



非银行金融行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） shusiqin@gjzq.com.cn
 分析师：洪希柠（执业 S1130525050001） hongxining@gjzq.com.cn
 分析师：方丽（执业 S1130525080007） fangli@gjzq.com.cn

券商股权投资深度报告：另类子弹性释放，跟投开启收益红利

投资逻辑

2026 年以来国内硬科技产业融资需求旺盛，叠加权益市场行情修复，股权投资市场迎来回暖窗口，券商依托私募基金子公司、另类投资子公司构成的双股权投资平台，存量直投、跟投项目进入集中兑现周期，股权投资业务逐步成长为决定上市券商业绩弹性的重要板块。

券商股权投资实行双平台差异化运行架构，私募子撬动外部资金做大管理规模、另类子聚焦项目直投与协同跟投。私募基金子公司作为 GP 管理主体，以对外募集政府引导基金、产业资本、社会资本等外部 LP 资金为主，自有资金出资为辅，盈利来源于基金管理费以及项目退出后的业绩报酬，整体资本消耗相对有限，业务增长由管理规模驱动；另类投资子公司属于券商全资自有资金投资载体，不允许对外募集资金，是科创板保荐机构强制跟投的法定实施主体，业务覆盖未上市股权投资、定增、战略配售等，收益主要来自资本利得，受二级市场波动影响较大，周期属性突出。截至 2026 年 6 月末，全市场券商系 GP 机构合计管理基金规模达 3.03 万亿元，行业马太效应凸显，中金资本、中信金石、海通开元三家头部机构在管规模合计占比 33%。

收益层面，科创板跟投制度是股权投资业务重要的业绩放大器。自科创板开板至今，科创板募资规模合计达 1054.55 亿元，其中券商科创板跟投金额合计 31.34 亿元，合计实现上市首日跟投收益 138.52 亿元，较 2025 年同期增长超 21 倍，最新数据显示保荐券商跟投累计浮盈 377.32 亿元，收益向头部券商高度集中。但该业务收益与风险一体共生，业绩高度绑定二级市场走势，2024 年科创板破发潮中一度有六成券商跟投浮亏，市场下行阶段利润会快速收缩。业务核心盈利逻辑来自估值跃迁效应，Pre-IP0 阶段项目多按照投资成本或者可比公司法估值计量，企业完成 IP0 上市后切换为二级市场公允价值计量，一级投资成本、IP0 发行市值、二级市场交易价格形成三层价差，价差变动直接反映在另类子与私募子报表的公允价值变动损益与投资收益，项目解禁处置后确认真实投资收益。长鑫科技等标杆硬科技 IP0 项目，展现出从一级市场估值到二级市场估值的跃迁空间，跟投浮盈规模显著高于传统承销保荐收入。

此外，券商股权投资业务扩张面临明确的资本金硬约束。另类子所有跟投、直投项目均直接消耗券商母公司净资本，非上市股权投资还需要按照监管要求计提较高比例的风险资本准备，大量资金被沉淀在未上市股权与锁定期上市股权中，对券商整体资本周转与流动性形成约束。近年来，多家券商相继启动另类子增资，浙商证券拟向另类子公司增资 10 亿元，国海证券拟增资 5 亿元，东吴证券、中泰证券、南京证券等均在定增方案中明确将部分募集资金投入另类投资业务或私募股权业务。资金端的持续注入意味着券商股权投资的项目储备和投放能力将在中长期内不断扩容。

投资建议

股权投资业务已成为重要盈利贡献因素。26H1 我们统计范围内的券商私募子、另类子净利润合计约 240.63 亿元（不包括中金财富），占上市券商归母净利润的比例约 16%，股权投资业务已起到关键作用。业务本质是券商持有的科技股权期权组合，强周期、高弹性。收益来自一级成本到发行市值再到二级市价的估值跃迁，与二级市场高度联动，收益弹性与回撤风险并存。综合能力领先的券商在投行、投研等协同方面也更具备优势。个股方面，建议优选投行项目储备厚+另类子资本金充足+硬科技卡位深的头部券商，重点关注中信证券、国泰海通；以及特色区域券商，重点推荐华安证券、财通证券。

风险提示

二级市场大幅回调导致浮盈回吐、IP0 发行节奏不及预期、锁定期内公允价值变动及减值风险。



内容目录

1 行业拐点：创投市场回暖与硬科技 IPO 大年，券商股权投资进入兑现期	4
1.1 政策端：顶层制度持续引导股权投资“投早、投小、投硬科技”	4
1.2 募资端：耐心资本入市，26H1 新募规模同比+49.6%	5
1.3 投资端：股权投资市场投资规模持续扩容，AI/半导体大额融资频现	5
1.4 退出端：26H1 退出案例超 2500 笔，IPO 渠道迎来爆发，股权投资进入兑现周期	6
2 业务模式：双平台架构下，私募子做规模、另类子做弹性	7
2.1 制度演变：从直投试点到两类子公司双轨运行	7
2.2 私募子：收取管理费+Carry，AUM 驱动，资本消耗低	9
2.3 另类子：自有资金模式，投资收益驱动，强周期高弹性	10
2.4 竞争格局：私募子在管规模迅速扩张，另类子承担自有资金投资和协同跟投职责	11
2.5 “投行+投资+投研”三投联动：投研驱动、投行触达、投资兑现	13
3 盈利机制：项目估值提升带来跟投、直投双重收益	14
3.1 跟投收益：2%-5%分档跟投、24 个月锁定，科创板七年累计浮盈 377 亿	14
3.2 直投收益：早期布局，带来穿越一级二级的估值重估收益	15
3.3 子公司表现：2026H1 另类子净利 202.75 亿元、占集团净利润比重 12.7%	16
4 资本约束：高消耗与长锁定并存，券商股权子公司增资突围	19
4.1 资本消耗：高资本消耗，项目长锁定期	19
4.2 应对方式：持续加码投入，多家券商对股权子增资	20
5 投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：政策支持引导股权投资“投早、投小、投硬科技”	4
图表 2：26H1 股权投资市场基金募集金额超 1 万亿元	5
图表 3：26H1 股权投资市场基金募集数量超 3900 只	5
图表 4：26H1 股权投资新备案基金 LP 认缴出资金额结构	5
图表 5：26H1 机构 LP 认缴出资金额结构	5
图表 6：26H1 股权投资市场投资金额超 5600 亿元	6
图表 7：26H1 国内股权投资市场投资行业分布	6
图表 8：2022-2026H1 股权投资市场投资金额 TOP5 案例	6
图表 9：被投企业以 IPO 方式退出案例数增加（按退出案例数统计，笔）	6
图表 10：26H1 被投企业 IPO 案例数量占比达到 69%	6



图表 11: 发行时 VC/PE 持股账面价值显著增长	7
图表 12: 2026H1 券商系 IPO 参与占比达 28%, 创近五年新高	7
图表 13: 券商直投业务相关政策梳理	8
图表 14: 证券公司私募投资基金子公司业务模式 (1)	9
图表 15: 证券公司私募投资基金子公司业务模式 (2)	9
图表 16: 券商私募子代表机构	10
图表 17: 券商另类子代表机构	11
图表 18: 私募子与另类子定位	12
图表 19: 券商系 GP 新设立年份分布情况 (家)	12
图表 20: 26H1 末券商系 GP 在管规模 TOP 10 (亿元)	12
图表 21: 26H1 头部券商系 LP 投资情况 (只)	13
图表 22: 头部机构投资事件以及退出情况 (起)	13
图表 23: 科创板跟投比例相关规定	14
图表 24: 2026 年以来科创板上市项目情况	14
图表 25: 部分券商科创板跟投情况及浮盈收益	15
图表 26: 长鑫科技市值变化下部分券商投资收益测算	16
图表 27: 上市券商私募子公司营业收入表现及占集团营业收入比重	16
图表 28: 上市券商私募子公司净利润表现及占集团净利润比重	16
图表 29: 上市券商另类子公司营业收入表现及占集团营业收入比重	17
图表 30: 上市券商另类子公司净利润表现及占集团净利润比重	17
图表 31: 26H1 券商私募子&另类子利润及其对集团的贡献	17
图表 32: 截至 26H1 末上市券商净资本规模达到 1.87 万亿元	20
图表 33: 26H1 末上市券商自营权益类证券及其衍生品/净资本平均值为 26.53%	20
图表 34: 另类投资子公司增资情况	20
图表 35: 私募投资基金子公司增资情况	20
图表 36: 定增募资投向另类/私募子公司	21



1 行业拐点：创投市场回暖与硬科技 IPO 大年，券商股权投资进入兑现期

2026 年以来，我国股权投资市场在政策引导与长期资金入市的双重驱动下加速回暖。一级市场估值修复抬升了存量项目的公允价值，硬科技 IPO 大年打通了增量项目的估值兑现与退出通道，券商另类子、私募子的存量股权储备正进入集中收获期。

1.1 政策端：顶层制度持续引导股权投资“投早、投小、投硬科技”

当前私募基金投资科技企业的监管引导政策，已形成以“募投管退”全链条贯通为路径、以“投早、投小、投长期、投硬科技”为核心导向的系统性格局。

图表1：政策支持引导股权投资“投早、投小、投硬科技”

政策文件	发布单位	发布时间	核心导向与关键内容
《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	证监会	2024 年 4 月 19 日	《措施》提出引导私募股权创投基金投向科技创新领域。完善私募基金监管办法，丰富产品类型，推动母基金发展，发挥私募股权创投基金促进科技型企业成长作用。落实私募基金“反向挂钩”政策，扩大私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点、份额转让试点，拓宽退出渠道，促进“投资-退出-再投资”良性循环。
《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》 (创投十七条)	国务院	2024 年 6 月 19 日	《政策措施》明确 5 方面重点举措：一是培育多元化创业投资主体。加快培育高质量创业投资机构，支持专业性创业投资机构发展，发挥政府出资的创业投资基金作用，落实和完善国资创业投资管理制度。二是多渠道拓宽创业投资资金来源。鼓励长期资金投向创业投资，支持资产管理机构加大对创业投资的投入，扩大金融资产投资公司直接股权投资试点范围，丰富创业投资基金产品类型。三是加强创业投资政府引导和差异化监管。建立创业投资与创新创业项目对接机制，实施专利产业化促进中小企业成长计划，持续落实落细创业投资企业税收优惠政策，实施符合创业投资基金特点的差异化监管，有序扩大创业投资对外开放。四是健全创业投资退出机制。拓宽创业投资退出渠道，优化创业投资基金退出政策。五是优化创业投资市场环境。优化创业投资行业发展环境，营造支持科技创新的良好金融生态。
《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	证监会	2025 年 2 月 7 日	加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，提到引导私募股权创投基金投早、投小、投长期、投硬科技。落实好国务院办公厅关于促进创业投资高质量发展的政策安排，畅通私募股权创投基金多元化退出渠道，促进“募投管退”良性循环。优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”政策。推进私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点。研究完善私募股权创投基金份额转让制度机制。支持私募股权二级市场基金（S 基金）发展。支持金融资产投资公司直接股权投资试点。多渠道拓宽私募股权创投基金资金来源，更大力度吸引社会资本参与，积极发展耐心资本。
《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》	科技部、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家发展改革委、财政部、国务院国资委	2025 年 5 月 13 日	《政策举措》提出发挥创业投资支持科技创新生力军作用。一是设立“国家创业投资引导基金”。发挥国家创业投资引导基金支持科技创新的重要作用，将促进科技型企业成长作为重要方向，培育发展战略性新兴产业特别是未来产业，推动重大科技成果向现实生产力转化，加快实现高水平科技自立自强，培育发展新质生产力。二是拓宽创业投资资金来源。将金融资产投资公司（AIC）股权投资试点范围扩大到 18 个城市所在省份，支持保险资金参与金融资产投资公司股权投资试点。支持创业投资机构、产业投资机构发债融资，拓宽直接融资渠道。鼓励社保基金会在自身业务范围和风险防控要求下开展股权基金投资，支持科技创新。优化管理机制，支持保险资金按市场化原则参与创业投资，推进保险资金长期投资改革试点。引导理财公司、信托公司等依法依规参与创业投资。三是优化国有创业投资考核评价机制。落实好支持中央企业创业投资基金高质量发展的政策措施，健全符合创业投资行业特点和发展规律的国有资本出资、考核、容错和退出的政策机制，对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。引导国有资本成为支持创业投资的长期资本、耐心资本。带动地方国有资本和其他行业国有资本参照执行。四是健全创业投资退出渠道。评估北京、上海、广东等区域性股权市场私募股权基金份额转让试点成效，进一步优化份额转让业务流程和定价机制。开展私募股权创投基金实物分配股票试点，允许将持有的上市公司股票通过非交易过户的方式向投资者进行分配。鼓励发展私募股权二级市场基金（S 基金）。

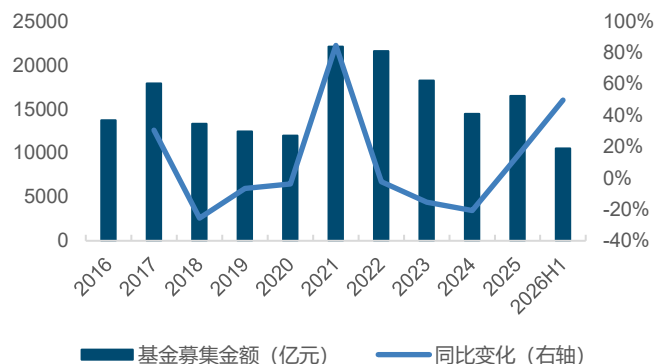
来源：政府网，证监会，国金证券研究所



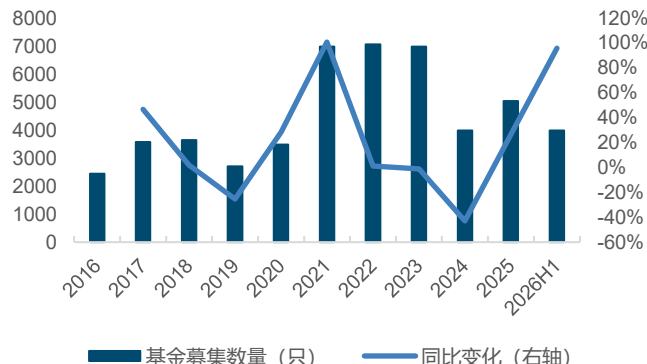
1.2 募资端：耐心资本入市，26H1 新募规模同比+49.6%

2026 上半年股权投资市场募资规模显著修复。新募基金数量方面，全市场共有 3,981 只基金完成新一轮募集，数量同比大幅提升 95.8%；新募基金金额方面，上半年合计募资总额达 10,494.64 亿元，同比增长 49.6%。

图表2：26H1 股权投资市场基金募集金额超 1 万亿元



图表3：26H1 股权投资市场基金募集数量超 3900 只

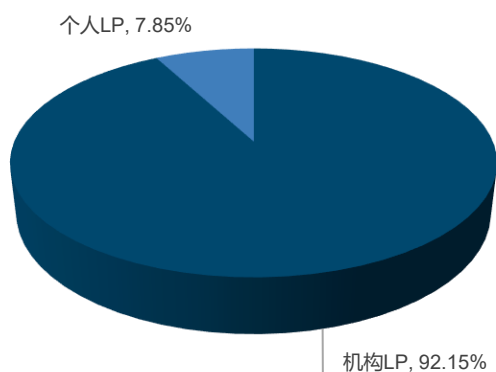


来源：清科研究中心，国金证券研究所 注：包含早期投资机构、VC、PE

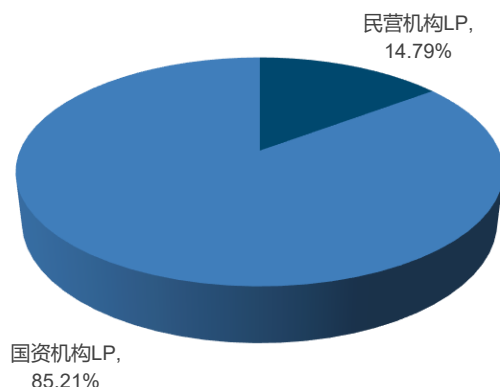
来源：清科研究中心，国金证券研究所 注：包含早期投资机构、VC、PE

从新备案基金的 LP（有限合伙人）结构来看，国资系机构 LP 成为一级市场资金供给核心支柱。按出资基金笔数统计，2026H1 新备案基金背后，机构 LP 参与占比为 30.93%，个人 LP 参与度为 69.07%。从出资金额角度分析，机构 LP 认缴出资总规模为 10,251.47 亿元，占比 92.15%；个人 LP 认缴出资总规模为 873.88 亿元，占比 7.85%。机构 LP 中，2026H1 共计 2,098 家国资背景机构 LP 参与出资新基金，数量占比 42.34%，认缴出资总额 8,735.01 亿元，金额占比 85.21%。民营背景 LP 共计 2,857 家，数量占比 57.66%，认缴出资总额 1,516.46 亿元，占比 14.79%。国资 LP（地方政府引导基金、国资平台、社保/险资等耐心资本）主导当前一级市场资金供给，资金来源具备长周期、低短期回报诉求的特点，为 VC/PE 投资硬科技项目提供资金基础。

图表4：26H1 股权投资新备案基金 LP 认缴出资金额结构



图表5：26H1 机构 LP 认缴出资金额结构



来源：睿兽 Pro，国金证券研究所

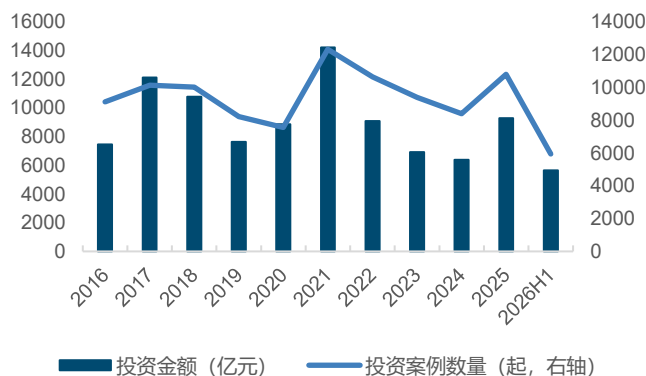
来源：睿兽 Pro，国金证券研究所

1.3 投资端：股权投资市场投资规模持续扩容，AI/半导体大额融资频现

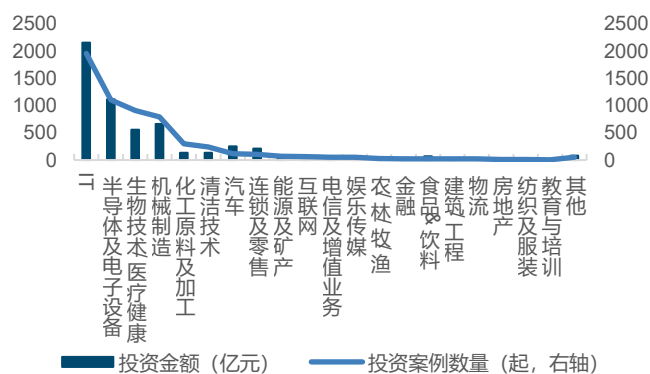
2026 年上半年一级市场投资活跃度稳步抬升，全市场累计完成 5,944 笔股权投资案例，同比增长 14.7%；其中披露交易总金额达到 5,654.00 亿元，同比提升 31.9%。资金向前沿科创赛道集中，大模型、物理 AI、算力芯片、人形机器人、航空航天等未来产业融资热度领跑，赛道内大额融资项目持续涌现，优质硬科技项目储备持续丰富，为券商“直投+保荐”联动模式提供了充足底层标的。



图表6：26H1 股权投资市场投资金额超 5600 亿元



图表7：26H1 国内股权投资市场投资行业分布



来源：清科研究中心，国金证券研究所 注：投资案例指同一投资机构类型对一

来源：清科研究中心，国金证券研究所 注：按照投资案例数量排序

家企业的同一轮投资统计为 1 起投资案例

图表8：2022-2026H1 股权投资市场投资金额 TOP5 案例

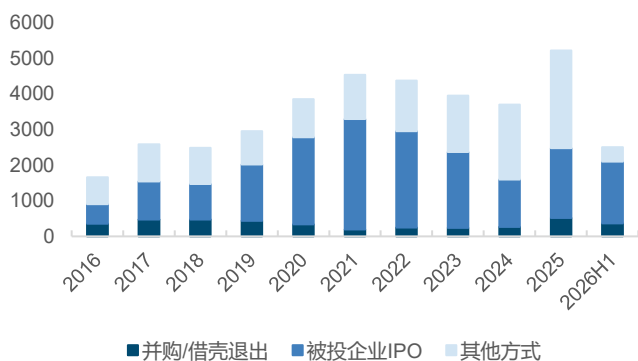
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年上半年
TOP5 案例	中广核风电	中粮福临门	大连新达盟	国网新源	DeepSeek
	广汽新能源	蔚来汽车	赛生药业	北电集成	星巴克中国
	华大半导体	华虹半导体	高鑫零售	盈德气体	阶跃星辰
	中国移动	润鹏半导体	华能新能源	宁德时代	月之暗面
	前程无忧	哪吒汽车	月之暗面	超聚变	深圳航空
TOP5 项目总金额 (亿元)	844.01	577.31	720.23	740.91	821.41

来源：清科研究中心，国金证券研究所

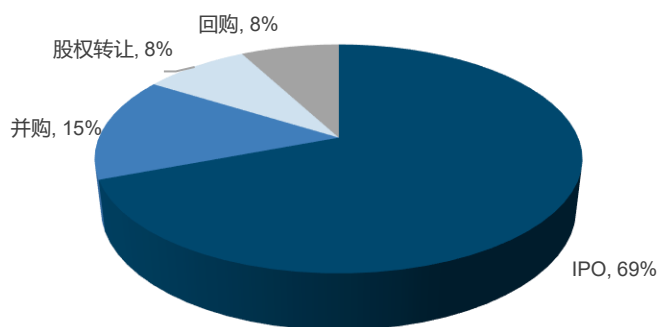
1.4 退出端：26H1 退出案例超 2500 笔，IPO 渠道迎来爆发，股权投资进入兑现周期

2026 上半年国内股权投资市场累计实现 2,503 笔项目退出，同比增长 8.3%，退出渠道迎来全面修复。IPO 成为本轮退出回暖的核心引擎，上半年 IPO 退出案例达 1,732 笔，同比激增 198.6%，占全部退出案例比重 69.2%。分上市板块看，境外市场是 IPO 退出的主要贡献方，合计贡献 1,204 笔 IPO 退出案例，规模达到 2025 年同期的 4.1 倍，港股、纳斯达克等通道的通畅是核心驱动。其他退出方式呈现明显分化，并购退出同步高景气，上半年落地 368 笔，同比提升 94.7%；与之对比，股权转让、股东回购等非公开退出交易大幅收缩，两类方式合计仅 403 笔，同比下滑 73.2%。

图表9：被投企业以 IPO 方式退出案例数增加（按退出案例数统计，笔）



图表10：26H1 被投企业 IPO 案例数量占比达到 69%



来源：清科研究中心，国金证券研究所 注：1 笔退出交易指 1 只股权投资基金

来源：清科研究中心，国金证券研究所

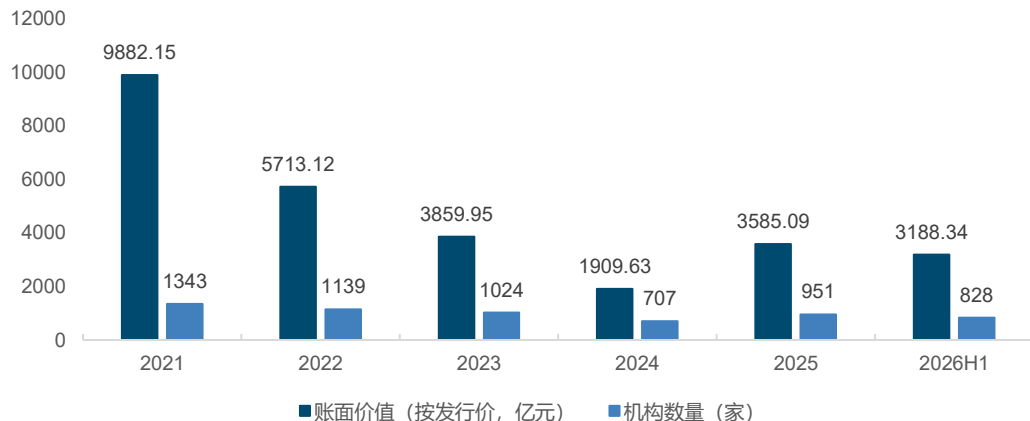
从 1 家被投企业退出，如 N 只股权投资基金从 1 家企业退出，则记为 N 笔

IPO 渠道放量直接增厚投资机构账面收益。2026 年上半年，共有 828 家 VC/PE 机构收获被



投企业 IPO 成果, 实现 IPO 退出的机构数量同比提升 140.0%。若按发行价口径估算, VC/PE 机构持有的上半年新上市企业股份账面价值合计约 3,188.34 亿元, 同比大幅增长 207.5%。上市退出通道畅通、股权账面价值显著抬升, 为券商另类子、私募子存量股权投资项目打开估值兑现空间。

图表11: 发行时 VC/PE 持股账面价值显著增长

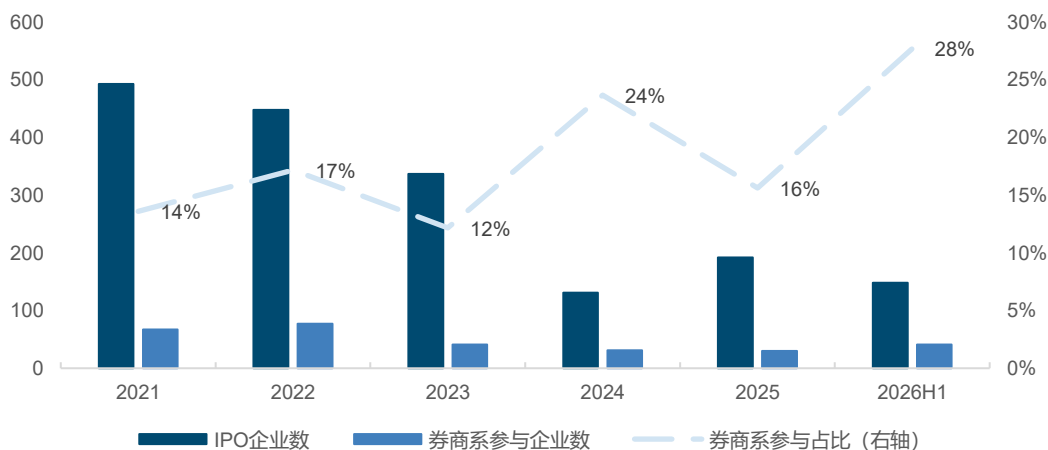


来源: 清科研究中心, 国金证券研究所 注: 发行账面金额为机构于所投项目首次发行前的持股数 (不含基石轮/战略配售)* 发行价格计算得出

2 业务模式: 双平台架构下, 私募子做规模、另类子做弹性

在创投生态中, 券商系资本凭借投行基因构建了独特的竞争壁垒, 已成为科创股权投资链条上的深度参与者。一方面, 券商通过另类投资子公司开展直投业务, 依托科创板保荐投制度实现一二级市场的深度联动; 另一方面, 通过私募股权投资子公司管理产业基金, 在精准滴灌实体产业融资需求的同时, 也借助市场化机制盘活了自有资金并增厚了投资收益。随着近年来境内外的 IPO 通道再度拓宽, 券商系机构在一级市场的存在感显著增强。据投中网数据, 2026 年上半年共有 148 家企业上市 (包括 A 股、港股和美股), 其中 41 家获得券商背景投资方入股, 占比约 28%, 创下 2021 年以来的峰值。

图表12: 2026H1 券商系 IPO 参与占比达 28%, 创近五年新高



来源: 投中网, 国金证券研究所

2.1 制度演变: 从直投试点到两类子公司双轨运行

2007 年 9 月, 中国证监会开展直接投资业务试点。中信证券、中金公司为首批试点券商, 以不超过净资本 15% 的自有资金设立了直接投资专业子公司, 实现母、子公司之间的法人隔离, 专业子公司以自有资金进行直接投资。2008 年 3 月, 中国证监会对证券公司开展直接投资业务试点作出进一步安排, 在总结试点经验的基础上, 将适度扩大试点范围, 允许符合条件的证券公司向中国证监会申请开展直接投资业务的试点, 要求开展直接投资



业务试点的证券公司净资本原则上不低于 20 亿元，具有完善的内部控制和风险管理制度，具有较强的投资银行业务能力，最近三个会计年度担任股票、可转债主承销的项目在 10 个以上，或者主承销金额在 150 亿元人民币以上。此后光大证券等券商陆续获批，至 2012 年底全行业共注册成立约 47 家券商直投公司，注册资本达到 346 亿元。

另类投资也于 2011 年开闸。2011 年 5 月，证监会发布《关于证券公司设立自营业务投资范围及其有关事项的规定》，明确指出，券商自营业务除了投资境内交易所上市的证券、境内银行间市场交易的部分证券和经证监会批准或者备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券之外，还可以以设立子公司的方式投资上述品种以外的金融产品。

试点期行业快速扩容的同时，无统一规则、利益输送隐患、业务操作不规范等问题逐步凸显，监管层出台专项制度，对券商直投业务进行全面规范、纠偏，行业进入标准化合规发展阶段。2011 年，证监会颁布《证券公司直接投资业务监管指引》，将证券公司直接投资业务纳入常规监管，标志着直接投资业务从试点业务转为证券公司常规业务。2012 年 11 月，中证协发布《证券公司直接投资业务规范》，明确了直投基金备案、直投业务规则、内部控制、直投从业人员、自律管理等相关规定。

2016 年末，中证协发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》，原有的《证券公司直接投资业务规范》废止。两部规范确立一类业务对应一类子公司的格局：直投子公司按“对外募资、管理基金”与“自有资金投资、跟投协同”分化为私募基金子公司与另类投资子公司两类，业务隔离、各司其职。

两类子公司的业务边界、运营模式逐步清晰，伴随资本市场注册制改革推进，监管层结合市场发展需求，持续优化规则，推动券商股权投资业务走向精细化、专业化发展阶段。2019 年 4 月，上交所发布科创板股票发行与承销业务指引，提出科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，保荐机构通过依法设立的另类投资子公司参与发行人首次公开发行战略配售，并对获配股份设定限售期。《指引》要求保荐机构相关子公司使用自有资金进行跟投，按股票发行价格认购 IPO 股票数量的 2%-5%（发行规模不足 10 亿元的，跟投比例为 5%，但不超过 4000 万元；发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的，跟投比例为 4%，但不超过 6000 万元；发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的，跟投比例为 3%，但不超过 1 亿元；发行规模 50 亿元以上的，跟投比例为 2%，但不超过 10 亿元），并锁定 24 个月。

2024 年监管层再度修订核心规则，在严守合规底线、防范风险的基础上，优化业务限制、放宽经营约束，进一步厘清两类子公司定位。2024 年 5 月，中证协修订发布《证券公司另类投资子公司管理规范（2024 年修订）》《证券公司私募投资基金子公司管理规范（2024 年修订）》及配套的《自律规则适用意见第 6 号》。修订要点包括：一是对子公司的业务进行优化和完善，另类子公司可适当投资大宗商品、全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票以及中国证监会认可的其他投资品种；明确私募基金子公司设立二级管理子公司的相关要求，规定二级管理子公司应当登记为基金管理人且不得再下设任何机构；扩充子公司现金管理投资标的种类，提升闲置资金管理灵活性。二是对子公司内控提出更加严格的监管要求，本次修订对另类子公司投资标的的尽职调查、投后管理、持续控制和管理风险均提出相应要求，同时强化对子公司违规关联交易的约束。

图表13：券商直投业务相关政策梳理

发文日期	政策名称	发文机构	主要内容
2011 年 4 月 29 日	《关于证券公司设立 自营业务投资范围及 其有关事项的规定》	证监会	证券公司可以设立子公司，从事《证券公司证券自营投资品种清单》所列品种以外的金融产品等投资。
2011 年 7 月 13 日	《证券公司直接投资 业务监管指引》	证监会	证券公司开展直接投资业务，应当设立子公司，由直投子公司开展业务，包括使用自有资金对境内企业进行股权投资；为客户提供股权投资的财务顾问服务；设立直投基金，筹集并管理客户资金进行股权投资；在有效控制风险、保持流动性的前提下，以现金管理为目的，将闲置资金投资于依法公开发行的国债、投资级公司债、货币市场基金、央行票据等风险较低、流动性较强的证券，以及证券投资基金、集合资产管理计划或者专项资产管理计划。
2012 年 11 月 2 日	《证券公司直接投资 业务规范》	中证协	明确直投基金备案程序；规定直投子公司不仅可以使自有资金或设立直投基金，对企业进行股权投资，而且还可以进行与股权相关的债权投资，或投资于与股权投资相关的其他投资基金，并在直投基金的种类上进行了列举和明确，即直投子公司及其下属机构可以设立和管理股权投资基金、创业投资基金、并购基



金、夹层基金等直投基金，以及以前述基金为主要投资对象的直投基金。2017 年 1 月 4 日废止。

科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，保荐机构通过依法设立的另类投资子公司参与发行人首次公开发行战略配售，并对获配股份设定限售期。

一是对子公司的业务进行优化和完善。另类子公司可适当投资大宗商品、全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票以及中国证监会认可的其他投资品种；明确私募基金子公司设立二级管理子公司的相关要求，规定二级管理子公司应当登记为基金管理人且不得再下设任何机构；扩充子公司现金管理投资标的种类，提升闲置资金管理灵活性。二是对子公司内控提出更加严格的监管要求。一方面要求另类子公司加强交易行为管理，本次修订对另类子公司投资标的的尽职调查、投后管理、持续控制和管理风险均提出相应要求；另一方面强化对子公司违规关联交易的约束，修订新增另类子公司应当建立有效的关联交易管理制度、按照实质重于形式和穿透的原则进行关联交易行为管理的要求，并增加证券公司及子公司违规向股东或其他关联方提供融资或者担保的禁止性规定。此外，要求证券公司做好业务划分，切实避免同业竞争、利益冲突及利益输送。三是对人员管理方面作出进一步补充完善。四是自律管理层面的一些要求。

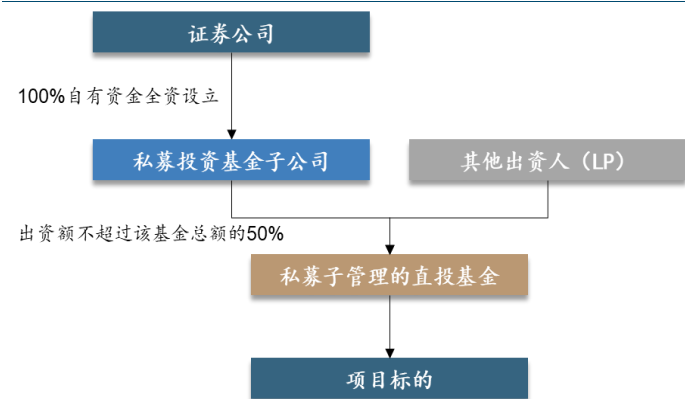
来源：证监会，证券业协会，上交所，国金证券研究所

整体而言，券商创投制度演进的底层逻辑可归纳为三条：一是业务隔离，将募资本管理的资管属性与自有资金投资的自营属性物理分开，杜绝“保荐+直投”式利益输送；二是资金属性区分，私募子撬动外部资金、另类子仅用自有资金，从资本约束上控制风险外溢；三是垂直管控，母子公司全链条一体化管理，两类子公司的组织、人员、薪酬、关联交易均在自律规则覆盖之下。

2.2 私募子：收取管理费+Carry, AUM 驱动，资本消耗低

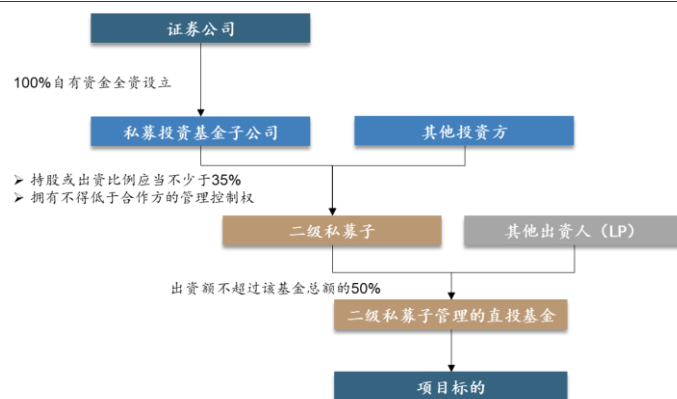
私募基金子公司定位为券商的私募股权基金管理平台，从事私募股权基金与创业投资基金的募集和管理，资金来源以对外募集为主，包括政府引导基金、产业资本、社会资本，自有资金为辅。券商可通过撬动外部资金，在不大量消耗自有资本的前提下构建庞大的投资组合。可依法下设二级管理子公司，须登记为基金管理人且不得再下设机构。盈利模式为管理费+业绩报酬（Carry），规模驱动。

图表14：证券公司私募投资基金子公司业务模式（1）



来源：证监会，证券业协会，国金证券研究所

图表15：证券公司私募投资基金子公司业务模式（2）



来源：证监会，证券业协会，国金证券研究所

根据中基协网站显示，截至 2026 年 10 月 16 日证券公司私募基金子公司共有 137 家，其中包括 79 家证券公司一级私募子公司和 58 家二级私募子公司。产品存续规模方面，截至 2026 年 8 月末，券商私募子公司存续产品规模约 7,051.76 亿元。代表机构包括中金资本、中信金石、国泰海通开元、招商致远资本、广发信德、华泰紫金投资、中信建投资本、华安嘉业等。


图表16：券商私募子代表机构

证券公司	私募子	营业收入	净利润	净资产	经营情况
中信证券	中信金石	3.10	1.15	94.28	中信金石在募资端管理规模进一步提高，投资人结构持续优化，投资策略不断丰富。
国泰海通	国泰海通开元	12.96	7.99	171.83	26H1 新设基金 7 只，合计认缴 78.29 亿元；新增投资项目 104 个（含子基金），投资金额 43.34 亿元，其中完成硬科技投资项目 81 个，投资金额 32.39 亿元；共实现 21 个项目完全退出，退出项目投资成本 16.40 亿元；10 个已投项目成功 IPO 或与上市公司并购重组。截至 2026 年 6 月末，广发信德在管基金存量实缴规模超 190 亿元。境外方面，通过下属子公司管理股权投资类基金产品 4 只，已完成的投资主要覆盖高端制造、TMT、大消费、生物医药等领域。
广发证券	广发信德	3.24	2.08	47.51	截至 26H1 末，华泰紫金投资及其二级子公司作为管理人在中国证券投资基金业协会备案存续的私募股权投资基金合计 35 只，合计认缴规模 719.74 亿元，合计实缴规模 503.88 亿元。2026H1 上述私募股权投资基金实施投资项目合计 34 个，投资金额合计 12.08 亿元。
华泰证券	华泰紫金投资	7.24	5.14	108.54	截至 26H1 末，申万投资累计管理总规模超过 178 亿元，累计投资企业超 70 家。
申万宏源	申银万国投资	0.24	0.09	10.27	2026 年上半年，中信建投资本新增基金管理规模 45.01 亿元，在券商私募子公司中排名第 4 名；完成项目投资 19.13 亿元，同比增长 91.49%，投资项目精准聚焦重点领域，其中科技类项目投资 15.38 亿元。截至 26H1 末，中信建投资本在管备案基金 86 只，基金管理规模超过 824 亿元。
中信建投	中信建投资本	2.29	1.26	28.46	截至 2026 年 6 月末，招商致远资本在管基金规模超 400 亿元，位居券商前列。2026H1 新设基金 6 只，募集基金总规模 22.83 亿元；投资节奏显著加快，上半年投资项目 17 个，交割金额 6.95 亿元；2026 年上半年退出金额 4.17 亿元。
招商证券	招商致远资本	8.17	6.32	27.90	2026H1 新增备案基金 4 只，规模合计 12.59 亿元；投资项目和子基金 20 个，金额合计 6.62 亿元，同比增长 115.64%，重点投向科技创新产业。截至 26H1 末，旗下在管基金达到 35 只，备案总规模为 376.18 亿元，基本实现国家战略重点区域的有效覆盖。
中国银河	银河创新资本	0.48	0.33	17.04	截至 26H1 末，东证资本在管基金 63 只，管理规模合计 206.94 亿元；在投项目 139 个，在投金额 66.89 亿元，其中存续上市标的 9 个。2026H1 有 2 家标的企业 IPO 发行上市，1 家标的企业 IPO 申请获审核通过，10 家标的企业已申报 IPO 并被受理。
东方证券	东证资本	1.26	0.57	33.42	截至 2026 年 6 月 30 日，公司通过多种方式在管的资产规模达到 5,974 亿元；规模 500 亿元的京津冀创业投资引导基金已完成设立和备案，正在密集开展投资工作；上半年共有 16 个直投项目成功上市，保持业内领先。
中金公司	中金资本运营 中金私募股权	5.36 1.98	1.15 0.92	36.54 5.42	截至 26H1 末，财通资本管理及服务基金规模近 1,300 亿元，私募股权基金新增投资项目 48 个、金额 18.24 亿元，其中 85% 以上投向半导体、AI、商业航天、量子科技、具身智能、创新药等硬科技赛道，75% 以上投向浙商浙企。六大未来产业项目存量达 14 个、17.56 亿元。15 家被投企业进入上市申报通道。
财通证券	财通资本	1.97	1.32	19.86	华安嘉业牵头设立总规模 100 亿元国家级量子基金，26H1 末在管基金月均实缴规模、净资产均位列行业第 9 位。
华安证券	华安嘉业	7.77	5.71	32.65	基金募集方面，新增注册私募基金 5 只，规模合计 8.83 亿元。截至 26H1 末，在管基金 29 只，管理规模 211.06 亿元。项目投资方面，围绕国家科技创新战略和未来产业发展方向，重点关注量子科技、人工智能、新型储能、商业航天等领域，完成投资项目 16 个，投资金额 6.18 亿元。
国元证券	国元股权	0.62	0.39	15.61	

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：1) 营业收入、净利润为 2026 年上半年的数据；2) 净资产为截至 2026H1 末的数据

2.3 另类子：自有资金模式，投资收益驱动，强周期高弹性

另类投资子公司定位为券商以全资自有资金开展《证券公司证券自营投资品种清单》以外



另类投资的平台，覆盖未上市股权、新三板挂牌股票、上市公司定增、衍生品、大宗商品等。不得向投资者募集资金、不得作为普通合伙人参与私募基金管理、不得下设任何机构、不得开展财务顾问业务及通道类业务；同时定位于“投行服务的资本延伸”，是科创板、创业板、北交所保荐跟投的法定主体。盈利模式为投资收益（资本利得），项目驱动。

截至 2025 年末，全行业有 85 家券商母公司设立了另类投资子公司，行业占比超 80%。代表机构包括中信证券投资、国泰海通证裕、招商证券投资、广发乾和、中金浦成等。

图表 17：券商另类子代表机构

证券公司	另类子	营业收入	净利润	净资产	经营情况
中信证券	中信证券投资	26.55	19.75	221.31	2026 年上半年，中信证券投资新增投资项目覆盖晶圆代工、硅基负极材料、先进封装、半导体设备等关键环节。
国泰海通	国泰海通证裕	87.90	65.07	326.12	26H1 新增及追加投资项目 21 个，投资金额 10.85 亿元，投向均为硬科技领域，进一步细分来看，投资三大先导基金 2.4 亿元；共实现 13 个项目的完全退出，退出项目投资成本 6.43 亿元；5 个已投项目成功 IPO。26H1 末存续投资项目 206 个，投资成本 197.71 亿元。
广发证券	广发乾和	3.75	2.64	108.58	26H1 广发乾和聚焦 AI 基础设施建设及 AI+、生物医药等重点产业。截至 2026 年 6 月末，广发乾和累计投资项目 356 个。
华泰证券	华泰创新投资	5.49	3.72	46.28	截至 26H1 末，存续投资项目 33 个，投资规模 141,091.26 万元。
申万宏源	申银万国创新	4.43	3.27	32.70	申万创新投聚焦人工智能、半导体、航空航天等重点领域，加大项目覆盖与储备力度。26H1 完成 2 单服务国家战略项目。
中信建投	中信建投投资	17.74	13.17	68.69	26H1 中信建投投资累计落地投资项目 21 个，总投资金额 7.70 亿元，新增投资全部投向契合新质生产力发展方向的优质项目；已投资项目中，新增 IPO 申报 12 单。
招商证券	招证投资	69.70	52.20	142.70	26H1 新增投资金额 2.75 亿元，退出金额共计 3.6 亿元。
中国银河	银河源汇	4.46	3.08	49.10	2026H1 股权投资新增出资约 4.97 亿元；完成国家创业投资引导基金京津冀基金首期出资。
东方证券	东证创新	7.78	5.52	98.57	截至 26H1 末，股权投资存量项目共 114 个，存量规模为 49.21 亿元；累计参与科创板跟投项目 10 个，投入资金 5.49 亿元。截至 26H1 末，特殊资产投资业务存量项目共 34 个，存量规模为 21.15 亿元。
中金公司	中金浦成	1.34	0.99	43.23	-
财通证券	财通创新	2.25	1.79	63.28	2026 年上半年，财通创新新增投资项目 6 个，浙商浙企投资占比 100%，科创型项目占比 100%，精准服务创新浙江建设，覆盖高端装备、新材料、半导体、数字经济等重点赛道。截至 26H1 末，财通创新对浙商浙企累计认缴投资 45.13 亿元，占总投资额的 80%；累计撬动投资金额 684 亿元，同比提升 35%。股权投资项目投后赋能成效显著，新增 1 家企业主板上市、9 家企业申报 IPO、2 家企业完成新三板挂牌。
华安证券	华富瑞兴	7.34	5.34	23.34	华富瑞兴坚持深耕科技金融，在保持综合业务投资平台定位基础上持续深化主动投资转型，积极拓展多元化投资渠道，抢抓定增业务优质项目机遇。
国元证券	国元创新	2.64	2.02	39.34	股权投资业务方面，新增投资项目 14 个，投资交割金额 1.73 亿元，同比增长 206.20%；新增金融产品投资约 3.38 亿元（不含理财类产品）；围绕并购重组、破产重整、协议转让和不良资产处置等领域，加强股权、权益类和债权类项目储备，26H1 新增立项项目 6 个。

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：1) 营业收入、净利润为 2026 年上半年的数据；2) 净资产为截至 2026H1 末的数据

2.4 竞争格局：私募子在管规模迅速扩张，另类子承担自有资金投资和协同跟投职责

两类子公司同由券商以自有资金全资设立，但业务边界截然不同。私募基金子公司可设立二级管理子公司并担任私募基金管理人，向合格投资者募集资金设立基金，撬动政府引导基金、保险资金与产业资本等外部 LP（有限合伙人）出资；监管同时设定了杠杆上限，自有资金跟投单只基金不超过 50%，意味着基金规模的至少一半须来自外部募资，具备规模



放大器属性。而另类投资子公司不得向投资者募集资金开展基金业务，不得担任 GP（普通合伙人）参与私募基金管理，不得融资、对外担保和贷款，资金渠道完全封闭于母公司注入的自有资金，业务半径被净资本硬约束，承担保荐跟投、Pre-IP0 直投等与投行业务协同、回报弹性大但资本消耗高的职能。

图表18：私募子与另类子定位

维度	私募基金子公司	另类投资子公司
法律性质	私募基金管理人，在中基协登记	券商全资自有资金投资主体，非基金管理人，无需中基协登记
资金来源	对外募集为主（政府引导基金、产业资本、社会资本），自有资金为辅（单基金出资比例符合证监会规定，2024 年新规后最高 50%）	全部为券商自有资金；不得向投资者募集资金、不得作为普通合伙人参与私募基金管理
业务范围	私募股权基金、创业投资基金的募集与管理	自营投资品种清单以外的另类投资：未上市股权、新三板挂牌股票、上市公司定增、衍生品、大宗商品等
保荐跟投	不承担保荐跟投义务	科创板/创业板/北交所保荐跟投的法定主体（自有资金认购 2%-5%、锁定 24 个月）
组织架构	可设二级管理子公司（持股或出资≥35%、拥有不低于合作方的管理控制权；二级子公司不得再下设机构）	不得下设任何机构
盈利模式	管理费+业绩报酬，规模增长增厚收益	投资收益（资本利得），投资项目驱动收益

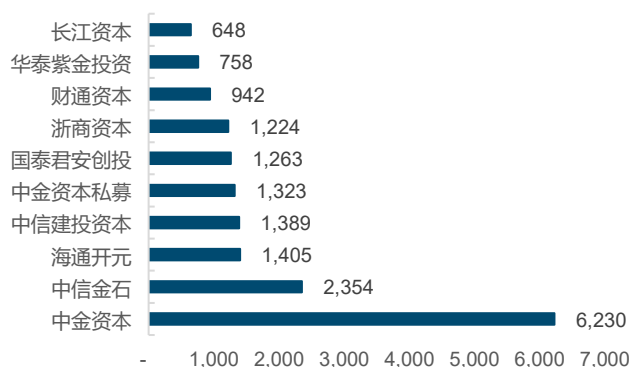
来源：证监会，证券业协会，国金证券研究所

根据投中网的数据，2004 年起券商系开始成立 GP 一般合伙人，2012 年到 2017 年为 GP 新设最活跃年份，共新设 128 家，占 GP 总量的 70.7%。但 2018 年后新设明显减少，2018-2025 年新设机构合计不超过 15 家，占比不足一成。主要系同期资管新规限制金融机构出资、监管层对私募子公司及其二级机构设立从严审核，券商系 GP 的增量通道开始收窄。截至 2026 年 6 月 30 日，全市场有 181 家券商系 GP 机构，合计在管 1,725 只基金，规模约 3.03 万亿元。中金资本在管规模达到 6,230 亿元，占全行业 20.6%；头部三家机构在管规模（中金资本、中信金石、海通开元）占 33%；头部五家机构在管规模（加上中信建投资本、中金资本私募）占 41.9%。

图表19：券商系 GP 新设立年份分布情况（家）



图表20：26H1 末券商系 GP 在管规模 TOP 10（亿元）



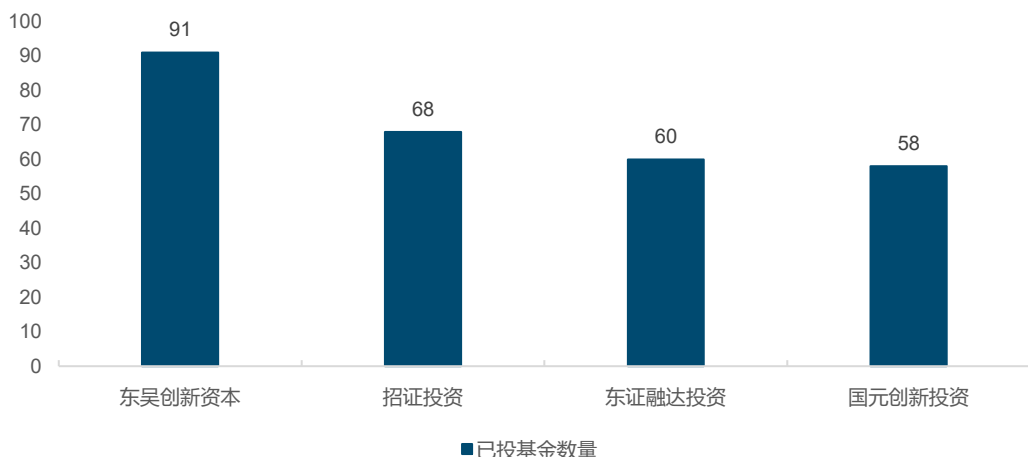
来源：投中网，国金证券研究所

来源：投中网，国金证券研究所

此外，券商还会通过另类投资子公司以自有资金做 LP 出资。从出资覆盖面看，截至 2026 年 6 月 30 日，77 家券商系 LP 出资主体累计投资基金 1,358 只。举例来看，东吴创新资本已投基金 91 只、招证投资 68 只、东证融达投资 60 只。从已投基金分布看，券商系 LP 的投向大体可以分成三类：一是同一券商或同一金融集团体系内 GP 管理的基金；二是地方政府引导基金和产业基金；三是外部市场化 GP 管理的基金。



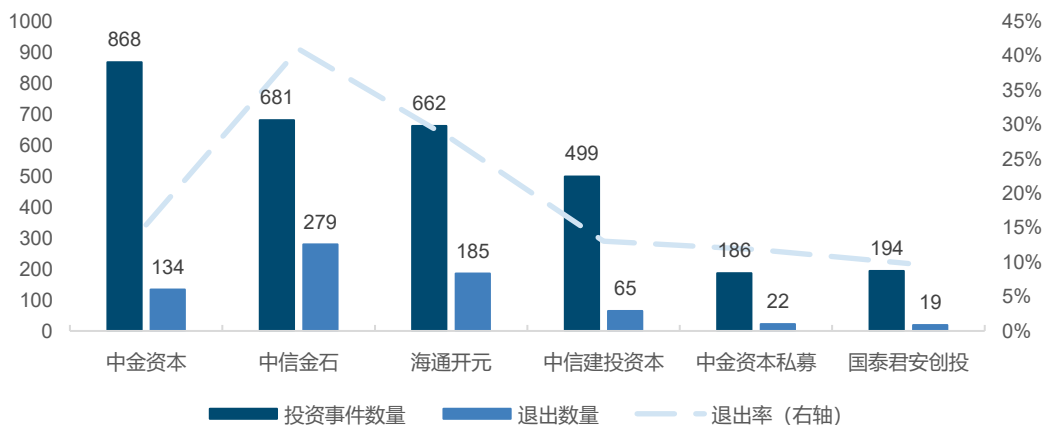
图表21：26H1 头部券商系 LP 投资情况（只）



来源：投中网，国金证券研究所

这一分工直接映射为竞争格局的规模分化。私募子维度，头部机构凭借平台信用与募资能力形成显著优势：截至 2026 年 6 月 30 日，中金资本在管基金 120 只，规模超过 6200 亿元，投资事件 868 起，各项指标都明显领先；中信金石在管基金 75 只，规模超过 2350 亿元，投资事件 681 起，退出 279 起，退出率达到 41%，退出表现超过中金资本（中信金石退出率为 15%）；海通开元、中信建投资本与国泰君安创新投资募集规模均处于千亿元量级，并持续活跃于硬科技和产业项目投资中。而尾部私募子因管理规模不足、退出不畅持续承压，2026 年上半年天风天睿、国金鼎兴分别亏损 0.79 亿元、0.68 亿元，东兴资本、太证资本、光大资本亦录得亏损，行业呈现明显分化。另类子维度，竞争围绕资本金展开。据统计，注册资本 50 亿元以上的另类子公司有 11 家，其中仅有中信证券投资、国泰海通证裕及招商证券投资跨过百亿元门槛，中信证券投资注册资本上限已提升至不超过 200 亿元。资本金规模直接决定直投与跟投的承接能力，头部券商持续增资另类子以加码科创板跟投与硬科技直投，而中小券商另类子受资本约束只能小步慢跑。

图表22：头部机构投资事件以及退出情况（起）



来源：投中网，国金证券研究所

2.5 “投行+投资+投研”三投联动：投研驱动、投行触达、投资兑现

“三投联动”是指券商以投研前瞻研判产业趋势，以投资为企业注入资金及产业资源，以投行助推企业登陆资本市场，核心逻辑在于为企业提供全生命周期的一站式金融解决方案。其本质是对券商内部三大核心业务板块的深度协同整合，即以投研为指引、以投资为抓手、以投行为落地。“投资+投行”模式，正推动券商盈利结构从单一手续费收入走向“股权投资增值+承销保荐费+上市后持续服务”的多元立体收入体系，能够有效平滑业绩波动。例如，财通证券确立了“投资开路+投行跟进+财富协同”的“三驾马车”新发展主逻辑，依托 私募股权投资、另类投资的前瞻布局，为投行业务储备优质项目资源、为财富管理提供优质底层资产，实现三大主营业务高效联动、轮动牵引，增强业绩增长的稳定性与内



生性。

例如，中信证券为宇树科技 IPO 的保荐人和主承销商，同时在企业上市前便通过旗下投资平台入股。宇树科技招股书显示，2024 年中信证券通过其私募基金子公司中信金石投资有限公司设立的金石成长股权投资（杭州）合伙企业（有限合伙）（简称“金石成长”）和另类投资子公司中信证券投资有限公司（简称“中证投资”）入场。截至发行前，金石成长持有宇树科技 4.15% 股权；中证投资则持有宇树科技 0.34% 股权。同时，在宇树科技进入发行阶段后，作为保荐人的中信证券通过旗下另类子中证投资获配 80.89 万股，获配金额为 1.22 亿元。与此同时，中信证券还将获得相应的保荐承销收入。招股书显示，中信证券保荐费为 400 万元，承销费用约 1.41 亿元。

3 盈利机制：项目估值提升带来跟投、直投双重收益

3.1 跟投收益：2%-5%分档跟投、24 个月锁定，科创板七年累计浮盈 377 亿

科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，保荐机构通过另类投资子公司以自有资金参与 IPO 战略配售，股份限售期 24 个月。并且按照股票发行价格认购首次公开发行股票数量 2% 至 5% 的股票，跟投比例按发行规模分四档、单项目金额设上限：发行规模不足 10 亿元的，跟投比例为 5%（金额不超过 4000 万元）；发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的，跟投比例为 4%（金额不超过 6000 万元）；发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的，跟投比例为 3%（金额不超过 1 亿元）；发行规模 50 亿元以上的，跟投比例为 2%（金额不超过 10 亿元）。创业板仅在未盈利企业、红筹企业、特殊表决权企业以及发行定价超过“四个值”孰低值等情形触发强制跟投；主板不适用保荐跟投；北交所不强制跟投。

图表23：科创板跟投比例相关规定

发行规模分档	跟投比例	金额上限	代表案例
不足 10 亿元	5%	不超过 4,000 万元	赛分科技、国仪公司、国盾量子
10 亿-20 亿元	4%	不超过 6,000 万元	巨一科技、中微半导体、影石创新
20 亿-50 亿元	3%	不超过 1 亿元	沐曦股份、联讯仪器、西安奕材
50 亿元以上	2%	不超过 10 亿元	摩尔线程、长鑫科技、盛合晶微

来源：Wind，《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，国金证券研究所

2026 年至今，科创板募资规模合计达 1054.55 亿元，其中券商科创板跟投金额合计 31.34 亿元，合计实现上市首日跟投收益 138.52 亿元，较 2025 年同期增长超 21 倍。中金公司、中信建投、中信证券、国泰海通（包括国泰君安+海通证券）、华泰证券五家券商 2026 年至今科创板跟投首日收益分别达 102.78 亿元、88.63 亿元、78.18 亿元、62.29 亿元、31.03 亿元，合计占全行业 75% 的份额，行业集中度较高。

图表24：2026 年以来科创板上市项目情况

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 (元)	首发募集资金 (亿元)	券商跟投金额 (亿元)	上市首日 涨跌	上市首日收益 (亿元)	首发保荐机构
688837.SH	信诺维	2026-09-16	27.60	18.03	0.60	46%	0.27	国泰海通
688801.SH	燧原科技	2026-09-11	142.18	61.19	1.22	179%	2.19	中信证券
688835.SH	高凯技术	2026-08-25	61.36	15.33	0.60	283%	1.70	国泰海通
688836.SH	宇树科技	2026-08-19	150.80	60.99	1.22	460%	5.62	中信证券
688826.SH	频准激光	2026-08-18	186.88	18.69	0.60	516%	3.10	中信建投
688828.SH	国仪公司	2026-08-11	21.22	8.49	0.40	419%	1.68	华泰证券
688825.SH	长鑫科技	2026-07-27	8.66	666.07	20.00	466%	93.16	中金公司、中信建投
688806.SH	泰诺麦博	2026-07-21	14.46	9.99	0.40	212%	0.85	华泰证券
688797.SH	臻宝科技	2026-06-24	44.56	17.30	0.60	1213%	7.28	中信证券
688635.SH	长进光子	2026-05-27	40.98	9.60	0.40	1511%	6.04	国泰海通
688808.SH	联讯仪器	2026-04-24	81.88	21.02	0.63	876%	5.52	中信证券
688820.SH	盛合晶微	2026-04-21	19.68	50.28	1.01	289%	2.91	中金公司
688811.SH	有研新材	2026-04-10	6.41	8.36	0.40	167%	0.67	中信证券
688813.SH	泰金新能	2026-03-31	26.28	10.51	0.42	88%	0.37	中信建投



证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 (元)	首发募集资金 (亿元)	券商跟投金额 (亿元)	上市首日 涨跌	上市首日收益 (亿元)	首发保荐机构
688781.SH	视涯科技	2026-03-25	22.68	22.68	0.68	103%	0.70	国泰海通
688816.SH	易思维	2026-02-11	55.95	13.99	0.56	59%	0.33	国投证券
688818.SH	电科蓝天	2026-02-10	9.47	16.45	0.60	596%	3.58	中信建投
688712.SH	北芯生命	2026-02-05	17.52	9.99	0.40	183%	0.73	中金公司
688785.SH	恒运昌	2026-01-28	92.18	15.61	0.60	303%	1.82	中信证券

来源：Wind，国金证券研究所 注：截至 2026 年 10 月 20 日

最新数据显示，保荐券商跟投累计浮盈 377.32 亿元。头部券商凭借强劲的保荐实力与充足的项目储备，占据行业跟投收益主要份额。其中，国泰海通 92.96 亿元居首，中金公司 89.74 亿元、中信建投 62.63 亿元位列第二、第三，中信证券跟投项目浮盈为 58.46 亿元，头部 5 家占比超 8 成。

图表25：部分券商科创板跟投情况及浮盈收益

公司名称	项目浮盈（亿元）	战略配售投入规模（亿元）
国泰海通（包括国泰君安、海通证券）	92.96	70.45
中金公司	89.74	60.49
中信建投	62.63	43.63
中信证券	58.46	58.41
华泰证券	13.17	24.84
招商证券	7.91	9.34
东莞证券	6.91	1.72
申万宏源	6.08	6.04
光大证券	5.06	4.50
国信证券	5.01	6.49
中泰证券	4.89	2.44
安信证券	4.09	5.30
国联民生（包括民生证券）	2.82	10.84
国元证券	2.78	3.45
浙商证券	2.27	1.93

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 10 月 20 日

单项目浮盈前三为长鑫科技 73 亿元（保荐机构为中金公司、中信建投）、中芯国际 50 亿元（保荐机构为海通证券、中金公司）、华虹宏力 19 亿元（保荐机构为海通证券、国泰君安），前十项目均来自半导体产业链。以长鑫科技为例，依据业务指引，长鑫科技 IPO 发行规模在 50 亿元以上，联席保荐人（联席主承销商）相关子公司中金财富、中信建投投资跟投比例为发行规模的 2%，但不超过人民币 10 亿元。中金财富、中信建投投资获配股数分别为 1.15 股，获配金额分别为 10 亿元。按首日收盘 49 元计算单家持股市值约 56.6 亿元、浮盈约 46.6 亿元，两家合计超 92 亿元，按最新收盘 40.32 元计算单家浮盈约 36.6 亿元；而本次 IPO 承销保荐费合计仅 2.27 亿元（超额配售选择权全额行使后为 2.40 亿元），单家最新跟投浮盈约为单家承销费的 32.3 倍。

3.2 直投收益：早期布局，带来穿越一级二级的估值重估收益

多家券商通过早期直投同样获得了规模可观的收益，项目上市后券商按市价计量持股，浮盈计入公允价值变动损益（锁定期内通常按流动性折扣计入，解禁后逐步释放），处置时确认处置收益。券商另类子公司、私募基金子公司持有的非上市企业股权，上市前通常按投资成本计量，或者以最近融资价格、可比公司市场乘数等为锚，并叠加流动性折价进行估值。项目上市后，同一资产的计量基准切换至二级市场连续报价，按市价计量。一级定价与二级定价之间的系统性价差，包括发行定价相对一级估值的溢价、上市首日及后续二级涨幅、流动性溢价的兑现，共同构成估值跃迁收益，体现为另类/私募子公司利润表中的公允价值变动损益与投资收益。

以长鑫科技为例，长鑫科技上市前的参考估值约 1583 亿元，主要基于 2025 年 6 月第九次



增资，对应每股 2.63 元。IPO 发行价格为 8.66 元/股，首发募资金额为 666.07 亿元，发行后总股本为 668.81 亿股，发行总市值为 5791.88 亿元，发行估值较上市前跃迁约 3.7 倍。上市首日收盘 49 元 (+465.82%)、市值 3.28 万亿元，较上市前估值跃迁约 20.7 倍。多家上市券商都出现在长鑫科技股东序列中，但比例、成本和收益各不相同。以招商证券为例，招商证券经招证投资、招商致远资本等路径穿透持有长鑫科技约 5.05 亿股（发行前 0.84%，发行后约 0.74%），按首日收盘价计算持仓市值约 247 亿元，按最新收盘价计算持仓市值约 204 亿元，预计浮盈超百亿元、超过其 2025 年全年净利润（招商证券 2025 年归母净利润为 123.5 亿元）。

图表26：长鑫科技市值变化下部分券商投资收益测算

	发行前持股比例	发行后持股比例	情景（长鑫市值）				
			1.5 万亿	2.0 万亿	2.5 万亿	3.0 万亿	3.5 万亿
招商证券直投收益	0.84%	0.74%	68.79	94.82	120.85	146.88	172.91
华安证券直投收益	0.44%	0.39%	35.96	49.57	63.18	76.79	90.40
中信建投直投收益	0.15%	0.13%	12.13	16.72	21.30	25.89	30.48
国泰海通直投收益	0.09%	0.08%	7.79	10.74	13.69	16.63	19.58
广发证券直投收益	0.09%	0.08%	7.28	10.04	12.80	15.56	18.32

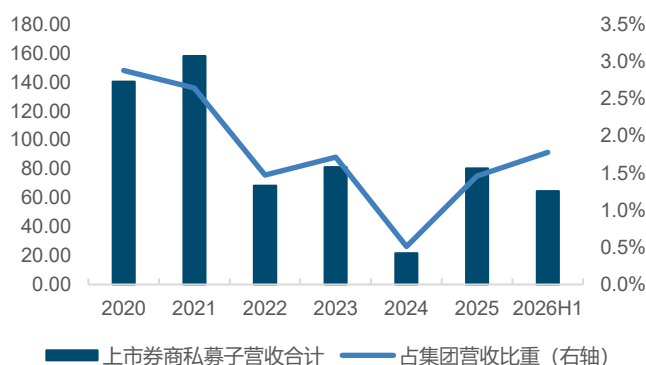
来源：Wind，国金证券研究所 注：1）保守估计下，以上市前参考估值*上市前持股比例作为投资成本，直投收益=上市后股价*上市后股份数-上市前参考估值*上市前持股比例；2）锁定期内按 7 折计入公允价值变动损益，收益实现节奏存在不确定性

类似的直投案例密集出现。例如，宇树科技上市前，中信证券经中信金石管理的基金及另类子公司中信证券投资合计穿透持股约 4.49%，上市后这部分股份市值约 85.97 亿元。整体而言，科创板开市七年来上市公司已达 618 家、总市值近 15 万亿元，为券商股权投资项目提供了持续、通畅的估值兑现通道。

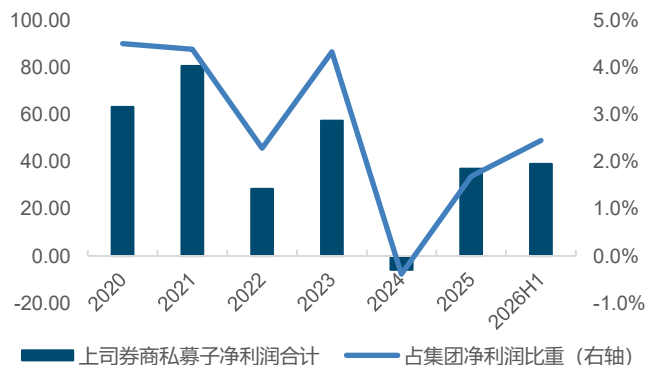
3.3 子公司表现：2026H1 另类子净利 202.75 亿元、占集团净利润比重 12.7%

上市券商另类子公司合计净利润 2021 年首次突破百亿元，2024 年行业承压时仍合力贡献约 18 亿元，2025 年周期修复后回升至全行业 94 亿元。进入 2026 年，科创板 IPO 回暖叠加存量持仓公允价值重估，业绩弹性集中释放。上市券商另类子公司上半年合计净利润 202.75 亿元、占集团净利润比重 12.7%，私募子公司合计净利润 39.02 亿元、占集团净利润比重 2.4%，近 6 成券商两类子公司合计净利对母公司贡献在 5% 及以上。

图表27：上市券商私募子公司营业收入表现及占集团营业收入比重



图表28：上市券商私募子公司净利润表现及占集团净利润比重

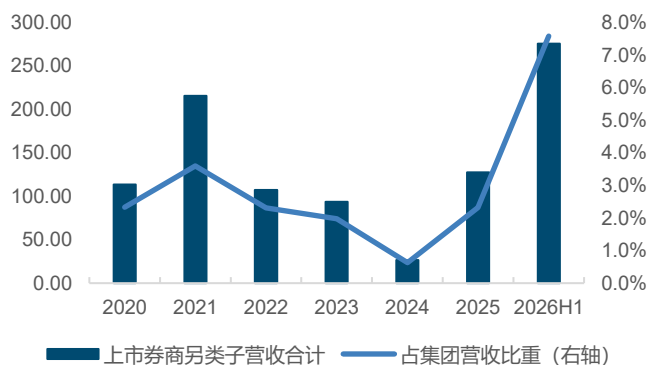


来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所 注：部分机构未披露财务数据，数据仅供参考

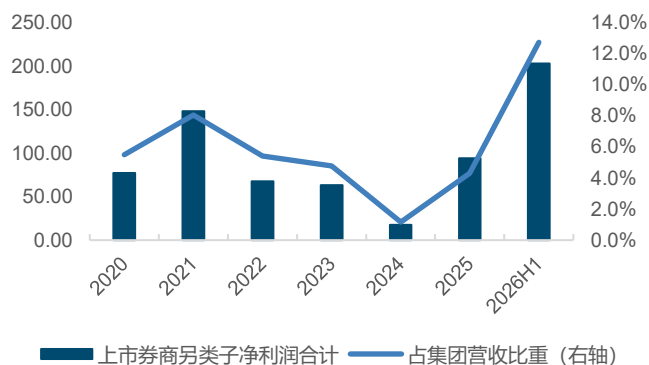
来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所 注：部分机构未披露财务数据，数据仅供参考



图表29：上市券商另类子公司营业收入表现及占集团营业收入比重



图表30：上市券商另类子公司净利润表现及占集团净利润比重



来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所 注：部分机构未披露财务数据，数据仅供参考

来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所 注：部分机构未披露财务数据，数据仅供参考

从机构表现来看，股权投资业务成为头部券商利润的重要增厚项。另类子方面，2026H1 国泰海通证裕（65.07 亿元，占母公司净利 32%）、招商证券投资（52.20 亿元，占 49%）、中信证券投资（19.75 亿元，占 8%）、中信建投投资（13.17 亿元，占 17%）四家公司合计占比约七成；天风证券另类子净利 2.85 亿元，甚至超过母公司同期归母净利润（2.04 亿元）。私募子方面，11 家机构上半年净利润过亿元，国泰海通、招商证券私募子分别以 7.99 亿元、6.32 亿元领跑。在市场竞争加剧、传统业务增长乏力的背景下，私募基金与股权投资有效提升了头部券商的利润水平。

图表31：26H1 券商私募子&另类子利润及其对集团的贡献

券商名称	私募&另类子名称	子公司净利润（亿元）	券商归母净利润（亿元）	净利润贡献	净利润贡献合计
中信证券	中信金石投资	1.15	233	0%	9%
	中信证券投资	19.75	233	8%	
国金证券	国金鼎兴	-0.68	13	-5%	-2%
	国金创新	0.39	13	3%	
西南证券	西证股权	0.40	6	7%	23%
	西证创新	0.96	6	16%	
中泰证券	中泰资本	0.00	18	0%	7%
	中泰创投	1.25	18	7%	
	中金私募股权	0.92	82	1%	
中金公司	中金资本运营	1.15	82	1%	4%
	中金浦成	0.99	82	1%	
山西证券	山证投资	0.33	6	6%	11%
	山证创新投资	0.33	6	6%	
财通证券	财通资本	1.32	19	7%	16%
	财通创新投资	1.79	19	9%	
长江证券	长江资本	2.38	32	7%	36%
	长江创新	9.01	32	28%	
国元证券	国元股权	0.39	17	2%	14%
	国元创新	2.02	17	12%	
华安证券	华安嘉业	5.71	21	27%	53%
	华富瑞兴	5.34	21	25%	
中原证券	中鼎开源	0.11	4	3%	31%
	中州蓝海	1.21	4	29%	



广发证券	广发信德	2.08	117	2%	
	广发乾和	2.64	117	2%	4%
华西证券	华西金智	0.06	10	1%	
	华西银峰	0.72	10	7%	8%
华泰证券	华泰紫金投资	5.14	117	4%	
	华泰创新投资	3.72	117	3%	8%
南京证券	巨石创投	0.30	8	4%	
	蓝天投资	0.36	8	5%	8%
东兴证券	东兴资本	-0.13	10	-1%	
	东兴投资	0.97	10	9%	8%
华林证券	华林资本	0.09	3	3%	
	华林创新	-0.15	3	-6%	-3%
招商证券	招商致远	6.32	106	6%	
	招证投资	52.20	106	49%	55%
中信建投	中信建投资本	1.26	76	2%	
	中信建投投资	13.17	76	17%	19%
国信证券	国信弘盛	0.29	57	1%	
	国信资本	0.04	57	0%	1%
方正证券	方正和生投资	1.84	30	6%	
	方正证券投资	1.35	30	5%	11%
中银证券	中银投资	0.15	7	2%	
	中银资本	-0.50	7	-7%	-5%
信达证券	信风投资	0.12	11	1%	
	信达创新	0.17	11	2%	3%
国海证券	国海创新	0.14	6	3%	
	国海证券投资	0.19	6	4%	6%
中国银河	银河创新资本	0.33	78	0%	
	银河源汇	3.08	78	4%	4%
浙商证券	浙商资本	0.01	16	0%	
	浙商投资	0.03	16	0%	0%
申万宏源	申银万国投资	0.09	57	0%	
	申银万国创新	3.27	57	6%	6%
长城证券	长城长富	0.02	14	0%	
	长城投资	0.03	14	0%	0%
财达证券	财达资本	0.01	8	0%	
	财达鑫瑞投资	0.00	8	0%	0%
第一创业	一创投资	未披露	7	-	
	创新资本	未披露	7	-	-
国联民生	国联通宝	0.24	14	2%	
	国联创新	-0.02	14	0%	2%
西部证券	西部优势	0.02	10	0%	
	西部证券投资	0.01	10	0%	0%
红塔证券	红证利德	0.09	5	2%	
	红正均方	0.15	5	3%	5%
首创证券	首正德盛	-0.01	7	0%	
	首正泽富	0.83	7	12%	12%



	光大资本	-0.57	22	-3%	
光大证券	光大发展	-1.31	22	-6%	-9%
	光大富尊	-0.08	22	0%	
	太证资本	-0.08	1	-6%	
太平洋	太证非凡	0.02	1	2%	-4%
	东证资本	0.57	45	1%	
东方证券	东证创新	5.52	45	12%	13%
	兴证创新资本	0.44	21	2%	
兴业证券	兴证投资	0.87	21	4%	6%
	东吴创投	0.07	24	0%	
东吴证券	东吴创新资本	2.39	24	10%	10%
	天风天睿	-0.79	2	-39%	
天风证券	天风创新	2.85	2	140%	101%
	国泰海通开元	7.99	203	4%	
国泰海通	国泰海通证裕	65.07	203	32%	36%
	东证融通	-0.09	8	-1%	
东北证券	东证融达	0.80	8	10%	9%

来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所 注：中金财富利润除股权投资业务外还包括财富管理业务，在此不作统计，因此中金公司数据仅作参考

4 资本约束：高消耗与长锁定并存，券商股权子公司增资突围

4.1 资本消耗：高资本消耗，项目长锁定期

券商另类及私募基金子公司须由母公司自有资金全资设立，资本金在核心净资本中 100%扣减，股权类投资端按 80%-100%计提风险资本准备，上市证券市值与母公司自营合并占用权益额度，叠加创投项目长锁定期，业务规模天花板基本由母公司净资本及风险指标硬约束决定。

1) 出资环节，另类子公司和私募基金子公司都必须由券商以自有资金全资设立，这笔资本金在母公司报表计入长期股权投资，按《证券公司风险控制指标计算标准规定》（2025 年 1 月 1 日起施行）净资本计算表，长期股权投资按 100%扣减核心净资本。

2) 投资环节，中证协 2025 年 12 月 26 日发布的《证券公司并表管理指引（试行）》明确：私募股权投资基金份额按 80%计提市场风险资本准备，股权投资按 100%计提。对比同一张表里的其他资产，例如指数成份股 8%、一般上市股票 25%，股权类投资被界定为高风险业务，另类子需按 80%-100%的高比例计提资本风险准备。粗略估算下，1 元净资本可支撑指数股 12.5 元规模、一般上市股票 4 元，而直投股权只能支撑 1 元、私募基金份额 1.25 元。

3) 对于另类子而言，资金渠道是封闭的，规模天花板就是自有资金。《另类投资子公司管理规范》提到另类子公司不得融资、对外担保和贷款，不得向投资者募集资金开展基金业务、不得作为普通合伙人参与私募基金管理。因此另类子不能用杠杆放大规模，业务天花板完全取决于母公司注入的资本金。

4) 指标方面，另类子公司持有同一只上市证券的市值须与母公司自营合并计算，共同占用“自营权益类证券及其衍生品/净资本≤100%”（预警线 80%）的额度。

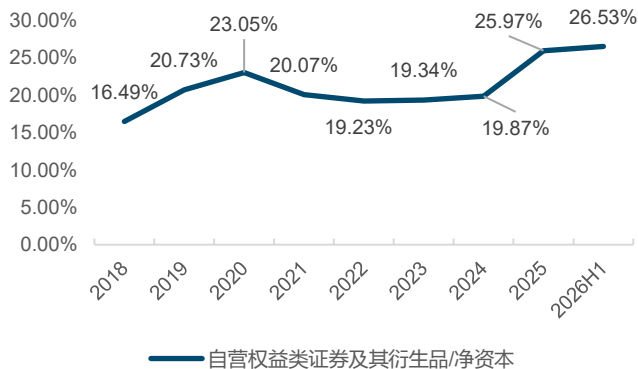
5) 期限方面，创投项目退出依赖 IPO/并购等方式，锁定期较长。在项目存续期内资本持续被占用，无法像二级自营那样滚动。



图表32：截至26H1末上市券商净资本规模达到1.87万亿元



图表33：26H1末上市券商自营权益类证券及其衍生品/净资本平均值为26.53%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 应对方式：持续加码投入，多家券商对股权子增资

在“科创券商”叙事驱动下，券商对旗下股权类子公司的资本注入已成为系统性战略布局。近年来，多家券商完成或准备启动对另类投资子公司的增资。例如，国海证券以现金方式向国海投资增资5亿元，注册资本增至15亿元；浙商证券以自有资金向浙商投资增资10亿元；中信证券获授权将中信证券投资注册资本灵活调整至最高不超过200亿元。与此同时，私募子公司层面的增资力度同样突出。例如，中银证券向中银国际投资增资14亿元，将注册资本从6亿元提升至20亿元，增幅超过230%。

此外，东吴证券拟定增募资不超过60亿元，其中不超过15亿元用于向东吴创新资本等子公司增资；中泰证券在60亿元定增中明确投入不超过10亿元用于另类投资业务；南京证券拟投入不超过10亿元增加对另类子公司和私募子公司的投入，用于股权投资及科创板、创业板跟投。

图表34：另类投资子公司增资情况

公告日期	公司名称	子公司	增资金额	增资后注册资本	对公司的影响
2024/4/26	财达证券	财达鑫瑞投资	1.5 亿元	2.5 亿元	财达鑫瑞投资通过开展业内通用的投资模式，促进公司收入结构的优化和经营业绩的稳定性和成长性。增资有利于增强财达鑫瑞投资的资本实力，满足其经营发展需要，有利于公司优化业务布局，提升公司综合竞争力。子公司后于2026年3月注销。
2025/10/31	国海证券	国海投资	5 亿元	15 亿元	近年来，国海投资业务快速发展，需要尽快补充资本金，增资有利于进一步提升其资本实力和核心竞争力，支持业务持续发展，提升盈利能力和水平，打造股权投资业务特色，更好地发挥功能性作用，同时有利于提高公司的综合实力。
2026/7/30	浙商证券	浙商投资	10 亿元	20 亿元	公司公告董事会审议通过公司《关于提请审议增资浙商投资的议案》。
2026/9/8	中信证券	中信证券投资	最高 70 亿元（当前注册资本 130 亿元）	授权调整至最高 200 亿元	公告董事会通过《关于对调整中信证券投资有限公司注册资本进行再次授权的议案》，授权管理层灵活调整注册资本，涵盖增资与减资等事项，可分期多次实施。

来源：各公司公告，企查查，国金证券研究所

图表35：私募投资基金子公司增资情况

公告日期	公司名称	子公司	增资金额	增资后注册资本	对公司的影响
2024/2/7	西部证券	西部优势资本	2 亿元	12 亿元	打造西部证券私募品牌，进一步巩固和提高市场竞争力、抗风险



公告日期	公司名称	子公司	增资金额	增资后注册资本	对公司的影响
2024/4/26	财达证券	财达资本	1.5 亿元	2.5 亿元	能力和经营能力。 经过几年业务实践，财达资本内控制度建设、业务流程优化、专业团队和项目储备等方面，均已具备逐步扩大经营规模的基础条件。增资有利于增强财达资本的资本实力，满足其经营发展需要，有利于公司优化业务布局，提升公司综合竞争力。
2025/8/20	中银证券	中银国际投资	14 亿元	20 亿元	增资有利于增强中银国际投资的资本实力，满足其经营发展需要，有利于公司优化业务布局，提升综合竞争力。

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表36：定增募资投向另类/私募子公司

时间	公司名称	子公司类型	拟投入资金规模	用途说明
2025 年	东吴证券	另类子	向子公司增资不超过 15 亿元（包含另类子、期货子、境外子）	在科创板和部分符合特定条件的创业板项目引入“保荐+跟投”制度的背景下，通过向东吴创新资本增资，将有助于增加对科技创新企业提供资金支持，推动产业升级和经济转型，同时强化与母公司在业务上的协同效应，提升公司整体服务实体经济的能力。
2025 年	中泰证券	另类子	不超过 10 亿元	公司拟利用本次募集资金向中泰创投增资，具体用于股权投资、投行项目跟投等，有助于公司推动优质项目落地，提高直接融资效率，助力实体经济发展。
2025 年	南京证券	私募子+另类子	不超过 10 亿元	用于股权投资、科创板和创业板跟投，支持实体经济直接融资需求，提升业务规模和利润贡献度。

来源：各公司公告，国金证券研究所

这一轮增资潮的驱动力来自多个层面。从制度端看，科创板跟投的刚性资本占用、新公司法注册资本五年实缴要求、以及投资业务 80%-100% 的核心净资本风险计提比例，共同构成了券商股权子公司“弹药”消耗的压力，资本金不足将直接制约跟投能力和项目承接空间。从业务端看，中国证券业协会内部刊物《传导》统计数据显示，近三年 50 余家券商另类子公司投向未上市科技企业的资金累计超 200 亿元，“三投联动”协同模式下的科创跟投正在产生可观的账面回报。这种“投得进、退得出、赚得到”的闭环一旦形成，资本补充就从被动合规转向主动扩张。

在资本约束下，部分券商已形成私募子侧重规模扩张，另类子侧重投资精度的资本分工策略。私募基金子公司以自有资金作基石，撬动外部 LP 资本放大管理规模，资本占用低、收入现金流相对稳定；另类投资子公司则以自有资金为唯一弹药，资本消耗更高，但回报弹性更大。这一分工的本质，是在有限的净资本下实现“规模与弹性”的组合，私募子以部分资本换规模与稳定收入，另类子以重资本换集中回报与投行协同，两类资本消耗结构不同的业务互为补充。

5 投资建议

股权投资业务已成为重要盈利贡献因素。26H1 我们统计范围内的券商私募子、另类子净利润合计约 240.63 亿元（不包括中金财富），占上市券商归母净利润的比例约 16%，股权投资业务已起到关键作用。业务本质是券商持有的科技股权期权组合，强周期、高弹性。收益来自一级成本到发行市值再到二级市价的估值跃迁，与二级市场高度联动。科创板跟投制度提供了以自有资金参与硬科技上市红利的通道，七年累计浮盈 377.32 亿元。

短期来看，今年上半年股权投资业务的高贡献具有显著的行情依赖性。2026 年二季度，科技股行情爆发，科创 50 指数单季上涨 76%，直接推高了券商所持科技股权的账面估值，跟投浮盈、直投重估收益在半年报中集中释放。但这一贡献本质上是一次性的估值跃迁兑现，而非可持续的经常性收入。一旦科技股行情趋于平淡或进入调整周期，股权投资的账面浮盈将大幅收窄甚至转为浮亏，对券商业绩的边际贡献将显著弱化，2024 年科创板破发潮中一度有六成券商跟投浮亏。

长期来看，政策支持与券商股权投资布局的持续深化正在系统性地抬升这一业务的战略地位。政策层面，2025 年 6 月科创板“1+6”改革落地，系统性重塑了硬科技企业的上市与融资环境，科创板 IPO 边际放松直接利好券商投行与 PE 直投业务。资金层面，券商正以真金白银加大股权投资布局。浙商证券拟向另类子公司增资 10 亿元，国海证券拟增资 5 亿元，东吴证券、中泰证券、南京证券等均在定增方案中明确将部分募集资金投入另类投



资业务或私募股权业务。资金端的持续注入意味着券商股权投资的项目储备和投放能力将在中长期内不断扩容。退出机制层面，行业正在从单一 IPO 退出向多元化退出体系转型。2026 年政府工作报告与证监会政策明确拓宽私募股权、创投基金退出渠道，IPO 上市、产业并购整合、S 基金份额转让并行的退出体系正在形成，并购重组与 S 基金的发展有效拉长了股权投资持有周期，降低了对单一 IPO 窗口期和二级市场估值的过度依赖。退出路径的多元化，意味着即使某一年份二级市场科技股表现平淡，券商仍可通过并购退出、份额转让等方式实现投资回报的有序兑现，这将显著平滑股权投资业务的利润波动。

我们认为综合而言，券商股权投资业务的竞争力将越来越不取决于短期行情，而取决于三个核心能力的建设：产业研判的前瞻性、项目筛选的精准度、投后管理与退出通道的多元性。投资端能力领先的券商已在人才储备、项目储备和退出效率上形成了显著优势，这些优势不会因某一季度的行情波动而逆转。综合能力领先的券商在投行、投研等协同方面也更具优势。投资建议方面：（1）头部综合平台首选中信证券以及国泰海通：中信证券另类子资本金充裕（当前注册资本 130 亿元，授权调整至最高 200 亿元），投行项目储备行业第一，中信金石退出率 41% 行业领先，长鑫科技、宇树科技等明星项目均有布局；国泰海通证裕投资 2026H1 净利 65.07 亿元领跑，跟投累计浮盈 92.96 亿元居首，国泰海通开元+国泰海通证裕双平台协同。（2）特色区域券商重点推荐华安证券与财通证券：华安证券扎根合肥这一重科技投资的现代化产业高地，通过华安嘉业、华富瑞兴布局长鑫科技、长江存储、宇树科技等硬科技标的，2026H1 私募子+另类子公司利润贡献度达 53%；财通证券则以“科创型财通”为首位战略，依托浙江高密度科创生态和杭州“六小龙”等前沿产业集群，2022 年以来财通证券已投资科创企业近 300 家，投资额超 240 亿元，26H1 私募子+另类子公司利润贡献占比达 16%，是区域券商中“三投联动”制度化推进的标杆。

风险提示

- 1) 二级市场大幅波动导致浮盈回吐：2024 年科创板破发潮中一度有六成券商跟投浮亏，若市场回调，2026 年积累的浮盈可能大幅缩水。
- 2) IPO 发行节奏与项目退出不及预期：若 IPO 审核趋严或发行放缓，券商存量项目退出通道收窄，Carry 确认和公允价值重估均受影响。
- 3) 锁定期内公允价值变动及资产减值风险：跟投股份锁定 24 个月，期间股价波动直接影响利润表，且存在减值计提可能。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究