧看，内需动能释放不足，中高端产品与服务供需存在结构性错配，科技发展有望弥补市场缺口。在此背景下，“十五五”规划提出发展新质生产力，通过构建“传统产业升级+高技术产业扩容”的双轮驱动格局，实现供需适配与经济健康发展。本轮科技产业变革具有研发投入更高、资本需求更大和商业化周期更久等特征，对长期资本和全生命周期金融服务提出了更高要求。

政策红利改善股权投资的资产供给和退出预期，有望增厚盈利空间。长久以来，证券公司通过投行业务和股权投资业务深度服务于科技公司。相较于传统的间接融资，股权融资不依赖固定还本付息，更能承担科技企业早期经营不确定性，更适配于创新型科技公司，券商有望深度受益于科技的蓬勃发展。为拥抱这一轮科技变革，资本市场“两创板”深化改革持续推进，科创板的硬科技标的池扩容与创业板的服务边界拓宽，进一步放大股权投资的盈利空间。

三条路径增厚券商利润。证券公司同时连接科技企业、长期资本与资本市场，有望通过私募子公司和另类子公司的三种不同机制分享科技产业变革红利：私募子通过 AUM 扩张和基金业绩改善获得管理费及 Carry；另类子主动直投通过长期持有优质科技企业获得股权增值；保荐跟投则在科技企业上市扩容和二级市场估值上行阶段释放利润弹性。三类业务共享科技资产扩容的产业基础，但收益久期和波动特征不同。

表 1：券商一级业务的概况

业务	实施主体	收益来源	兑现周期	主要风险
PE 基金管理	私募子	管理费、Carry	中长期	募资、退出、业绩报酬门槛
自有资金直投	另类子	股权增值、公允价值变动	中长期且波动	减值、退出、资本占用
保荐跟投	另类子	上市后股价变动	较快但禁售两年	发行定价、禁售期回撤

数据来源：广发证券发展研究中心

一、科技变革影响投资市场，资本达成“投早投小投硬科技”共识

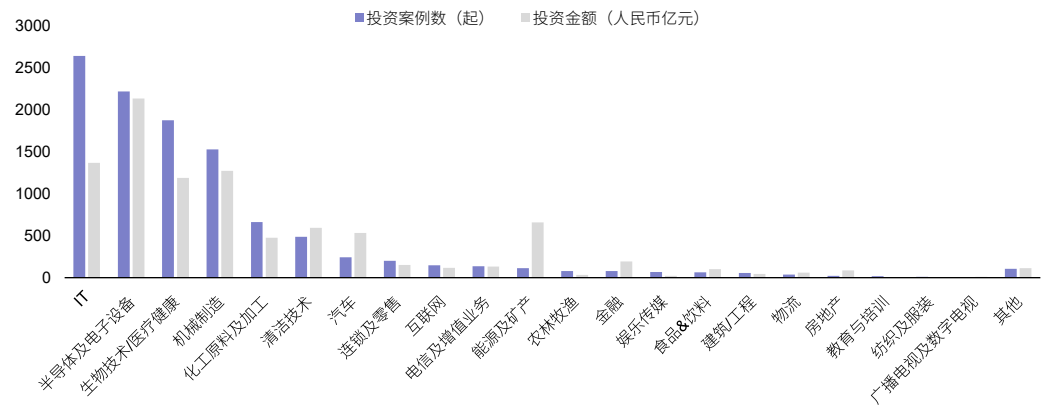
中国科技产业正从"互联网平台驱动"转向"硬科技驱动"，研发模式、企业成长模式和资本需求都发生了系统性变化。

耐心资本重点布局硬科技领域。当前，传统消费互联网投资进一步萎缩，市场资金加快向硬科技领域配置。据清科研究统计，2025 年我国 IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康三大领域的投资金额占比分别达到

下载日志已记录，仅供内部参考

14.71%、22.96%、12.81%；2026 年第一季度人工智能方向融资事件近 600 起，总投资金额超 1100 亿元，同比上升 185.4%，生物技术投资案例数 419 起，投资金额同比上升 15.8%。长期资本方面，据投中嘉川整理，国家创业投资引导基金全面对接国家中长期科技发展规划，投资方向锁定集成电路、人工智能等七大领域，引导基金设置 20 年存续期；据券商中国统计，五大国有行 AIC 齐齐现身于我国国产存储巨头长鑫科技和长江存储的股东名单中，体现长期资本对硬科技领域的配置力度提升。

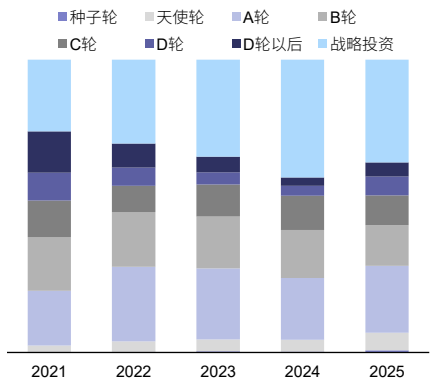
图 1：2025 年中国股权投资市场投资行业分布



数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

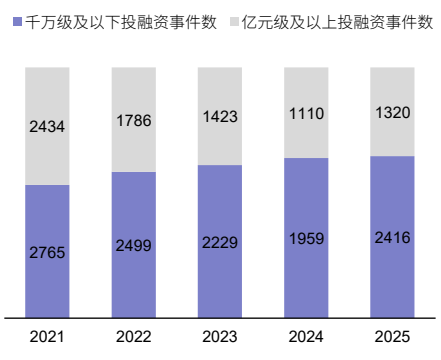
短期逐利的模式加速退场，投资偏向长期价值布局。政策优化考核与容错机制，为国资投资松绑，长期投资得到资金和政策的双重保障，私募股权市场向小额、早期项目倾斜的导向明确。据烯牛数据统计，2025 年种子轮、天使轮、A 轮融资金额分别为 34.32 亿元、283.73 亿元、1078.11 亿元，合计占比从 2024 年的 25.42%增长至 29.55%；千万级及以下投融资事件数占比从 2021 年 53%升至 2025 年 65%。2026 年 5 月 11 日，京津冀创业投资引导基金正式发布被投子基金申请的邀请公告，要求子基金 60%以上资金投向单一优势领域，70%以上投向种子期和初创期企业，取消返投条款，基金迈入常态化规模化投资布局新阶段，锚定“投早投小投硬科技”。

图 2：2021-2025 年 PE 融资轮次融资金额占比



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

图 3：2021-2025 年私募股权大小额投资事件数



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

科技产业成长决定资产回报上限，长周期资金决定投资能力，退出制度决定资本周转效率；私募子通过 AUM 和管理费体现持续性，直投通过组合升值体现长期价值，跟投通过 IPO 和估值共振释放短期利润弹性。三者节奏不同，但共同强化头部券商 ROE。

二、私募股权：行业进入结构性修复，券商系 PE 地位有望突出

（一）历史复盘：募资、投资、退出与回报共同决定中国私募股权周期

中国私募股权市场的发展受到资金供给、可投资项目、退出渠道与基金回报的多重影响，回顾历史，我国股权投资市场先后经历制度起步、市场扩张、快速增长、震荡出清和结构性修复等阶段。

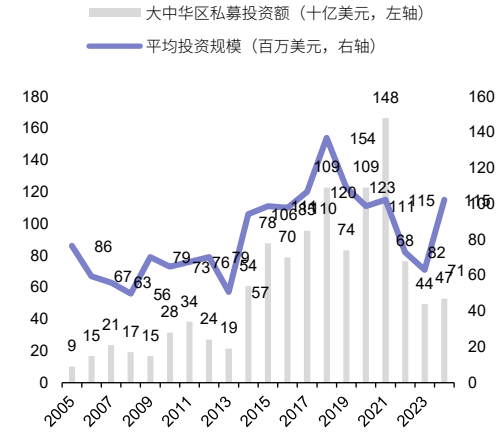
表 2：中国私募股权市场历史梳理

发展阶段	募资端	投资端	退出端	回报与周期特征
外资主导与制度起步期（1985—2004年）	1985年《关于科学技术体制改革的决定》首次提出支持创业风险投资，本土市场化募资渠道尚未形成，资金主要来自政府创投平台和海外美元基金。	美元基金率先布局互联网及早期科技企业，本土投资机构数量和专业能力有限。	境内资本市场缺乏适配科技企业的退出渠道，优质项目主要依赖境外上市。	少数互联网项目取得较高回报，但本土募资、投资和退出体系尚未形成，市场不具备规模化循环基础。
制度建立与人民币基金发展期（2005—2012年）	有限合伙制度确立，人民币基金募资通道逐步打通，政府及民间资本开始进入。	2005年《创业投资企业管理暂行办法》系统性规范了创投行业的部门规章，2007年《中华人民共和国合伙企业法》正式确立了有限合伙制的法律地位。投资机构数量增加，消费、互联网及新经济企业成为重要投资方向。	创业板开板拓宽境内IPO退出渠道，人民币基金首次形成较为明确的本土退出路径。	制度建设与IPO扩容推动部分基金获得较高回报，退出收益带动人民币基金进一步发展，但市场规模和长期机构资金仍然有限。
规模扩张与全面规范期（2013—2017年）	2016年出台《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，引导长周期资金进入；社会资本、资管资金、国资和金融机构资金快速进入，募资规模显著扩张，但部分资金期限较短。	移动互联网、消费升级等领域投资活跃，机构数量和投资事件快速增加，项目估值同步上升。	IPO常态化预期增强，并购及股权转让较为活跃，退出渠道阶段性改善。	2013年《中华人民共和国证券投资基金法》行业合法化。 截至2017年12月底，中国已成为全球第二大股权投资市场。
震荡出清与结构调整期（2018—2022年）	受2018年“资管新规”去杠杆影响，募资端迎来严冬，资管新规压缩短期和通道资金，民间资本及美元基金募资走弱。	消费互联网降温，半导体、新能源等硬科技领域阶段性活跃，但整体投资市场趋于谨慎。	2019年科创板设立与注册制试点允许未盈利及红筹企业上市，科创板及注册制改革拓宽科技企业上市渠道，但存量项目较多、IPO节奏波动，行业整体退出压力仍然较大。	募资收缩、估值调整和退出不畅共同压低基金回报，DPI不足进一步影响后续募资，行业进入管理人出清和存量项目消化阶段。
结构性修复与循环重建期（2023年至今）	2024年《关于促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，政府引导基金、地方国资、险资和AIC等长期资金加快布局，募资端出现改善。	2024年《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，投资进一步向硬科技领域集中，投资阶段向早期和成长期延伸。	IPO边际恢复，并购重组、S基金、股权转让和实物分配股票等多元退出工具逐步发展。	2026年《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，募资、投资和退出开始同步修复，私募行业进入全面规范发展阶段。

数据来源：中国证券投资基金业协会、中华人民共和国中央人民政府、国家市场监督管理总局、广发证券发展研究中心

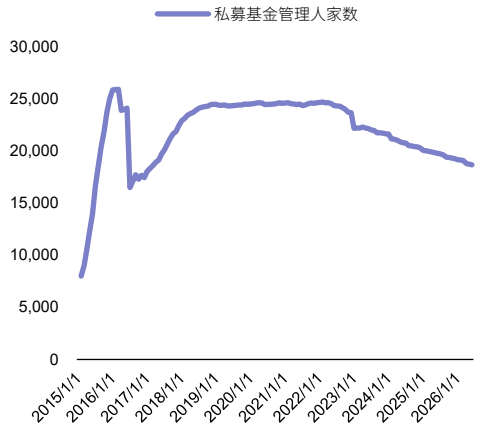
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：2005-2024 年大中华区私募投资变化



数据来源：贝恩公司、广发证券发展研究中心

图 5：2015-2026 年 5 月私募基金管理人家数



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心

历史经验表明，私募股权市场的持续扩张需要募资、投资和退出等多个环节相互协调，并形成相应的回报与周期特征。2005-2012 年的发展主要受制度建设和创业板开板推动，2013-2017 年的全面扩张则更多依赖社会资本快速进入和 IPO 退出预期改善，2018-2022 年政策严厉整顿限制业务开展与从业人员资格，叠加全球流动性收紧，行业进入存量出清和结构调整阶段；2023 年至今，募资、投资和退出开始同步修复。当资金扩张速度超过优质资产和退出容量后，行业在资管新规、估值调整和退出收紧的共同影响下进入长期出清，单一资金涌入或 IPO 阶段性放松只能推动短期修复，只有退出形成现金回报、回报支持后续募资，行业才可能形成可持续的资本循环。

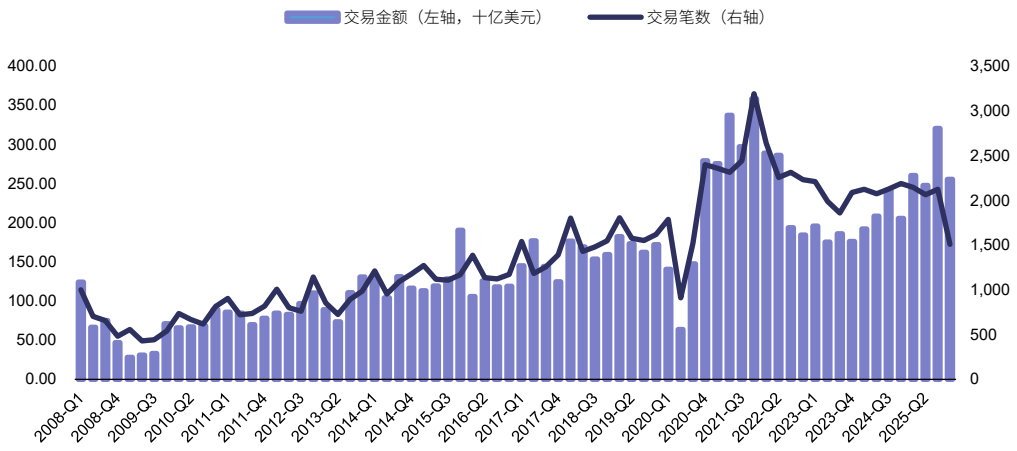
（二）科技资产供给扩张，推动股权投资进入结构性修复周期

1．美国经验：科技创新持续创造资产供给，多层次私人资本形成接力

美国 PE 市场的长期发展受到机构资金配置、融资环境、并购市场成熟度及产业变革等多重因素共同影响。2008 年以来，美国 PE 交易金额和交易数量总体扩张，但在金融危机、疫情冲击、利率变化及大型并购交易影响下仍呈现明显波动。**目前，科技创新虽然并非美国 PE 规模增长的唯一原因，但可以在持续创造高成长企业和新型商业模式、为私人资本市场提供长期可投资的资产来源等方面发挥重要作用。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2008-2025 年美国 PE 交易金额及交易笔数



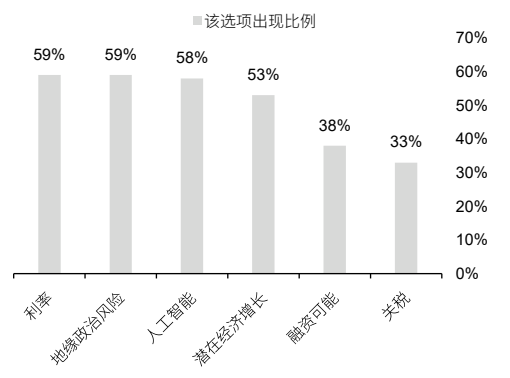
数据来源：PitchBook、广发证券发展研究中心

注：美国 PE 口径包括 Buyout/LBO、PE 支持的追加收购、成长资本及平台并购等，不包括 VC 投资；交易金额受大型并购项目影响，主要用于观察美国 PE 市场的长期规模与周期变化。

人工智能正在进一步扩大美国私人资本市场的科技资产供给。根据 2026 年 5 月 PitchBook 调查，人工智能正在成为影响私募股权投资决策的最重要宏观经济因素之一，其对 PE 行业的影响并不局限于直接增加当期 PE 交易金额，**而是通过"VC 培育早期企业—成长资本支持商业化—PE 及产业资本参与整合—IPO 或并购实现退出"的资本接力机制，持续扩大私人资本市场的资产供给。**据 NVCA 统计，2025 年美国 AI 相关企业融资金额占 VC 投资总额超过六成，表明 AI 已经成为美国风险资本配置的核心方向。VC 对早期及成长期 AI 企业的大规模投入，正在扩大未来可供成长资本、PE 和产业资本接力的项目储备。

值得注意的是，科技革命为 PE 创造长期机会，但不会使所有科技资产普遍升值。新技术一方面创造基础设施、成长企业和产业整合机会，另一方面也会削弱旧商业模式的竞争壁垒。据 PitchBook 统计，2026 年上半年受到人工智能带来的结构性需求支撑，美国能源行业私募股权投资交易总额同比增长 80.5%；2026 年第二季度，美国软件行业的私募股权交易额预计降至 107 亿美元，同比下降 65.7%，较历史峰值低 90.3%。

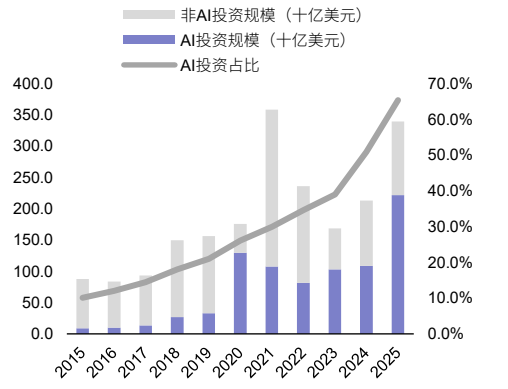
图 7：2026 年美国 PE 机构投资决策主要影响因素



数据来源：PitchBook、广发证券发展研究中心

注：受访者按要求列出当前影响其投资决策的三大宏观经济因素

图 8：美国 VC 市场 AI 相关投资金额及占比



数据来源：NVCA、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：科技企业发展分层资本接力

企业阶段	资本类型	价值创造	退出方向
技术验证	天使、VC	技术及产品验证	后续融资
商业化	VC、成长资本	客户和收入增长	PE 接力、IPO
规模扩张	成长基金、PE	扩产、国际化、并购	IPO、产业出售
成熟整合	PE、产业资本	降本增效、行业整合	并购、二次出售

数据来源：广发证券发展研究中心

PE 行业能否长期受益，取决于机构是否能够重新配置资产、通过投后管理兑现技术价值，并最终完成退出和现金分配。**美国经验表明，科技创新能够为股权投资市场提供长期产业基础，但其最终转化为 PE 交易和基金回报，仍需要长期机构资金、企业商业化能力以及成熟退出市场共同配合。**

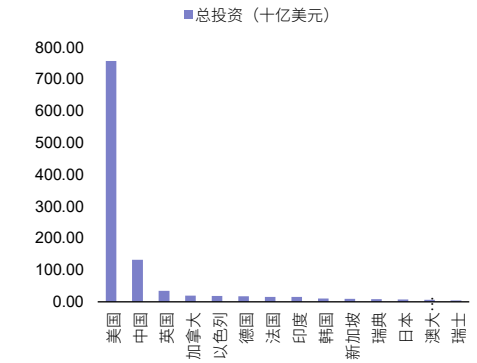
2．募资端与投资端形成良性交互，资金供给匹配科技产业长周期发展规律

美国人工智能产业发展路径：大模型+大算力。OpenAI、Anthropic、xAI 等头部企业持续通过扩大模型参数规模和算力投入提升模型性能，形成典型的资本密集型产业特征，据《2026 AI Index Report》披露，2025 年美国 AI 私人投资达到 2859 亿美元，是中国的 23 倍。根据 Statista 预测，在不同芯片供给及性能折算情景下，2026 年美国 AI 算力份额约为 47%-73%，中国约为 3%-38%，美国在先进 AI 算力及相关产业生态方面仍占据明显优势。

中国人工智能产业的发展路径：底层技术补短板、算力效率优化与产业应用落地并行。资本约束在制约大模型训练、先进芯片研发和基础设施扩张的同时，也倒逼中国企业通过模型压缩、推理优化和场景落地提升效率。相比于美国，中国 AI 产业在高端 GPU 供给和资本规模约束下，更加重视算力效率提升与产业场景落地。一方面，国内企业通过模型压缩、混合专家模型（MoE）、低精度训练及推理优化等技术降低单位算力成本，在有限算力条件下提高模型训练和应用效率；另一方面，依托制造业体系完整、应用场景丰富等优势，推动 AI 与制造、能源、医疗、金融等实体产业深度融合。

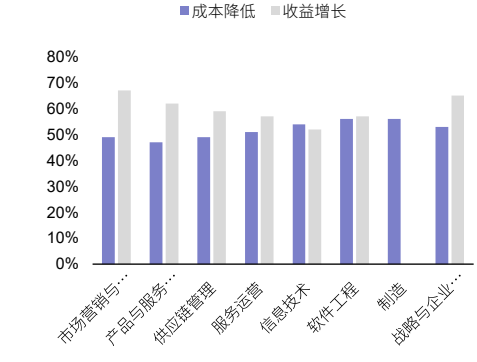
算力差距带来长期投资需求与产业追赶空间。缩小中美算力差距既需要提升单位算力效率，也需要持续补充先进芯片、半导体设备、数据中心及配套能源基础设施。效率优化能够降低单位训练和推理成本，但不能完全替代算力供给和底层技术投入。因此，效率优化与补齐资本、算力短板需要同时推进，这为长期资本和股权投资市场提供了较为广阔的配置空间。

图 9：2003-2025 年各国人工智能私募累计投资



数据来源：Quid、《2026 AI Index report》、广发证券发展研究中心

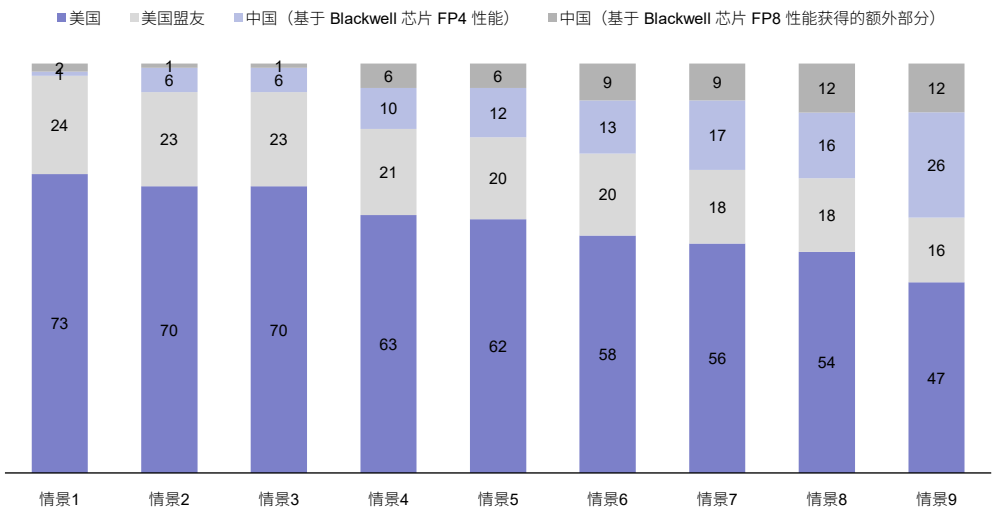
图 10：2025 年 AI 应用成本与收入变化（%）



数据来源：Quid、《2026 AI Index report》、广发证券发展研究中心
注：制造行业收益增长为空值。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2026 年英伟达 H200 出口场景对全球 AI 算力分布比例预测（%）



数据来源：Statista、广发证券发展研究中心

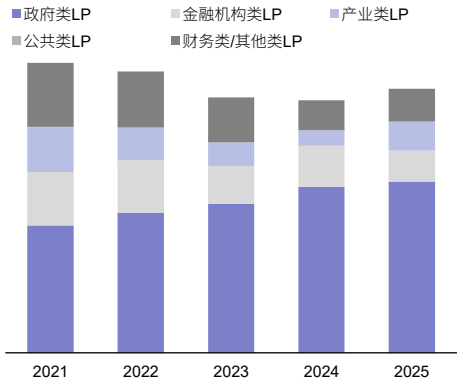
注：中国份额为 FP4 基础部分与 FP8 额外部分之和。根据出口政策与英伟达芯片性能划分情景并预测 2026 算力分布，情景 1 到 9 依次对应：美国数据中心 AI 芯片不出口中国，且不存在走私；美国数据中心 AI 芯片不出口中国，供应具有弹性，4–5%的美国制造 AI 芯片通过走私进入中国；美国数据中心 AI 芯片不出口中国，供应缺乏弹性，4–5%的美国制造 AI 芯片通过走私进入中国；保守的 H200 出口政策且供应具有弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 9–14%；保守的 H200 出口政策且供应缺乏弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 11–16%；基准 H200 出口政策且供应具有弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 12–20%；基准 H200 出口政策且供应缺乏弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 17–25%；激进的 H200 及同等性能芯片出口政策且供应具有弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 16–27%；激进的 H200 及同等性能芯片出口政策且供应缺乏弹性，中国购买美国制造 AI 芯片的 26–37%。

募资端：深化“耐心资本”培育，多元化拓宽资金来源。2023 年我国颁布了行业首部行政法规《私募投资基金监督管理条例》；2024 年发布的“创投十七条”系统化提出要壮大“耐心资本”。

国资发挥主导力量，投资转向国家战略导向。据烯牛数据统计，2025 年国资类认缴出资规模占比 91.85%，占据市场绝对主导地位并积极发挥政策引导作用。其中，政府类 LP 认缴出资规模在整体中的占比从 2021 年的 43.88%大幅提升至 2025 年的 67.83%，国家级引导基金由 2024 年的 169 亿元增长为 2025 年的 2344 亿元。全国政府引导基金平均反投比例连续五年持续下降，正从地方财政招商驱动的短周期资金体系，演进为锚定国家战略的长期产业资本投资。

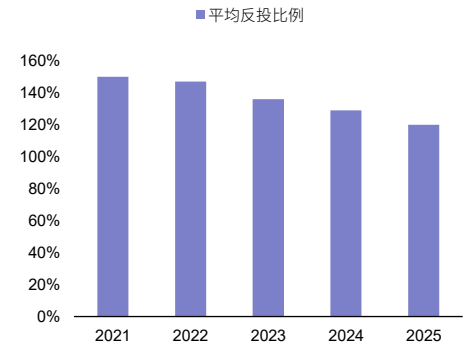
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：LP 认缴出资规模变化（亿元）



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

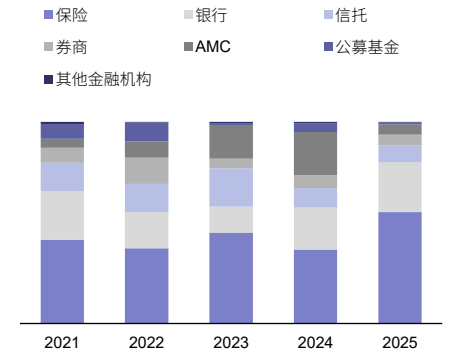
图 13：全国政府引导基金平均反投比例（%）



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

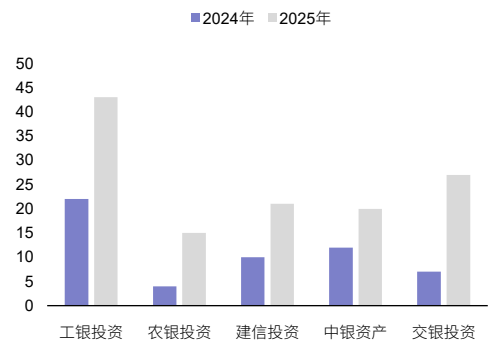
机构类耐心资本发挥增量力量。一方面，受到市场低利率影响，险资持续扩大对私募股权市场的配置比例。据烯牛数据统计，2025 年险资认缴出资 1480.80 亿元，占金融机构类 LP 出资比例的 55.28%，创下近五年新高。另一方面，银行 AIC 正在逐步演变为长期资本供给者。2025 年《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》将 AIC 股权投资试点扩大至 18 个城市，AIC 股权投资签约意向金额已突破 3800 亿元，2025 年新增规模近 1000 亿元，占全国新增股权投资规模约 10%。

图 14：金融机构类 LP 认缴出资规模变化（亿元）



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

图 15：2024-2025 年银行 AIC 出资基金数量（只）



数据来源：烯牛数据、广发证券发展研究中心

资金供给匹配科技产业发展需求，科技创新反哺丰厚收益：一方面，国资肩负培育战略性新兴产业、服务国家科技自立自强的重要使命，其投资期限更长、风险容忍度更高，与科技企业长期成长规律高度匹配，提升科技发展质量，实现资本赋能与产业升级的协同发展。另一方面，科技创新为私募股权基金提供了丰富的优质投资标的，提高资金配置效率，不断提升基金回报能力和募资吸引力，最终推动募资端与投资端形成相互促进的发展格局。

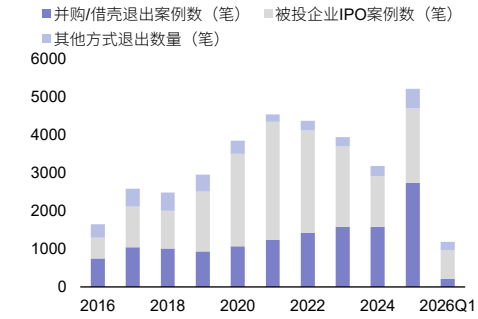
3．退出端：退出通道拓宽，资本循环逐步形成

政策发力与产业协同共同打通退出通道。近年来，中央与地方政策针对退出难痛点提出一系列解决措施。2024

下载日志已记录，仅供内部参考

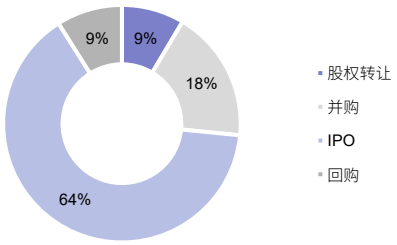
年 6 月 15 日，“创投十七条”健全创业投资退出机制，打出“退出扩容+长期资本引入+精准扶持”组合拳；2025 年 3 月 5 日，国务院办公厅发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》明确提出畅通私募股权创投基金多元化退出渠道，优化“反向挂钩”政策、推进实物分配股票试点、支持 S 基金发展。此外，由于中国人工智能发展侧重行业迁移发挥协同作用，创新技术可以通过并购实际落地，产业并购逐渐发挥重要力量，据清科研究统计，2026 年 Q1，中国股权投资市场并购退出案例 213 笔，同比上升 115.2%。

图 16：中国股权投资市场退出情况



数据来源：清科研究、广发证券发展研究中心

图 17：2026Q1 中国股权投资市场退出方式分布



数据来源：清科研究、广发证券发展研究中心

当前中国私募股权市场正处于出清后的结构性修复与资本循环重建初期。与之前依赖社会资本扩张、消费互联网投资和 IPO 预期上升的周期相比，本轮修复呈现三项结构性变化：一是政府引导基金、险资和 AIC 等长期资金逐步替代短期及通道资金，资本期限与科技企业成长周期的匹配度有所提高；二是投资主线由消费互联网转向人工智能、半导体和高端制造等硬科技领域，资产供给更多来源于国家战略和产业升级；三是退出体系开始由较为依赖 IPO 向 IPO、产业并购、S 基金和股权转让等多元方式拓展。因此，本轮修复并非简单重复上一轮规模扩张，而是资金结构、产业资产和退出机制的共同重构。

长期层面，科技创新融资需求、耐心资本制度建设和多元化退出市场发展，有望推动股权投资行业容量持续扩张，并提高行业景气中枢。基准情景下，行业有望进入 3-5 年的募资与退出修复期；若后续实际实缴募资、DPI、市场化 LP 复投率和多元退出金额连续改善，则本轮修复可能进一步演化为更长的扩张周期；如出现国资出资节奏放缓、退出收益不佳的情形，资金循环将再次受阻，限制周期上行。

（三）券商系 PE 竞争优势有望进一步增强

据投中网统计，在中国最受 LP 关注的私募股权投资机构 TOP 15 榜单中券商系 PE 表现亮眼，从 2021 年仅中金资本一家券商系 PE 上榜，到 2025 年共有三家上榜，位次逐渐上升。近年来，头部券商私募子投资数量及金额均有回暖，并积极承接国资项目。据各公司披露，2025 年，财通资本主动管理绍兴市产业股权投资基金有限公司，政府主导创业投资基金规模达 150 亿元；2026 年，中金资本运营有限公司担任京津冀创业投资引导基金 GP，总规模超 500 亿元。**券商系 PE 通过发挥国资背景、品牌信用以及母公司“募投管退”全流程生态的优势，在政府类 LP 募资、科技项目定价及多元化退出服务等方面具备一定禀赋基础，有望在行业集中度提升过程中形成差异化优势。**

下载日志已记录，仅供内部参考

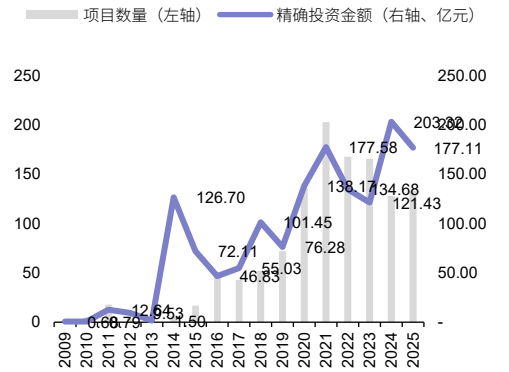
表 4：2021-2025 年中国最受 LP 关注的私募股权投资机构前 15 名（亿元）

	2021		2022		2023		2024		2025	
	机构	管理规模	机构	管理规模	机构	管理规模	机构	管理规模	机构	管理规模
1	高瓴投资	超5000	**中金资本**	**约4000**	**中金资本**	**超4500**	**中金资本**	**超5000**	**中金资本**	6300
2	**中金资本**	4000	高瓴投资	超5000	高瓴投资	超5000	高瓴投资	超5000	高瓴投资	5000
3	正心谷资本	约700	鼎晖投资	1700	鼎晖投资	1700	招商资本	3222	鼎晖投资	1380
4	华盖资本	约200	CPE源峰	约1500	中芯聚源	超300	中芯聚源	超300	基石资本	约850
5	云锋基金	约2000	华盖资本	约200	招商资本	超3000	腾讯投资	约1000	**中信金石**	**约1736**
6	春华资本	约1000	复星创富	500	招银国际资本	900	基石资本	850	元禾璞华	180
7	淡马锡	约13000	光大控股	超1700	国投创新（国投招商）	1000	国投招商	980	招商资本	约3000
8	华平投资	4700	国投创新（国投招商）	1000	**金石投资**	**约1600**	鼎晖投资	1600	招银国际资本	1468
9	招商资本	约3000	基石资本	超600	元禾璞华	约150	国新基金	约2921	**中信建投资本**	**超1100**
10	鼎晖投资	1788	中芯聚源	300	中信资本	约1230	CPE源峰	1500	国投招商	1000
11	基石资本	600	博裕投资	超2000	基石资本	超600	金浦投资	615	CPE源峰	超1500
12	CPE源峰	约1500	招商资本	约3000	CPE源峰	约1700	元禾璞华	超151	中芯聚源	超300
13	北汽产业投资	350	招银国际资本	900	越秀产业基金	1000	小米长江产业基金	120	金浦投资	超600
14	加华资本	超200	金浦投资	600	小米长江产业基金	120	**中信建投资本**	1017	复星创富	500
15	博裕资本	约700	**金石投资**	**约1660**	金浦投资	600	招银国际资本	900	中信资本	995

数据来源：投中、广发证券发展研究中心

注：标注项为券商系 PE

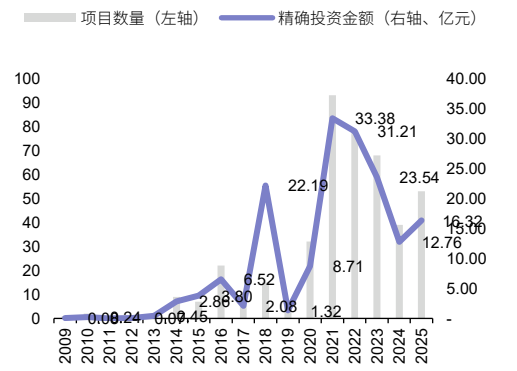
图 18：中金资本投资数量及金额



数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：公开可识别投资事件，可能不能覆盖全部投资

图 19：中信建投资本投资数量及金额

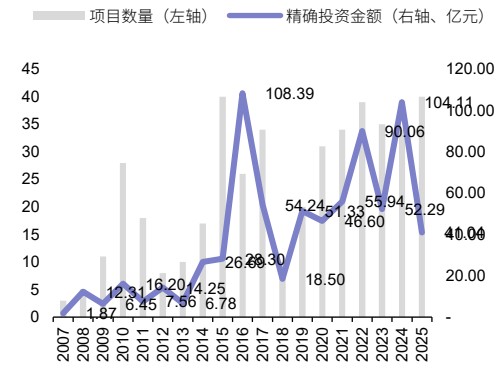


数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：公开可识别投资事件，可能不能覆盖全部投资

下载日志已记录，仅供内部参考

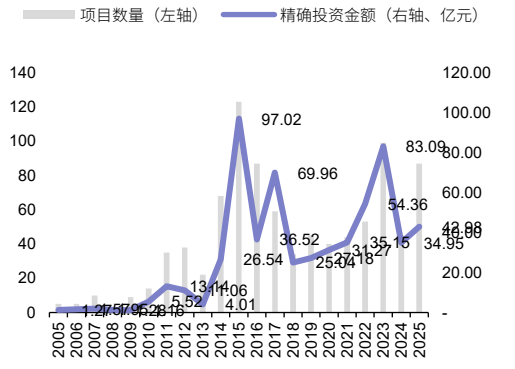
图 20：中信金石投资数量及金额



数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：公开可识别投资事件，可能不能覆盖全部投资

图 21：国泰海通私募子投资数量及金额



数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：公开可识别投资事件，可能不能覆盖全部投资，统计范围为国泰君安创新投资有限公司和海通开元投资有限公司去重后样本。

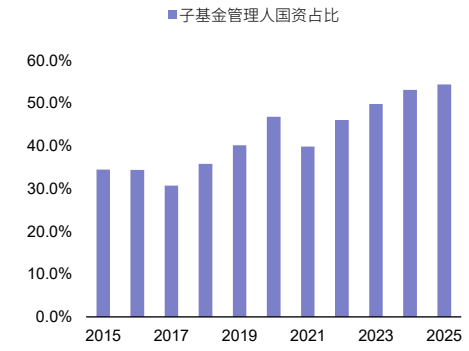
资金结构向国资集中，券商系 PE 有望形成相对募资优势。据投中嘉川统计，政府投资基金子基金管理人国资占比从 2015 年的 34.5%增至 2025 年的 54.4%，资金结构的转变使得 GP 竞争要素也由单纯的投资业绩，进一步扩展至规范治理、产业导入、返投执行和国有资产风险管理等综合能力。政府类基金通常设有返投比例、投资区域、产业方向和国有资产保值等约束，相较于市场化民营 GP，券商私募子自带国资信任背书，开展风控合规和规范运作能力突出，更适合承接政府引导基金、国有资本和长期资金。此外，券商系 PE 有丰富的政府合作经历，据湖南省人民政府披露，2025 年中金资本与湖南省属金融控股平台财信金控已合作成立 4 只基金，总规模 142.12 亿元，投资项目近百个，全方位赋能产业发展和资本市场建设，体现出券商在地方产业资源组织和综合金融服务方面的能力。

研究与产业资源协同，有助于提升科技项目识别与定价能力。券商系 PE 在私募股权市场中可以发挥其精准的市场感知与项目寻找能力，近年来，明星 IPO 项目纷纷出现券商系 PE 身影。据招股说明书披露，截止 2025 年 12 月 31 日，招商证券、华安证券等八家券商及其相关投资主体参与长鑫科技投资；截止 2026 年 8 月 10 日，中信证券作为保荐机构通过旗下私募投资基金金石成长及其他子公司合计持有宇树科技约 4.49%的股份。券商系 PE 根植于母公司“投资+投行+投研”三位一体的生态闭环，凭借研究能力与投资能力的深度交互，构成了区别于市场化 GP 的差异化壁垒。

资本市场服务经验有助于拓展退出方案。据投中嘉川统计，目前 IPO 存量项目超 6.6 万家，存续基金约 14 万亿元，退出压力较大。券商私募子背靠母公司强大的投行业务板块，不仅能为被投企业提供全生命周期的融资服务，更能通过母公司投行的一线 IPO、并购等渠道，展现出较市场化 PE 更强的退出保障能力。自 2023 年起，政府投资基金直投项目 IPO 退出占比降至 2025 年的 13.2%，2025 年并购退出比例达到 86.8%。券商系 PE 依托于母公司投行部门的并购重组业务，凭借其积累的大量产业买家资源、估值定价能力和复杂交易设计经验，为政府基金拓宽退出通道，形成结构性利好。

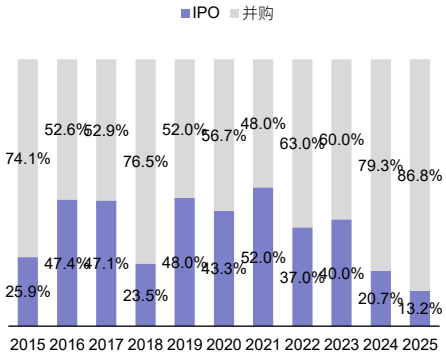
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：政府投资基金子基金管理人国资化趋势



数据来源：投中嘉川、广发证券发展研究中心

图 23：政府投资基金直投项目退出方式



数据来源：投中嘉川、广发证券发展研究中心

三、另类投资业务：直投与跟投迎来双重成长机遇

（一）科技产业升级驱动直投业务进入价值兑现

1．逆周期布局，另类子加码科技彰显投资逻辑

政策红利期（2017-2021）：证券公司自有资金股权直投业务起源于 2007 年启动的直接投资业务试点，早期券商直投平台既使用自有资金投资，也逐步开展直投基金管理，业务边界相对模糊。2016 年 12 月，中证协发布《证券公司另类投资子公司管理规范》和《证券公司私募投资基金子公司管理规范》，明确私募子和另类子的定位与职责，多家券商建立另类子或将已有子公司转型为另类子，并通过扩大资本规模放大竞争优势。2019 年科创板保荐跟投制度落地后，另类子进一步承担保荐人相关子公司战略配售跟投职能。据中证协统计，2021 年上市券商旗下另类子公司的合计净利润达到 131.7 亿元，首次突破“百亿元”大关。

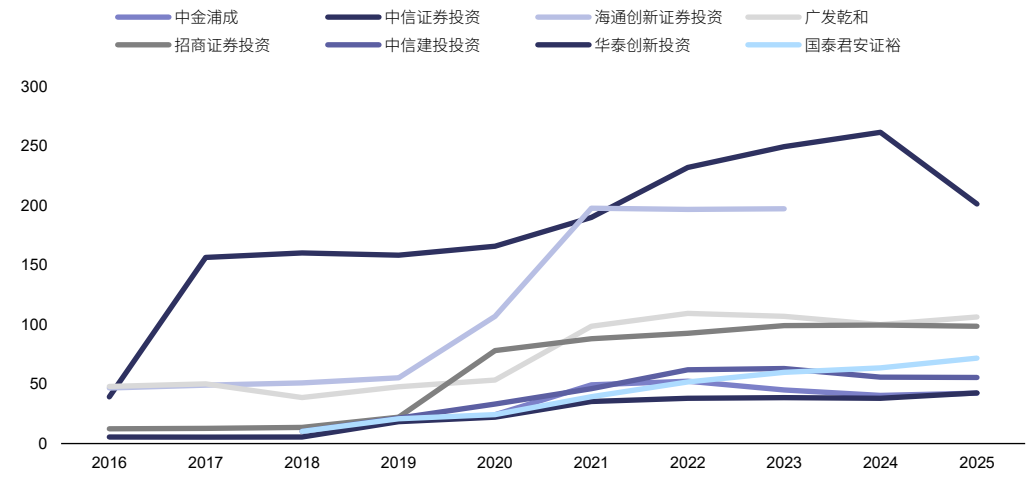
蛰伏与布局期（2022 至今）：市场通常认为，另类投资业务盈利具有较强的周期属性。2022 年起，一级市场融资降温，2023 年 8 月 IPO 节奏阶段性收紧，大量被投项目上市受阻，退出路径收窄，据券商中国统计，截至 2024 年 6 月参与科创板跟投的 26 家券商中，16 家处于账面浮亏状态。但与市场对于周期性业务在低景气阶段收缩资本投入的传统认知不同，多家头部券商仍持续推进另类子资本实力建设，并保持对优质股权资产的投资布局。

据招股说明书披露，2022 年 12 月 31 日前，招商证券全资子公司招证投资便已入股长鑫科技前身睿力集成，直接认缴出资 3.24 亿元，持股 0.67%；2024 年中信证券通过金石成长投资宇树科技，上市前持股约 4.15%。2026 年，随着二级市场风险偏好回升、硬科技企业批量上市，前期积累的项目集中进入解禁期，券商对于另类投资业务的定位正在由短期收益驱动转向长期资本配置。头部券商仍选择逆周期布局，反映其看重的是长期产业发展带来的投资机会，而非单一周期利好。



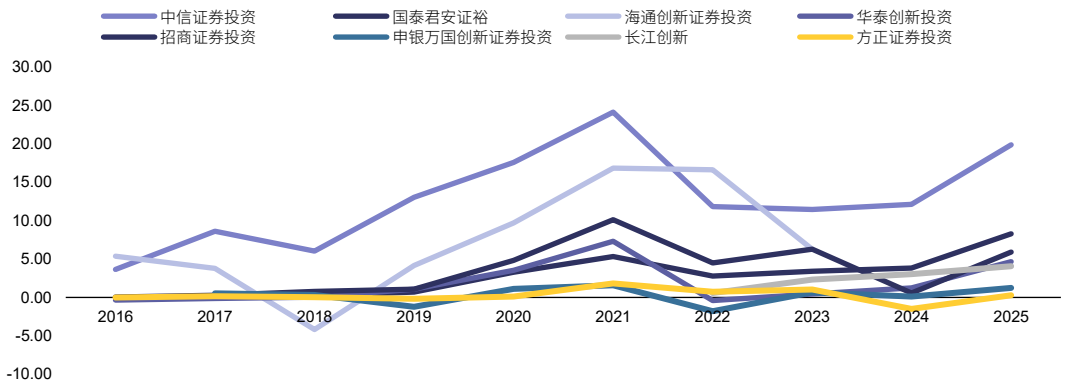
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：券商另类子净资产变化趋势（亿元）



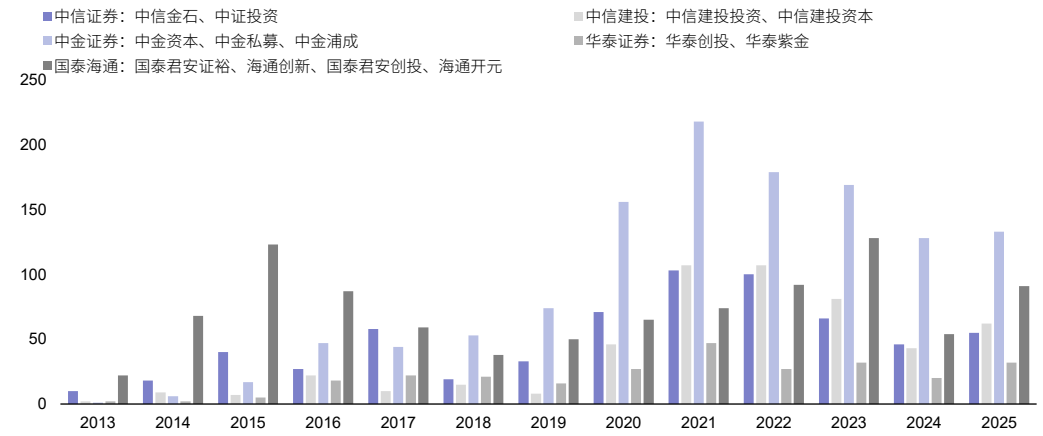
数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

图 25：券商另类子净利润变化趋势（亿元）



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

图 26：2013-2025 年券商一级子公司投资项目数量变化趋势（个）



数据来源：清科数据、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2．科技爆发推动直投项目持续价值兑现，核心收益来自行业成长价值

科技产业扩容打开直投空间。从投资标的来看，科技产业发展为另类投资提供了持续扩容的优质资产来源。根据对过往券商另类子公司投资数据的统计，直投项目长期偏好电子信息产业、先进制造、医疗健康等具有较长孵化周期与广阔发展前景的硬科技赛道。未来，随着人工智能、半导体、高端制造等科技产业进入加速发展阶段，市场将持续涌现具备长期成长潜力的股权资产。另类投资业务的核心驱动力也将从过去依赖退出周期，逐步转向依靠科技产业成长创造投资价值。

表 5：2020 年以来主要券商另类子公开可识别直投事件行业分布（按投资事件数，个）

	中信证券	广发证券	国泰海通	中信建投	华泰证券	中金公司	民生证券	国信证券
电子信息	19	15	23	13	5	4	5	6
生产制造	38	11	27	17	10	11	13	9
信息技术	28	21	14	10	7	6	5	6
医疗健康	31	22	22	7	10	12	8	5
材料	30	21	14	13	9	4	6	10
其他	64	48	23	18	17	12	12	11

数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：原国泰君安证券体系及原海通证券体系统一归入“国泰海通”，并在合并后重新按照被投企业进行项目级去重，以避免双方历史上共同投资同一企业造成重复统计。

私募子长期项目覆盖沉淀产业认知，有望提升另类子直投的项目筛选效率。券商私募子通常通过基金投资较早介入科技企业，在业务边界和信息隔离机制下，证券集团形成的产业研究、公开信息和项目服务经验，可以降低另类子进入新兴行业的认知成本和尽调成本。以宇树科技为例，据发行保荐书披露，中信证券旗下金石投资管理的金石成长基金于 2024 年 1 月参与公司 B2 轮融资，此后中信证券另类投资子公司中信证券投资于 2024 年 8 月进一步入股，分别持有宇树科技约 4.15%和 0.34%的股份，私募子对优质项目的筛选，也会为另类子直投业务带来新的投资空间。

表 6：券商私募基金资本与另类子自有资本共同覆盖项目梳理

券商集团	共同覆盖企业	私募子及基金投资路径	另类子投资路径	时序、轮次及持股情况
中信证券	宇树科技	截止2026年3月，金石投资管理的金石成长基金于2024年1月参与B2轮，投资约1.55亿元，上市前持股约4.1520%	中信证券投资于2024年8月投资约0.14亿元，持股约0.3377%	私募基金先进入，另类子约7个月后在后续融资阶段加入
中信证券	影石创新	截止2021年9月，金石投资相关主体金石智娱直接持有911.25万股，发行前持股约2.5312%	中信证券投资直接持有911.26万股，发行前持股约2.5313%	两类主体均在IPO申报前进入，持股数量和比例基本相同；现有保荐材料未披露准确入股日期和先后顺序
中金公司	比亚迪半导体	截止2022年4月，中金资本管理或参与管理的中电中金、中金启辰、中金传化、联通中金等基金参与增资	中金浦成以自有资金直接参与增资	2020年5月26日各投资主体同时签署投资协议，2020年6月初完成实缴，属于同一轮战略融资
中金公司	临工重机	截止2023年3月，中金资本担任中金上汽的基金管理人和执行事务合伙人；中金上汽直接持有发行人约1.54%	中金浦成直接持有发行人约0.15%	两类主体均在IPO申报前持股，但现有保荐材料未充分披露各自首次入股时间和轮次

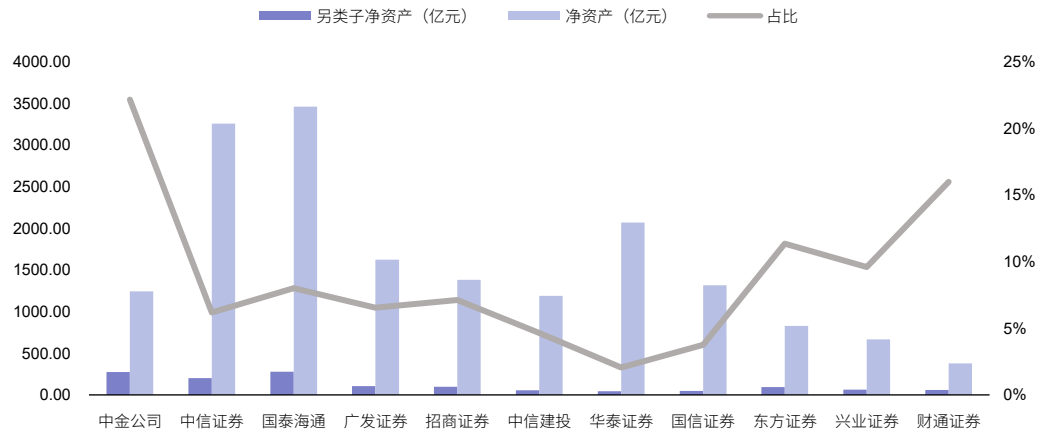
下载日志已记录，仅供内部参考

中金公司	扬腾创新	截止2026年4月，中金资本担任执行事务合伙人的中金榕投直接持有61.96万股，发行前持股约0.1721%	中金浦成直接持有161.10万股，发行前持股约0.4475%	两类主体均在IPO申报前直接持股，另类子持股规模相对更高；准确投资日期和融资轮次未披露
广发证券	保伦电子	截止2026年5月，广发信德担任执行事务合伙人的信德厚伦、信德致远、中汇信德、信德中鼎和信德新州分别持股0.70%、0.48%、0.40%、0.16%和0.16%，合计约1.90%	广发乾和直接持有约0.48%	两类主体均在IPO申报前持股；私募基金通过多个载体分散配置，另类子通过单一主体直接投资，进入日期和先后顺序未披露
招商证券	华卓精科	截止2026年6月，招商致远担任深圳招远的执行事务合伙人，深圳招远直接持有约119.05万股，发行前持股约0.43%	招商证券投资直接持有约130.95万股，发行前持股约0.48%	两类主体均在IPO申报前持股，持股比例较为接近；当前保荐材料未披露准确入股时间和轮次

数据来源：公司招股说明书、发行保荐书、券商中国、广发证券发展研究中心

另类投资业务呈现一定周期弹性，上行期盈利释放能力突出，调整期回报有所回落，但头部机构跨周期收益仍具备一定韧性。据各公司年度报告披露，2018—2021 年的景气上行期，另类子 ROE 持续上升并于 2021 年前后达到阶段性高点；2022 年后，受一级市场融资降温、IPO 节奏收紧和科技资产估值回落影响，ROE 从高位回落；2025 年另类子 ROE 开始修复。因此，另类投资业务并非稳定收益业务，其盈利对估值和退出环境较为敏感，但多数券商另类子净资产占集团归母权益的比例低于 10%，使相关波动对集团资本和整体盈利的影响总体处于可控范围。从跨周期表现看，虽然另类子 ROE 在高景气阶段和调整阶段之间存在明显波动，但 2021—2025 年平均回报并未完全回落至低收益水平。其中，中信证券和国泰海通另类子的平均 ROE 接近或超过同期集团平均水平，说明头部另类子在经历完整的估值和退出周期后，仍能够通过项目筛选、组合投资和资本退出获得跨周期回报。因此，另类投资业务的价值不仅体现在景气高点的利润弹性，也体现在头部机构能够将阶段性高收益转化为相对稳健的中期平均回报。

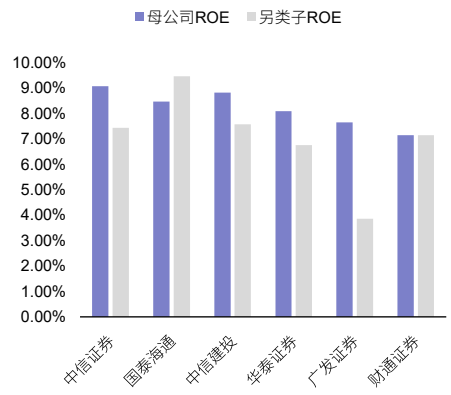
图 27：2025 年主要券商另类子净资产及其占集团归母权益比例



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

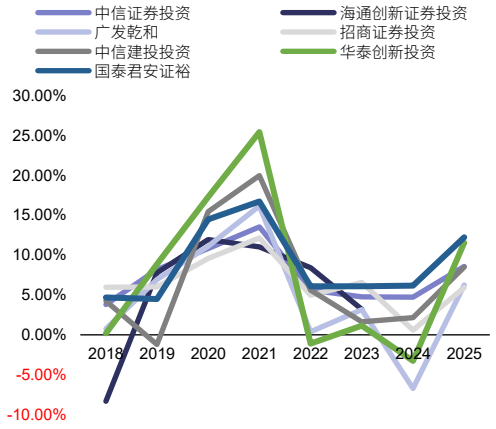
图 28：2021-2025 年券商与另类子平均 ROE 对比



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

注：另类子 ROE 为年度净利润/近两年平均净资产，集团 ROE 为归母净利润/近两年平均归母权益。

图 29：2018-2025 另类子 ROE 变化趋势



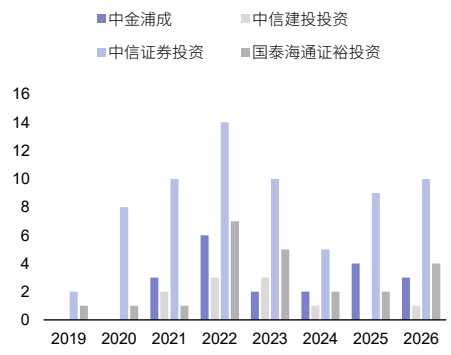
数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

前期投资项目逐步进入退出窗口。股权投资业务具有较长投资周期，早期投资阶段需要资本持续投入，被投企业完成商业化落地以及产业规模扩张后，企业价值逐步提升，最后通过 IPO、并购或股权转让等方式实现投资退出。据清科数据统计，头部券商另类子公司直投项目的孵化周期集中在 1-4 年内，2021 年券商一级子公司投资项目数量达到阶段性高点，2021 年及之后布局的项目逐渐进入成熟发展阶段，券商另类投资业务开始进入投资收益兑现期。

此外，2025 年随着资本市场“1+N”政策体系逐步落地，“科技十六条”“科创板八条”等制度加强对优质科技企业的支持，A 股前期积压项目逐步进入发行阶段；港股市场则受益于二级市场流动性和投资者风险偏好改善、南向资金活跃、18A 及 18C 等上市制度优化，以及内地龙头企业赴港和“A+H”上市热度上升。**A 股与港股上市数量与募资规模均实现较快增长，股权投资项目退出数量及金额因此呈现逐步提升趋势。**

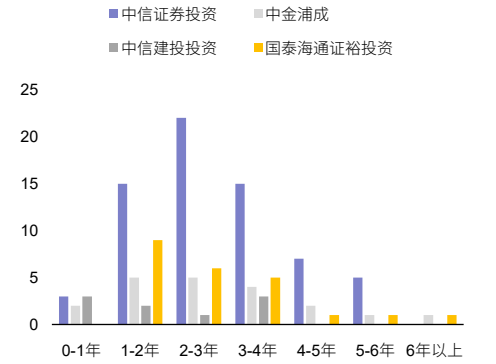
另类投资业务正在形成“退出存量项目、回收资本并继续布局科技资产”的滚动投资特征，券商另类子资本回收能力开始显现。随着人工智能、半导体和高端制造等前期项目逐步进入上市、并购及股权转让窗口，另类子未来投资收益仍具备释放潜力，但其兑现程度需要进一步观察退出回款、已实现投资收益以及退出项目 IRR 等指标。

图 30：2019-2026 年券商直投项目退出数量（个）



数据来源：清科数据、广发证券发展研究中心

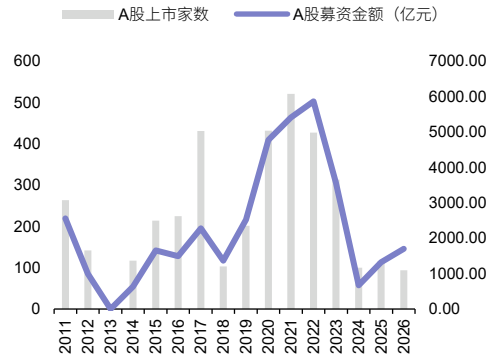
图 31：券商直投项目投资孵化时长统计（年）



数据来源：清科数据、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

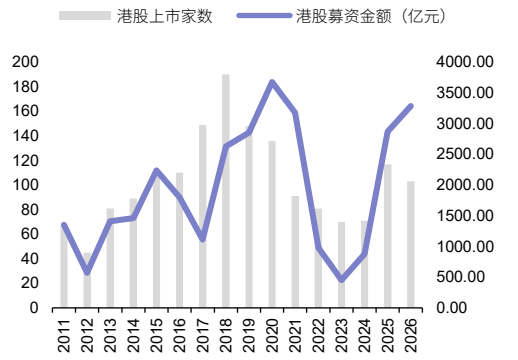
图 32：A 股历年发行数量和 IPO 金额



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心

注：统计日期截止至 2026 年 8 月 12 日

图 33：港股历年发行数量和 IPO 金额



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心

注：统计日期截止至 2026 年 8 月 12 日

（二）受益于科技 IPO 扩容，看好双创板块跟投浮盈

强制跟投机制下的收益主要来源于券商前端项目数量、质量和定价能力。在科技牛市周期中，双创板块标的池扩容与母公司三投联动能力形成共振，为另类子跟投带来显著的业绩向上弹性。

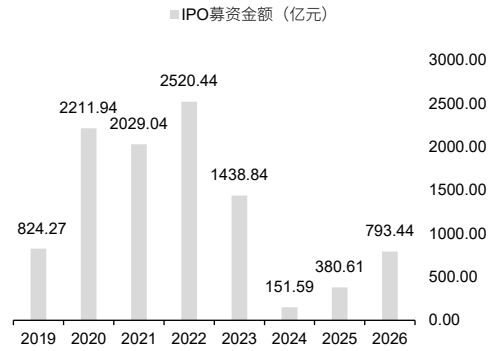
1．跟投制度叠加双创改革奠定规模基础，科技繁荣放大盈利空间

2019 年 3 月 1 日，《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》相关规则明确要求，保荐机构须通过另类子公司使用自有资金进行强制跟投，跟投比例为发行人首次公开发行股票数量的 2%至 5%，且锁定期为 24 个月；2026 年创业板发行承销规则延续差异化跟投机制，针对未盈利、红筹、表决权差异及高定价等特殊项目实施强制跟投，保荐机构相关子公司需以自有资金参与战略配售，跟投比例根据发行规模分档确定（2%-5%），获配股份锁定 24 个月。**科创板全面跟投机制和创业板特定情形跟投机制使得另类子的投资规模将伴随双创板融资规模同步扩张。**

制度革新拓宽标的池，双创改革激活跟投新空间。2025 年 6 月，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》，新设“科创成长层”并将第五套上市标准的应用范围扩展至前沿科技领域，为高研发投入但尚未盈利的硬科技企业打开了上市通道；2026 年 4 月发布《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》，支持未盈利的创新企业，双创板改革增强了制度包容性、适应性，以更好服务科技创新和新质生产力发展。2025 年，科创板 IPO 融资规模同比增长超 151%，创业板高新技术企业上市数量亦保持高位，为另类子提供了充裕的配置空间。自 2025 年 1 月 1 日至 2026 年 7 月 29 日收盘，保荐机构跟投限售期尚未届满的科创板公司中共有 10 家券商另类子公司参与跟投并取得账面浮盈，浮盈规模合计达 153.14 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

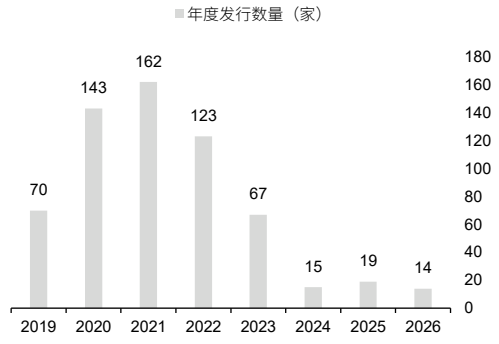
图 34：科创板历年 IPO 金额



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心

注：统计日期截止至 2026 年 8 月 11 日

图 35：科创板历年 IPO 数量



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心

注：统计日期截止至 2026 年 8 月 11 日

在硬科技产业变革持续深化的背景下，券商另类子公司的跟投业务正迎来显著的盈利弹性。科技产业景气上行通常能够增加 IPO 资产供给并提升市场风险偏好，从而扩大券商保荐跟投的项目来源和短期收益弹性。2019—2021 年，科创板、创业板及纳斯达克科技企业 IPO 首日表现总体较强，科技产业繁荣阶段投资者愿意给予新上市企业较高成长溢价，为相关跟投项目提供估值重估和退出机会。然而，纳斯达克样本部分成熟样本上市后 600 日累计收益转为负值，A 股科创板与创业板同样呈现短期定价和长期价值兑现相分离的特征，这说明随着利率环境、市场风险偏好和企业盈利预期变化，高发行溢价并未稳定转化为长期股东回报。因此，科技景气能够提高 IPO 供给及短期收益弹性，长期回报则取决于发行后估值提升能否被企业盈利增长消化。

表 7：主要科技板块 IPO 上市后分期限收益表现（含首日涨跌幅加权平均，按发行价计）

板块	时间区间	募资总额(亿)	首日加权	60 日加权	300日加权	600日加权
纳斯达克（美股）	2019-2021年	1449.68	30.38	30.03	-5.82	-16.99
纳斯达克（美股）	2022-2025年	887.44	16.25	13.28	-7.09	-5.27
科创板（A股）	2019-2021年	5065.25	134.29	108.44	140.96	109.16
科创板（A股）	2022-2025年	4491.48	53.30	51.09	32.13	32.14
创业板（A股）	2019-2021年	2665.63	125.28	140.71	128.05	132.59
创业板（A股）	2022-2025年	3498.39	67.75	38.19	41.47	31.23

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：600 日列中，观察期不足 600 个交易日的样本采用截至统计日累计收益，因此该列不属于严格统一的 600 日收益口径，仅作趋势参考。

表 8：2026 年以来科创板保荐跟投项目浮盈（亿元）

代码	名称	券商	获配资金（亿元）	上市首日浮盈	上市以来浮盈	上市日期
688825.SH	长鑫科技	中信建投投资	10.0	46.6	57.4	2026-07-20
688825.SH	长鑫科技	中金财富证券	10.0	46.6	57.4	2026-07-20
688808.SH	联讯仪器	中信证券投资	0.6	5.5	19.8	2026-04-16
688820.SH	盛合晶微	中金财富证券	1.0	2.9	5.6	2026-04-13
688836.SH	宇树科技-W	中信证券投资	1.2	5.6	3.0	2026-08-12
688797.SH	臻宝科技	中信证券投资	0.6	7.3	3.0	2026-06-16
688635.SH	长进光子	国泰证裕投资	0.4	6.0	2.4	2026-05-20
688818.SH	电科蓝天	中信建投投资	0.6	3.6	2.2	2026-02-03
688835.SH	高凯技术	国泰证裕投资	0.6	1.7	2.0	2026-08-18
688826.SH	频准激光	中信建投投资	0.6	3.1	2.0	2026-08-11

下载日志已记录，仅供内部参考

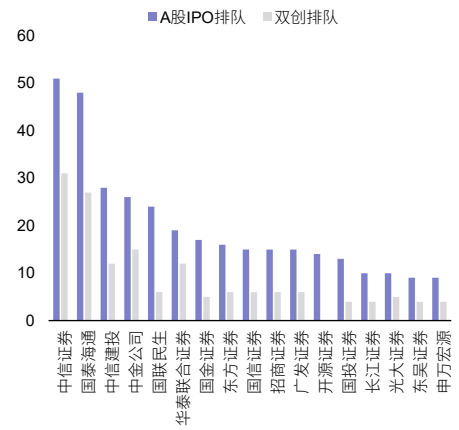
688813.SH	泰金新能	中信建投投资	0.4	0.4	1.5	2026-03-24
688785.SH	恒运昌	中信证券投资	0.6	1.8	1.4	2026-01-20
688828.SH	国仪公司-U	华泰创新投资	0.4	1.7	1.3	2026-08-04
688811.SH	有研复材	中信证券投资	0.4	0.7	0.9	2026-04-01
688781.SH	视涯科技-UW	国泰证裕投资	0.7	0.7	0.5	2026-03-18
688712.SH	北芯生命	中金财富证券	0.4	0.7	0.3	2026-01-28
688806.SH	泰诺麦博-U	华泰创新投资	0.4	0.8	0.2	2026-07-14
688816.SH	易思维	国投证券投资	0.6	0.3	(0.1)	2026-02-04

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：统计时间截止 2026 年 9 月 1 日

2．三投联动优势强化，保荐业务的资本化延伸

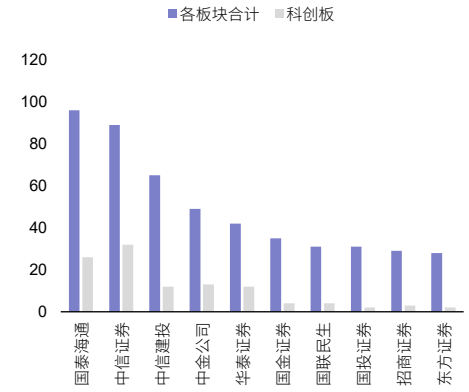
跟投业务一定程度上是投行能力的延伸，项目筛选提高投资成功概率，定价能力兑现成长溢价。头部券商依托三投联动模式，实现资本服务全生命周期覆盖。投行在项目承揽与尽调阶段发挥项目筛选能力，通过对发行人完成深度尽调与综合研判使得推荐上市的项目整体质量优于市场平均水平，有助于提升跟投项目整体质量；科技牛市环境下，市场对硬科技企业的估值容忍度与成长溢价显著提升，投行的定价直接影响上市后的估值消化压力和收益空间，定价能力重要性与日俱增。

图 36：IPO 排队公司保荐机构统计（家）



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心
注：统计数据截至 2026 年 8 月 25 日

图 37：2025-2026 年 IPO 申报公司保荐机构（家）

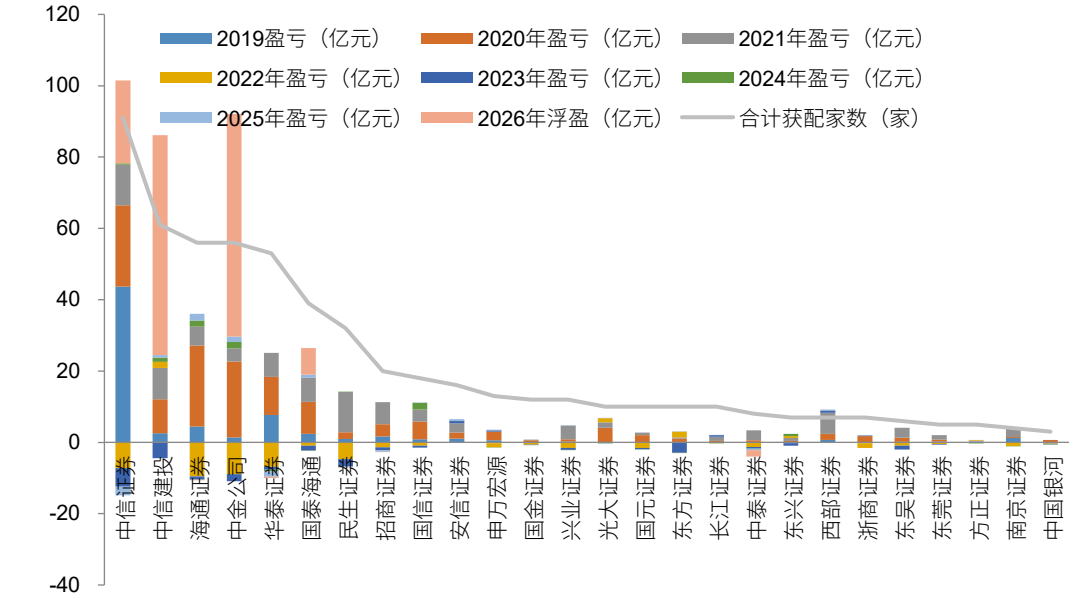


数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心
注：统计期为 2025 年 1 月 1 日至 2026 年 7 月 29 日，按申报企业对应保荐机构汇总，包含截至统计日处于不同审核状态的年内新增申报项目；联合保荐项目分别计入各保荐机构。

2025 年，以中信证券、中信建投等为代表的头部机构背靠母公司优秀的三投联动能力，科创板 IPO 保荐项目中占据较高份额，并获得可观浮盈。以宇树科技为例，中信证券担任其独家保荐机构及主承销商，据 iFinD 统计，旗下另类子公司中信证券投资以 150.80 元每股的价格获配 80.89 万股，跟投成本约 1.22 亿元，锁定期为 24 个月。按 2026 年 8 月 25 日最新收盘价 602.80 元计算，该笔持仓市值约 4.88 亿元，理论浮盈约 3.66 亿元，持仓市值约为投入成本的 4 倍；上市首日收盘价为 845.00 元，对应持仓市值和理论浮盈一度达到 6.84 亿元和 5.62 亿元，体现出母公司对优质科创项目筛选能力对另类子跟投收益的放大作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：2019-2026 年另类子累计获配项目数及历年跟投浮盈



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心；注：统计时间截止 2026 年 9 月 1 日

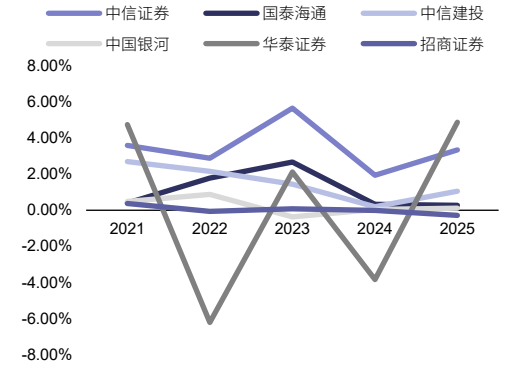
在科技产业周期向上、双创板改革深化的背景下，另类子凭借投研能力提升产业识别效率，投行尽调与发行定价强化项目质量约束，跟投机制促使保荐机构以自有资金承担定价和项目风险，跟投业务具备一定收益弹性，实际兑现仍取决于 IPO 发行、锁定期内股价表现及解禁处置进度。

四、投资建议

私募股权子公司与另类投资子公司的利润贡献度，是衡量券商股权投资业务业绩弹性的重要指标。公司年度报告披露，2025 年中信证券两类子公司合计利润贡献度 9.9%，其中另类子贡献约 6.6%、私募子贡献约 3.3%；华泰证券合计贡献约 7.7%，私募子贡献相对突出；中信建投贡献约 6.1%，其中另类子贡献 5.0%。现阶段股权投资业务对头部券商集团利润的影响总体仍处于可控范围，更多体现为主业之外的增量收益和利润弹性，而非独立决定集团盈利趋势。**因此，券商股权投资业务的投资价值，应建立在财富管理、机构交易和投资银行等主业盈利稳定的基础上，重点选择同时具备综合经营实力、股权投资项目储备和资本市场退出能力的头部平台。**

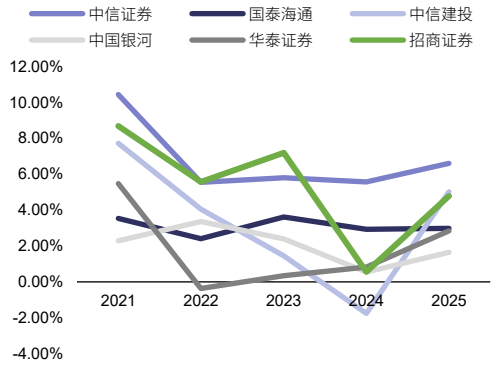
下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：券商私募子利润贡献



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

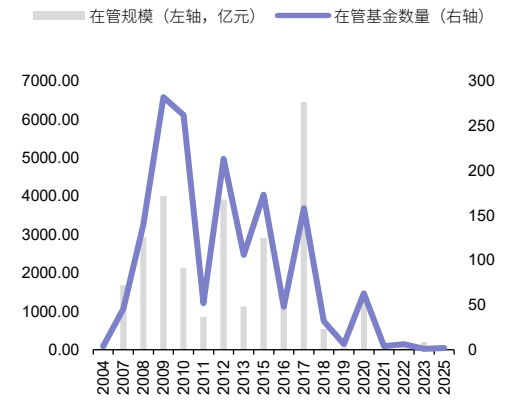
图 40：券商另类子利润贡献



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

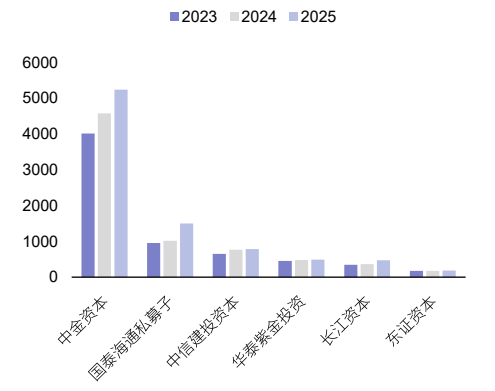
私募股权业务竞争加速分化，建议优先关注具备募投管退全周期能力的头部券商。据投中嘉川统计，券商系私募股权业务在管规模自 2017 年后出现滑落，后成立机构的管理规模和历史业绩积累相对有限，券商系 PE 的先发优势较为明显，品牌、政府及产业资本合作、项目积累和退出业绩形成一定壁垒，未来新增资源有望进一步向具备成熟管理能力的头部机构集中。据投中嘉川统计，截至 2026 年 6 月 30 日，券商系私募股权管理规模已高度集中：中金资本在管规模超过 6230 亿元，显著领先同业；中信金石在管规模超过 2350 亿元，累计退出 279 起、退出率约 41%，体现出较强的资本循环能力。

图 41：券商系 GP 成立年份分布及在管规模



数据来源：投中嘉川、广发证券发展研究中心
注：数据截至 2026 年 6 月 30 日

图 42：2023-2025 年券商私募子在管规模（亿元）



数据来源：公司年度报告、广发证券发展研究中心

直投业务的受益主体既包括资本实力领先的头部券商，也包括将较多资本集中配置于股权投资业务、因而具有较高相对利润弹性的区域型券商。从项目配置看，券商另类子普遍将半导体、人工智能、生物医药和先进制造作为主要投资方向，但不同机构的产业布局和分散程度存在差异。据清科数据统计，从有效披露投资规模看，资本规模决定绝对收益，截止 2026 年 1 月 1 日，中信证券和国泰海通的有效投资规模分别达到 102.48 亿元和 80.45 亿元，财通证券的有效投资规模也达到了 93.74 亿元，较大的资本基础使其在行业回报改善时具备领先的绝对收益。此外，长江证券有效投资规模为 14.67 亿元，绝对规模相对有限，但组合加权基准 IRR 达到

下载日志已记录，仅供内部参考

16.7%，反映其行业配置和项目回报中枢具有一定优势。一方面，兼具硬科技布局和资本实力的头部券商直投弹性突出，中信证券和国泰海通等大型头部券商可以依托资本规模和综合能力，在科技资产上行阶段具有较强利润弹性，而下行情景对集团整体盈利的影响相对可控；另一方面，财通和长江通过较高的股权投资资本配置强度和特色产业项目积累，在科技资产上行阶段释放更高的相对利润弹性。

图 43：券商另类子直投项目行业配置比例

券商	半导体	人工智能	生物医药	先进制造	新消费	其余行业	六行业分布条形图
长江证券	15.6%	31.3%	6.3%	15.6%	0.0%	31.3%	
国元证券	14.3%	14.3%	17.9%	10.7%	3.6%	39.3%	
国泰海通	19.0%	18.0%	19.0%	18.0%	1.0%	25.0%	
中信证券	9.6%	22.8%	15.6%	17.4%	2.4%	32.3%	
华安证券	7.7%	15.4%	0.0%	7.7%	0.0%	69.2%	
招商证券	23.8%	19.0%	14.3%	19.0%	0.0%	23.8%	
中金公司	6.9%	13.8%	27.6%	17.2%	6.9%	27.6%	
中信建投	20.3%	20.3%	6.3%	18.8%	1.6%	32.8%	
中国银河	15.0%	20.0%	30.0%	15.0%	0.0%	20.0%	
国信证券	12.8%	15.4%	12.8%	17.9%	2.6%	38.5%	
华泰证券	9.1%	25.0%	15.9%	15.9%	0.0%	34.1%	
广发证券	12.2%	27.8%	13.9%	7.8%	7.8%	30.4%	
方正证券	16.0%	12.0%	20.0%	40.0%	0.0%	12.0%	
申万宏源	5.3%	10.5%	5.3%	31.6%	0.0%	47.4%	
财通证券	2.9%	4.8%	38.7%	7.1%	1.3%	45.2%	

数据来源：清科投资、广发证券发展研究中心

注：各券商行业配置根据 2021—2025 年清科投资事件样本中各行业投资项目金额占比计算，由于原始行业占比可能受四舍五入影响、合计不严格等于 100%，模型将各行业占比除以原始合计进行标准化处理，确保标准化权重合计为 100%。

图 44：券商另类子直投收益情景敏感性测算（亿元）

券商	有效披露规模	悲观				基准				乐观			
		情景IRR	直投收益	另类子净利润	收益/集团	情景IRR	直投收益	另类子净利润	收益/集团	情景IRR	直投收益	另类子净利润	收益/集团
财通证券	93.74	0.7%	0.69	(8.53)	4.6%	12.9%	12.12	2.90	46.1%	30.5%	28.62	19.40	66.8%
长江证券	14.67	(4.1%)	(0.61)	1.01	(1.8%)	16.7%	2.45	4.06	6.6%	39.1%	5.74	7.35	14.2%
中信建投	30.35	(1.9%)	(0.59)	(1.32)	(0.7%)	18.0%	5.46	4.73	5.8%	40.6%	12.34	11.60	12.2%
国泰海通	80.45	(1.6%)	(1.25)	5.09	(0.5%)	18.1%	14.57	20.92	5.2%	41.2%	33.11	39.46	11.2%
中信证券	102.48	(4.2%)	(4.30)	0.81	(1.5%)	14.4%	14.75	19.86	4.9%	36.5%	37.37	42.48	11.6%
广发证券	42.35	(8.6%)	(3.65)	(1.96)	(2.8%)	11.3%	4.80	6.48	3.5%	35.9%	15.19	16.87	10.3%
国元证券	4.15	(2.1%)	(0.09)	1.21	(0.4%)	14.8%	0.62	1.92	2.5%	36.0%	1.50	2.80	6.0%
华安证券	3.68	0.8%	0.03	0.85	0.1%	14.1%	0.52	1.34	2.5%	29.5%	1.09	1.90	5.0%
方正证券	4.25	(0.5%)	(0.02)	(0.60)	(0.1%)	20.2%	0.86	0.28	2.2%	44.7%	1.90	1.32	4.7%
国信证券	14.52	(1.9%)	(0.28)	(2.08)	(0.3%)	15.5%	2.25	0.45	2.0%	36.7%	5.33	3.52	4.7%
华泰证券	17.78	(3.2%)	(0.57)	1.38	(0.4%)	15.2%	2.70	4.65	1.6%	36.2%	6.43	8.38	3.8%
申万宏源	9.13	0.6%	0.05	(0.18)	0.1%	16.1%	1.47	1.23	1.5%	34.7%	3.16	2.93	3.3%
招商证券	6.60	(0.7%)	(0.05)	4.53	(0.0%)	20.0%	1.32	5.90	1.1%	43.4%	2.86	7.44	2.3%
中国银河	6.98	(2.1%)	(0.15)	0.70	(0.1%)	17.2%	1.20	2.05	1.0%	40.1%	2.80	3.65	2.2%
中金公司	4.51	(5.4%)	(0.24)	0.92	(0.3%)	11.9%	0.54	1.71	0.5%	35.3%	1.59	2.76	1.6%

数据来源：iFinD 同花顺、清科投资、投中嘉川、广发证券发展研究中心

注：本表以 14 家券商 2021—2025 年直投项目的有效披露规模为测算基础，即汇总清科投资事件库中已披露的项目投资金额，并剔除截至 2025 年末已匹配退出事件项目的披露投资金额，不对未披露金额进行估算。

悲观、基准和乐观情景分别采用《2025 投中私募股权投资标的业绩基准（Deal Benchmark）》各行业下四分位数、中位数和上四分位数 MOC，并结合清科退出事件样本中的行业平均退出时长换算年化 IRR；各券商情景 IRR 按照其六行业投资金额占比加权计算。

年度直投收益＝有效披露规模×情景 IRR。情景另类子及集团净利润采用利润替换法测算，假设除直投业务外其他业务利润保持不变；负收益、负利润及相应占比均保留数值，分母为零时占比按 0%列示。

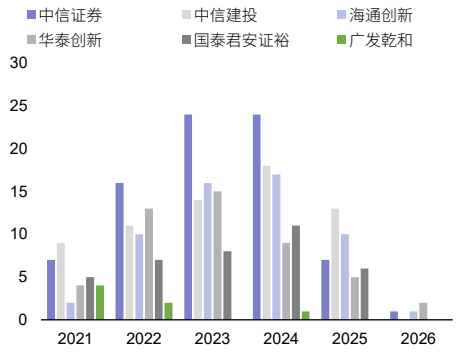
上述结果为基于历史行业基准的情景测算，不代表实际现金退出收益或会计确认利润。

其次，双创板改革持续深化，投行与股权投资业务有望协同受益。保荐跟投方面，新增 IPO 项目数量和上市后股价表现共同决定另类子的利润弹性。目前，头部券商另类子公司已经积累了一定规模的保荐跟投资产，跟投业务具有组合化和规模化特征。据 iFinD 统计，2021 年-2026 年 6 月，中信证券投资、中信建投投资和海

下载日志已记录，仅供内部参考

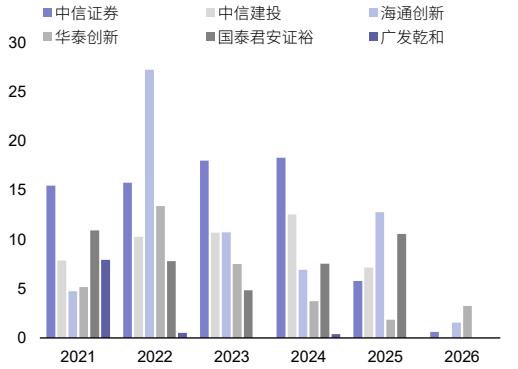
通创新的累计解禁跟投项目数分别达到 79 个、65 个和 56 个；累计解禁市值分别为 73.99 亿元、48.51 亿元和 63.99 亿元。保荐承销能力较强的头部券商能够获得更多跟投项目，并形成更大的存量持仓和潜在退出规模，因此，科技 IPO 周期回暖有望使跟投业务具备一定收益弹性，但其实际兑现仍取决于双创板 IPO 供给、发行定价、锁定期内股价表现及解禁处置进度。

图 45：2021-2026 年 6 月另类子解禁跟投项目数（个）



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心
注：统计日期截止 2026.06.12
仅统计流通股份类型为“首发战略配售股份”，且能够识别为保荐机构相关子公司跟投的项目，剔除首发原股东限售股份及其他战略投资者配售。

图 46：2021-2026 年 6 月另类子解禁跟投市值（亿元）



数据来源：iFinD 同花顺、广发证券发展研究中心
注：统计日期截止 2026.06.12
仅统计流通股份类型为“首发战略配售股份”，且能够识别为保荐机构相关子公司跟投的项目，剔除首发原股东限售股份及其他战略投资者配售。

跟投规模与收益率共振，头部券商业绩弹性显著。敏感性测算表明，跟投业务弹性主要取决于存量跟投规模、基准收益水平以及另类子公司自身盈利体量。在跟投规模和收益率均提升 30%的乐观情景下，中信证券、中金公司、中信建投和国泰海通的情景增量利润分别达到 39.97 亿元、39.25 亿元、35.07 亿元和 32.40 亿元，绝对增量居行业前列；其中，中金公司和中信建投的增量利润分别相当于券商集团平均净利润的 53.69%和 44.96%，相对利润弹性尤为突出。在跟投规模和收益率均下降 10%的悲观情景下，中信证券、中金公司、中信建投和国泰海通的利润减量分别为 11.01 亿元、10.81 亿元、9.66 亿元和 8.92 亿元，较大的存量跟投组合在放大上行收益的同时，也会增加市场走弱时的业绩波动。整体来看，头部券商凭借较大的跟投规模获得更高的绝对收益弹性，而集团或另类子利润基数较低的券商则可能表现出更高的相对弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：券商另类子跟投业务敏感性测算（亿元）

券商	当前项目数	当前跟投规模	基准：规模/收益率+0%			悲观：规模/收益率-10%			乐观：规模/收益率+30%		
			基准跟投收益	券商集团平均净利润	另类子平均净利润	情景增量利润	增量/券商利润	增量/另类子利润	情景增量利润	增量/券商利润	增量/另类子利润
国泰海通	117	64.00	46.95	169.02	13.45	-8.92	-5.28%	-66.34%	32.40	19.17%	240.91%
中信证券	107	56.83	57.93	232.04	13.81	-11.01	-4.74%	-79.70%	39.97	17.23%	289.42%
中金公司	77	44.55	56.88	73.10	3.19	-10.81	-14.79%	-338.65%	39.25	53.69%	1229.82%
中信建投	72	40.12	50.83	78.01	1.88	-9.66	-12.38%	-513.53%	35.07	44.96%	1864.92%
华泰证券	59	28.00	31.89	138.84	1.49	-6.06	-4.36%	-407.77%	22.00	15.85%	1480.85%
招商证券	22	10.93	18.91	98.93	4.32	-3.59	-3.63%	-83.18%	13.05	13.19%	302.09%
国信证券	20	6.82	7.43	79.52	0.98	-1.41	-1.78%	-144.81%	5.13	6.45%	525.89%
申万宏源	14	6.24	5.59	55.28	0.04	-1.06	-1.92%	-2412.47%	3.86	6.98%	8761.06%
国元证券	11	5.59	13.37	20.68	1.80	-2.54	-12.29%	-141.28%	9.23	44.63%	513.07%
长江证券	11	4.02	0.88	21.41	2.50	-0.17	-0.78%	-6.66%	0.61	2.83%	24.18%
广发证券	9	2.76	4.03	95.61	0.84	-0.77	-0.80%	-91.70%	2.78	2.91%	333.02%
方正证券	5	1.60	0.21	26.19	0.13	-0.04	-0.15%	-30.99%	0.15	0.56%	112.54%
中国银河	4	1.40	-0.29	95.47	1.78	0.06	0.06%	3.13%	-0.20	-0.21%	-11.38%
华安证券	4	1.14	-0.24	15.12	0.84	0.05	0.30%	5.46%	-0.17	-1.10%	-19.82%

数据来源：iFinD 同花顺、清科数据、公司年度报告、广发证券发展研究中心

注：基准理论投资收益＝累计跟投规模×规模加权 600 日收益率；联合主承销项目按家数等额拆分；项目跟投规模按战略获配股份数与发行价之积计算。假设单项平均跟投规模不变，项目数量增长带动跟投规模同比增长；收益率上升按相对增长测算；情景理论增量投资收益＝基准理论投资收益×［（1＋项目数变动率）×（1＋600 日收益率相对变动率）－1］。

中金公司的另类投资子公司为中金浦成投资有限公司，但科创板项目的战略跟投主要由中国中金财富证券有限公司实施。因此，本文在测算中以中金财富的跟投规模及收益作为跟投业务口径，以中金浦成的净利润作为另类子公司盈利口径，两者主体并不完全一致，相关盈利弹性结果仅作为近似参考。

券商利润和另类子利润采用 2022-2025 年的算数平均值。

建议重点关注中信证券（600030.SH/06030.HK）、国泰海通（601211.SH/02611.HK）和中金公司（03908.HK）。三家公司均较早布局私募股权与另类投资业务，已形成较为可观的存量项目组合，并具备较强的资本承接能力以及覆盖项目投资、投后管理、保荐上市和股权退出的综合金融服务体系。一方面，三家公司与政府及国有资本长期开展基金管理和产业投融资合作，有助于其持续获得长期资金，并进入地方产业集群和科技项目培育体系；另一方面，长期积累的“三投联动”能力能够将研究发现、股权投资和投行服务有效衔接，不断扩充潜在项目池，并提高项目由早期投资向上市或并购退出转化的概率，多元项目来源有助于其持续分享科技企业成长、资本市场退出改善及股权投资资金循环修复带来的增量收益。分公司看，中信证券凭借较强的科技项目储备、投行业务基础和历史退出能力，已经形成“投资、投行、投研”协同的业务闭环；国泰海通有望通过合并整合两家另类投资平台的资本、项目和产业研究资源，进一步提高存量项目退出及资金再投资效率；中金公司则依托中金资本领先的私募股权管理规模、广泛的政府及产业资本合作基础和较强的科技投行能力，在长期资金承接、科技项目获取及多元化退出方面具备综合优势，并可通过投行积累的科创板跟投组合分享科技 IPO 供给回暖和存量项目价值释放带来的收益弹性。

同时建议关注直投业务特色突出的财通证券（601108.SH）和长江证券（000783.SZ）。财通证券和长江证券在本轮科技股权投资周期中也具有差异化受益基础。财通证券公开可识别的有效直投规模位居行业前列，同时依托浙江活跃的民营经济、科技产业集群以及与地方政府和国有资本的合作基础，具备持续获取区域科技项目和承接产业基金需求的条件，直投业务对集团利润的贡献弹性较为突出；长江证券虽然直投规模低于大型券商，但组合加权回报中枢相对较高，反映其在部分科技和先进制造项目上的配置效率具有一定优势，科技资产估值及退出环境改善有望对集团盈利形成较为可观的边际增量。

综合来看，中信证券、国泰海通和中金公司具备较为完善的私募股权管理、另类投资和科技投行业务体系，更

下载日志已记录，仅供内部参考

适合作为一级业务综合竞争力与跨周期经营能力突出的核心受益标的。财通证券和长江证券则凭借较高的直投资本配置强度和特色产业项目积累，有望在科技资产景气与退出环境改善过程中释放更高的相对利润弹性，可作为特色受益标的。

五、风险提示

科技产业发展及项目商业化进程可能不及预期，政府基金实缴进度及私募股权市场募资规模可能低于预期；若IPO、并购等退出渠道恢复缓慢，或科技资产估值出现大幅波动，可能导致股权投资项目退出周期延长、资产减值增加，实际处置收益低于预期；此外，行业监管政策变化亦可能对券商私募股权及另类投资业务的开展、盈利能力和投资回报产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发非银金融行业研究小组

陈 福 ：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。

刘 淇 ：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

严漪澜 ：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。

李怡华 ：资深分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

王京灵 ：资深分析师，哥伦比亚大学企业风险管理学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



陈福

SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
chenfu@gf.com.cn



严漪澜

SAC 执证号：S0260524070005
yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。