

他山之石系列报告（四）

“投行+投资+投研”联动，探索大投行生态圈建设

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告*非银与金融科技*基本面持续向好，β属性估值修复*强于大市 20230614

【平安证券】行业深度报告*非银行金融*他山之石系列报告（三）：海外投行资管差异化竞争研究——坚持综合金融优势*强于大市 20230301

【平安证券】行业深度报告*非银行金融*他山之石（二）：美国共同基金费率下行的历程与经验*强于大市 20221208

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

■ **他山之石：高盛以专业能力和业务协同打造大投行生态圈。**我国全面注册制改革顺利落地，对国内券商提出更高要求，倒逼投行业务转型升级。我们选取美国顶尖投资银行高盛为研究对象，探究其投行业务的发展模式。高盛传统投行服务长期领先，主要系其积累的品牌力、专业的服务能力和丰富的服务内容；同时，基于“一个高盛”客户服务战略、通畅的业务协同渠道、交易和投资等业务的专业优势，高盛已建立较为完备的大投行生态圈，囊括“保荐/并购+融资”、“投行+交易”、“投行+投资”、“投行+研究”的业务协同模式，也将为国内券商投行业务转型提供借鉴经验。

■ **国内现状：头部化明确，头部券商率先布局“投行+投资+投研”。**1) 传统投行服务方面，注册制直接利好投行业务、IPO 实现量价齐升，但竞争加剧、未来优质项目挖掘难度加大、合规风控监管趋严，行业马太效应显著，头部券商将更具优势。2) 大投行协同方面，受限于资本市场成熟度及券商专业能力，目前国内券商内部协同需求较弱、起步较晚，但近年来多家券商也推出“投行+投资+投研”的大投行业务模式。其中，投资协同主要包括“PE+投行”、“投行+跟投”两类模式；研究协同则贯穿大投行业务全流程。大投行业务对券商专业能力和综合服务能力要求较高，头部券商布局领先、项目资源丰富、资本实力雄厚、定价等投行专业能力领先，将优先受益于大投行业务生态圈的建设。

■ **借鉴与展望：专业能力为基石，资本市场制度建设将打开协同空间。**1) 传统投行服务方面，注册制延长投行服务链条，券商应丰富服务内容，把握再融资、并购重组、员工持股等业务机遇，同时依托不同资源禀赋、形成差异化优势。2) 大投行协同方面，注册制及配套制度的落地及完善，也将进一步打开“投行+投资”、“投行+交易”的协同空间。3) 券商仍需提升专业能力和资本实力，完善内部协同机制，共同支撑大投行业务稳健发展。

■ **投资建议：借鉴高盛经验，专业能力及多业务协同的能力是大投行生态圈的基石。**目前头部券商品牌效应突出、股东资源丰富、人才储备充足，在传统承销保荐业务中已建立优势，同时资本实力雄厚、私募子与另类子公司布局较早、综合服务能力更强、创新业务试点资格齐备，已开始大投行生态圈建设，未来有望率先收获注册制改革红利。建议关注投行专业能力和综合实力领先的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券、中信建投。

■ **风险提示：1) 权益市场大幅波动、市场交投活跃度大幅下滑；2) 监管政策变动超预期；3) 资本市场改革力度与政策红利不及预期；4) 宏观经济下行影响市场基本面和投资者风险偏好。**

股票名称	股票代码	股票价格	EPS				P/B				评级
		2023-07-06	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
中信证券	600030	20.05	1.44	1.54	1.69	1.86	1.2	1.2	1.2	1.2	推荐
中金公司	601995	35.80	1.57	1.81	2.01	2.23	2.1	2.1	2.0	2.0	推荐
华泰证券	601688	13.97	1.22	1.47	1.68	1.94	0.9	0.8	0.7	0.6	未覆盖
中信建投	601066	24.07	0.97	1.39	1.67	1.96	2.7	2.5	2.2	1.9	未覆盖

注：未覆盖公司盈利预测采用wind 一致预期。

正文目录

一、 全面注册制终落地，将重塑投行业务模式.....5

二、 他山之石：高盛以专业能力和业务协同打造大投行生态圈6

2.1 专业且多元的传统投行服务是大投行生态圈的基础 6

2.2 内外部协同联动，共同打造大投行生态圈..... 8

三、 国内现状：头部化明确，龙头券商率先布局“投行+投资+投研”..... 11

3.1 传统投行服务：竞争加剧、监管趋严，头部集中趋势明确11

3.2 大投行协同：PE 与跟投推动“投行+投资”，研究协同贯穿业务全流程 12

3.3 大投行业务对券商专业实力和综合能力要求较高，头部券商优势明显..... 18

四、 借鉴与展望：专业能力为基石，资本市场制度建设将打开协同空间19

4.1 传统投行服务：延长投行服务链条，形成差异化优势 19

4.2 大投行协同：资本市场制度建设逐渐完善，将打开投行、PE、交易协同空间 21

4.3 券商专业能力、资本实力、内部协同机制尚待进一步完善 22

五、 投资建议和风险提示.....23

5.1 投资建议 23

5.2 风险提示 23

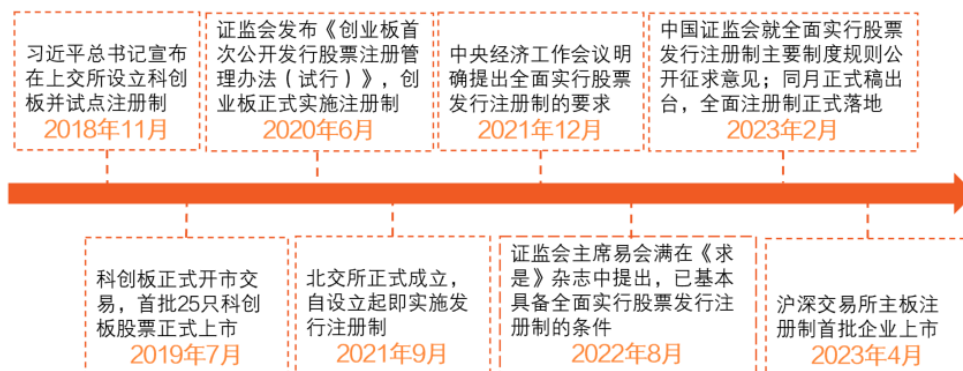
图表目录

图表 1	我国注册制改革进程	5
图表 2	2017-2023H1 IPO 承销规模	5
图表 3	2017-2023H1 各板块 IPO 承销加权平均费率	5
图表 4	A 股上市公司退市数量变化	6
图表 5	高盛 IBD 九大行业组覆盖范围	7
图表 6	2021 年全球资管机构 AUM 前 10	8
图表 7	2022 年高盛与可比同业交易业务收入对比	8
图表 8	高盛投资银行部门结构	9
图表 9	高盛协同交易部门与投行部门为 NTT 提供综合金融服务	10
图表 10	2019-2022 年 IPO 规模行业结构（申万 I）	11
图表 11	2019-2022 年 IPO 承销规模板块结构	11
图表 12	2018-2022 年投行业务罚单数量变动	12
图表 13	2022 年投行业务罚单数量结构（分业务类型）	12
图表 14	IPO 规模前十券商承销规模占比变动	12
图表 15	券商 IPO 排队项目数量占比（前 10）	12
图表 16	部分券商近年来大投行业务发展战略	13
图表 17	券商大投行业务链条	13
图表 18	我国证券公司保荐业务与直投/PE 业务协同的相关监管历程	14
图表 19	证券公司及私募子公司私募基金数量及规模	15
图表 20	2023Q1 券商私募子公司私募基金月均规模前 20	15
图表 21	2022 年投资机构实现 IPO 的投资项目数量排名（前 20）	15
图表 22	中金公司多业务板块长期协同服务联影医疗	16
图表 23	科创板跟投券商累计浮动盈亏及累计跟投收益率（截至 2023H1 末）	17
图表 24	证券行业已注册分析师人数	17
图表 25	部分承销商报价报告得分情况	18
图表 26	部分头部券商大投行业务收入贡献统计	19
图表 27	国内再融资规模变动	20
图表 28	部分券商投行业务差异化定位及优势	20
图表 29	2022 年末中金资本管理基金 AUM 结构	21
图表 30	做市商为其保荐商的科创板做市标的股票（截至 2023 年 7 月 3 日）	22
图表 31	中信证券净资产规模与财务杠杆倍数	23
图表 32	高盛净资产规模与财务杠杆倍数	23

一、全面注册制终落地，将重塑投行业务模式

全面注册制落地主板，多层次资本市场进一步深化。2018年，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布上交所将设立科创板并试点注册制，此后科创板、创业板、北交所分别于2019年、2020年、2021年试点注册制，2023年2月主板注册制相关制度规则发布、注册制全面实行。多层次资本市场格局深化，主板、创业板、科创板、北交所及新三板错位发展，资本市场的直接融资功能将进一步提升。

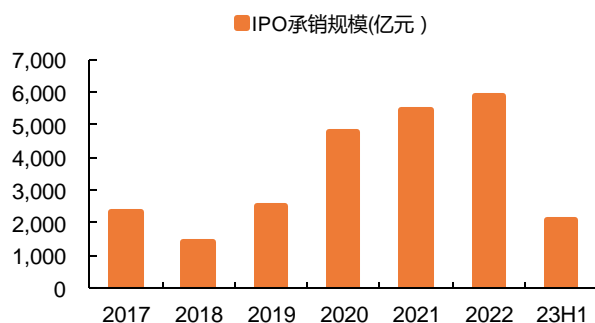
图表1 我国注册制改革进程



资料来源：证监会，中国政府网，平安证券研究所

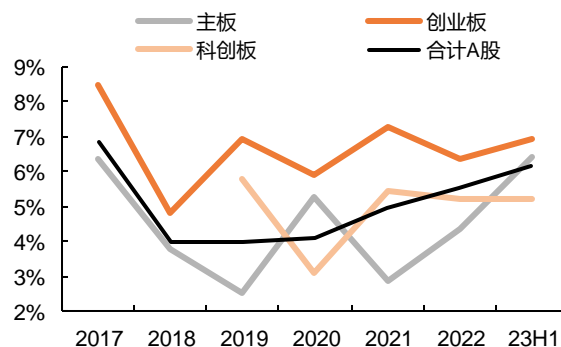
注册制直接利好券商投行，IPO 承销业务量价齐增。一方面，注册制降低科创企业上市门槛、简化上市流程，企业直接融资需求释放，同时审核效率提升、审核时长降低，券商 IPO 承销规模增加。2020-2022 年，IPO 募资规模分别为 4793、5426、5869 亿元，有效支撑券商投行业绩表现，23H1 受发行制度切换和高基数影响，IPO 规模 2098 亿元（YoY-32.7%）。另一方面，注册制核心在于定价能力移交市场，对于保荐机构的市场化定价能力要求更高；同时中介机构“申报即担责”，券商需承担更多信息审查、披露等责任，相应 IPO 承销费率得到改善。2023H1 基于募资额的 A 股 IPO 加权平均承销费率 6.2%，较 2018 年全年提升 2.2pct，试点注册制的创业板、科创板承销费率在过去三年也基本高于主板。

图表2 2017-2023H1IPO 承销规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 2017-2023H1 各板块 IPO 承销加权平均费率

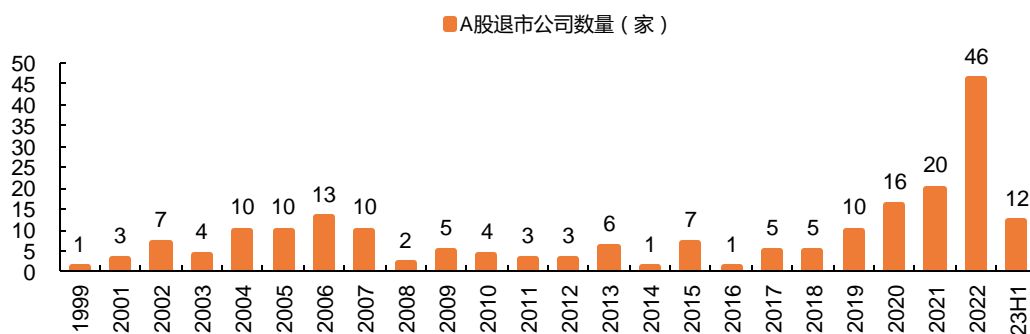


资料来源：Wind，平安证券研究所

配套政策落地、监管趋严，对券商投行业务提出更高要求。注册制打通企业上市渠道，优质企业募资难度降低，同时退市机制逐渐理清、A 股退市数量明显提升，过去投行简单的上市通道功能已不能满足企业需求。此外，注册制配套措施逐渐落地，

新股跟投、“保荐+直投”等业务模式起步，以及行业竞争加剧、中介机构监管趋严，均倒逼券商延长服务链条，形成大投行业务生态圈，早期、长期参与客户成长的全周期。

图表4 A股上市公司退市数量变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、他山之石：高盛以专业能力和业务协同打造大投行生态圈

投行业务与资本市场成熟度息息相关，因此我们选取美国资本市场和投资银行为研究对象，借鉴其投行业务的发展模式。20世纪70年代、80年代，居民财富和养老金加速入市，415条款提升证券发行的灵活性、加快证券发行程序，共同激发美国资本市场活力，带来IPO规模的快速增长，驱使美国证券行业的快速扩张、行业竞争加剧。在此之中，高盛持续开拓客户、变革服务模式，重振投行业务，目前高盛在投行业务方面已形成持续的领先优势，同时基于在交易、投资、财富管理等业务的综合服务能力，已形成完备的“投行+投资”、“投行+交易”、“投行+研究”等协同模式，具有借鉴意义。

2.1 专业且多元的传统投行服务是大投行生态圈的基础

高盛投行业务排名同比第一，领先优势不断强化。高盛承销发行业务可追溯至19世纪，长期以来已建立多个细分业务的领先地位。据高盛2023年投资者日公开材料显示，2022年高盛M&A业务、股权承销业务收入分别排名行业第1、第2，投行业务收入在可比同业中排名第1。市场份额仍在向上突破，2022年高盛投资银行和全球市场部门在可比同业中的收入市占率较2019年提升370bps。

高盛持续的领先优势主要来源于其长期的品牌信誉度和专业且多元的投行服务能力，具体来看：

1) 差异化竞争，形成长期品牌力。高盛成立于1869年，是全球历史最悠久、规模最大的综合型投资银行之一。二十世纪初，高盛进入股票承销市场，创新性使用PE代替PB作为估值指标，为盈利能力较强而净资本实力较弱的零售及新兴工业企业成功发行股票，开辟差异化投行业务机会。20世纪70年代-80年代，美国股票市场高速发展，上市公司数量及市值迅速扩容，高盛重构投行业务模式，提出区分承揽与承做、推出收购防御业务等新模式、关注《财富》500强之外的中小型企业，引领行业转型。基于长期以来的积累，高盛投行业务长期领先、形成卓越的品牌影响力，继而吸引更多的企业客户和投资者，进一步夯实领先地位。

2) 专业化分工，提升业务人员专业能力。

一方面，高盛在20世纪70年代首次将承揽与承做分离，提出“产品专家+服务专家”组合模式。在此之前，美国投行项目承揽主要依赖合伙人的客户关系，因此投资银行的客户关系相对稳定、营销动力不足，承揽、承做等工作通常由同一团队负责。而高盛为拓展业务空间，创造性地将获取项目、维护客户关系的承揽与具体执行项目的承做分离，要求员工依据个人专

长选择承揽业务或承做业务。基于此，高盛推出“产品专家+服务专家”的组合模式，产品专家专注于金融工具的构建与交易，而服务专家则专注于发现并维护客户关系、挖掘客户的融资和并购等业务机会。

另一方面，高盛细分九大行业组，注重培养员工对特定行业或特定客群的专业理解能力。目前高盛将投资银行部门分为消费零售、金融机构、财务和战略投资者、卫生保健、工业、公共部门和基础设施、自然资源、房地产、技术媒体和电信九大行业组，各行业组的员工总结归纳行业特征、市场竞争格局、产业链、发展趋势等因素，搜寻细分行业的潜在客户，提升对具体行业、具体标的的理解和估值定价能力，培育投行专业服务能力。

图表5 高盛 IBD 九大行业组覆盖范围

行业组	主要服务客户及服务内容
消费零售	服务客户： 美洲、欧洲和亚太地区的各类规模的客户，包括公司、家族、金融投资者等，涵盖服装、食品饮料、宠物食品和服务、美容和个人护理产品、参观、专卖店和零售商、百货商店、便利店、超市等 服务内容： 提供广泛的交易咨询，包括并购、股权和债务发行、衍生品和结构性产品、风险管理等。
金融机构	服务客户： 世界各地的银行、保险公司、资产管理公司、金融科技公司和专业金融机构； 服务内容： 为金融机构客户提供并购咨询、股权和债务融资、结构性融资和风险管理/对冲。
财务和战略投资者	服务客户： 私募股权公司、养老基金、主权财富基金、家族办公室和其他投资者； 服务内容： 在财务和战略投资者整个投资生命周期中为客户提供帮助，从创意产生、收购咨询和融资，最终到最终销售或 IPO。
卫生保健	服务客户： 各子行业的企业客户，包括生物技术、诊断/生命科学、医疗保健信息技术、医疗保健服务、医疗器械和制药； 服务内容： 协助客户进行各种交易，包括并购、资产剥离、IPO 和其他股权发行、债务承销和风险管理。
工业	服务客户： 各子行业的企业客户，包括航空航天和国防、汽车、建筑、商业服务、资本货物、多元化工业、工业技术、造纸、林产品和包装、以及运输和物流； 服务内容： 协助客户进行各种交易，包括并购、资产剥离、股权和债务融资、财务重组和风险管理。
公共部门和基础设施	服务客户： 美国市政和非营利客户，包括州和地方政府、非营利医疗保健系统、高等教育机构、公共电力设施、地面交通和公共交通机构、机场和海港等； 服务内容： 与客户合作开展各种交易，包括免税和应税债券承销、私募、贷款、利率衍生品和公私合作伙伴关系。
自然资源	服务客户： 能源、电力、基础设施、化学品、金属和采矿领域的客户，为全球 1500 多家客户提供服务； 服务内容： 与客户合作开展各种交易，包括并购、杠杆收购、股权和债务融资、商品对冲、合资企业重组和金融投资。
房地产	服务客户： 房地产相关行业的客户，包括 REIT、酒店和博彩公司、零售商和公共部门实体； 服务内容： 房地产融资团队负责商业房地产债务的定价和分配；除帮助融资外，高盛还协助并购、IPO 和其他股票发行、杠杆融资、商业抵押贷款支持证券等。
技术、媒体和电信	服务客户： TMT 生态系统中的企业、金融投资人、VC 等； 服务内容： 在客户全生命周期中提供建议，包括 IPO、直接上市、SPAC、债务承销、固定收益混合型债券和私募、风险管理、信用咨询。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

3) 丰富投行业务服务内容与区域，满足客户多元需求。

一方面，高盛不断丰富投行服务内容，投行业务收入更为均衡。除传统的承销保荐外，高盛长期是重组并购市场的领导者，可为公司出售、资产剥离/分拆、收购、杠杆收购、收购防御、跨境并购等交易提供咨询服务，满足客户复杂交易需求。2022 年高盛投行收入中，并购咨询收入 47.04 亿美元，占比 63.9%，而股权承销、债权承销占比分别为 11.5%、24.6%。

另一方面，高盛于 20 世纪 80 年代就开始了全球化业务布局，不断拓展业务区域，为全球的企业客户、金融机构客户、政府机构等提供承销保荐、并购重组、财务咨询等服务。目前高盛投行业务已在全球建立密切的客户关系网络，2019 年末高盛在全球共有 43 个办事处，投行部门员工数超 3000 人，全球客户数超 1 万家，其中美洲、EMEA（欧洲、中东和非洲地区）、APAC（亚太地区）客户数分别约为 6000 家、3000 家、1000 家。至 2022 年末，投行部门全球客户数进一步增长、突破 1.2 万家。

2.2 内外部协同联动，共同打造大投行生态圈

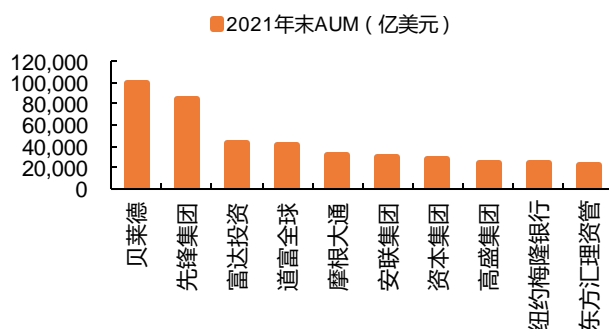
统一的客户服务战略、顺畅的业务协作机制、领先的其他业务实力是实现投行业务内部协同和外部协同的前提，具体来看：

1) 坚持“一个高盛”战略，挖掘战略客户的多元融资需求。2018 年所罗门（David M Solomon）出任高盛 CEO，推出“一个高盛”计划，精选机构客户、战略客户，提供跨部门的业务协同方案，旨在与客户形成一种注重长期利益的深厚关系。2022 年围绕客户需求，高盛再次调整业务板块，将原有的投资银行和全球市场部门合并，统一为企业客户、机构客户提供跨越一、二级市场的全领域综合投资交易服务。受益于“一个高盛”带来的客户和业务推介，2019-2022 年高盛投资银行业务收入市场份额增长 445bps。

2) 建立跨团队、跨部门协调机制，保证业务内外部协作的通畅。20 世纪 70-80 年代，高盛除分离承做和承揽职责外，还另外安排了一个客户协调经理（客户关系经理，IBR）负责定期与高盛当时 3000 多客户进行沟通，通过拜访客户高层等方式了解新业务机会，并协调投行业务下设的企业融资部、政府融资部、并购重组部等部门，进行跨部门的交叉销售。2018 年高盛投资银行部中新设跨市场部门（Cross Markets Group, CMG），专注于维持并扩大各行各业的客户覆盖，并协同其他部门为客户提供包含并购、融资等在内的跨部门综合服务方案。

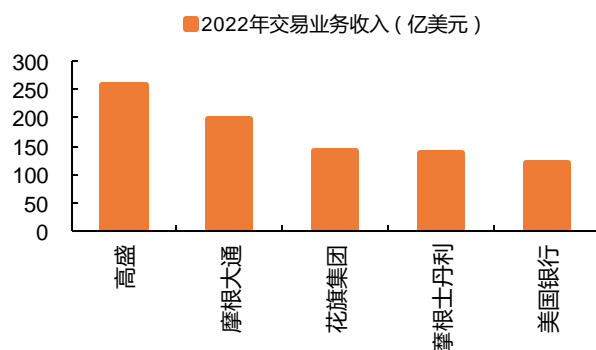
3) 领先的投资、交易能力也是形成顺畅协同、提供高质量综合金融服务的保障。据 Thinking Ahead Institute，2021 年末高盛资管业务 AUM 达 2.5 万亿美元，在全球资管机构中排名第 8 位、在投资银行中排名第 3 位，彰显其领先的投资能力。此外，大宗交易也是高盛传统的优势业务，围绕大宗交易，高盛较早发展做市、衍生品等交易服务，2022 年高盛股权及 FICC 交易业务合计收入 257 亿美元，在同业中保持领先。

图表6 2021 年全球资管机构 AUM 前 10



资料来源：Thinking Ahead Institute，平安证券研究所

图表7 2022 年高盛与可比同业交易业务收入对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

注：图表 7 已更新至 Thinking Ahead Institute 统计的最新数值；图表 8 中，高盛采用 FICC 和股权交易收入之和；摩根大通、花旗集团采用自营交易收入；摩根士丹利采用交易收入；美国银行采用做市及相关业务收入

从投行业务内部来看，高盛已形成完善的“保荐/并购+融资”协同模式。高盛将企业融资团队纳入投资银行部门，可在为企业提供股权/债权保荐承销或并购重组财务咨询服务的同时，提供过桥贷款、结构性融资等服务，此外企业融资团队也下设企业衍生品团队，帮助企业应对利率、外汇、商品和信用衍生品等宏观市场风险。例如，2014 年医疗设备供应商 Becton Dickinson 拟收购医疗设备制造商 CareFusion，高盛为其财务咨询顾问，同时高盛也作为该交易中 91 亿美元银团贷款的牵头安排人和账簿管理人，其中 27.5 亿美元由高盛提供。2022 年软银集团子公司 Arm 计划 IPO，拟聘请高盛作为 IPO 的主承销商，同时也要求高盛提供与 IPO 股票挂钩的保证金贷款。

图表8 高盛投资银行部门结构



资料来源：公司官网，平安证券研究所

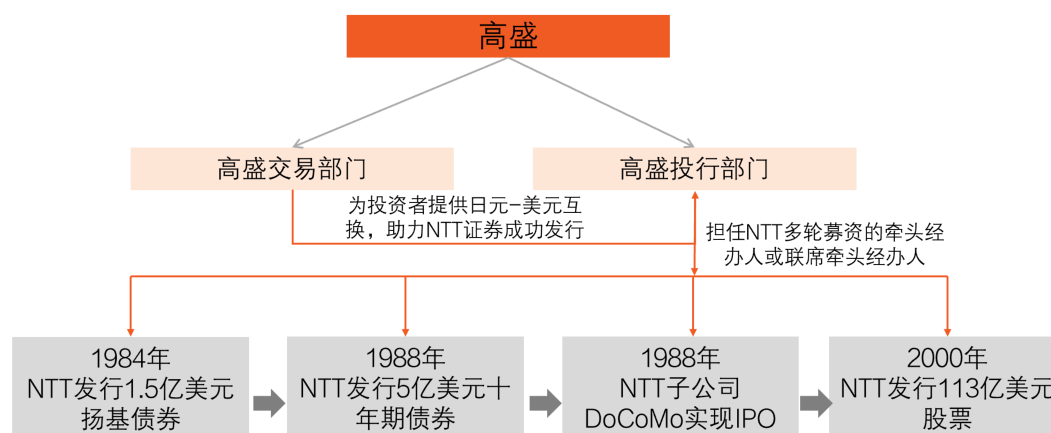
从投行业务外部来看，投行与交易、财富管理、投资、研究等业务均存在协同。

1) “投行+交易”、“投行+财富管理”：投行业务与其他业务的协作主要有两大类，即客户推介和综合服务。

一方面，交易与财富管理业务可为投行带来客户及投资者。财富管理客户包括高净值客户，多为企业主或高管，其企业融资、股东增/减持等需求可转介至投行业务。交易业务客户多为机构投资者，部分私募基金、家族办公室等机构投资者也具有旺盛的股权投资需求，需要投行提供并购重组、收购咨询、杠杆融资等服务。此外，交易业务的机构投资者也是投行承销的重要投资者，早在 20 世纪 80 年代，高盛就开始依托其大宗交易的领先地位，直接向有购买意向的机构兜售大宗新发股票，通过减少组织机构承销团和路演等活动，降低发行成本。

另一方面，投行与交易、财富管理等业务部门共同为客户提供多元金融服务。在提供财务咨询服务的同时，高盛可提供过桥贷款等融资支持，也能通过衍生品帮助客户实现风险对冲。例如，1984 年日本电话电报公司（Nippon Telegraph and Telephone Co, NTT）发行了 1.5 亿美元的扬基债券，高盛投行部门担任该次发行的牵头经办人，同时高盛依托其在货币互换领域的领先地位，为该次发行附加日元-美元互换，帮助投资者控制利率和汇率风险。综合金融服务增强了高盛与重要客户之间的粘性，高盛此后与 NTT 持续保持密切联系，例如高盛在 1988 年作为联席牵头经办人为 NTT 发行 5 亿美元十年期债券，同年牵头 NTT 子公司 DoCoMo 的 IPO，2000 年作为联席牵头经办人协助 NTT 发行 113 亿美元股票。

图表9 高盛协同交易部门与投行部门为 NTT 提供综合金融服务



资料来源：公司官网，平安证券研究所

此外，“投行+交易”的另一个重要协同方向在于做市。做市业务是海外证券公司的一个重要收入来源，2022 年高盛做市收入在非息收入中的贡献达 47.0%。而投资银行业务承销的证券是做市资产的重要来源，例如，Nasdaq 市场做市商偏重选择本地股票或自己承销的股票，承销商大多在 IPO 后成为股票的主做市商，主要系承销商可在承销的尽职调查和交易中获得信息优势（Schultz, 2000¹）。此外，证券公司在做市业务中积攒的机构投资者和经验也将帮助其投资银行业务更好地挑选优质资产、提升定价能力。

2）“投行+投资”：投资挖掘投行新业务机会，投行助力投资多渠道退出。

投行与投资业务的协同主要围绕股权投资，基于股东身份，高盛可更快了解被投公司的融资、并购等需求，为投行业务部门带来新机会。目前高盛的股权投资业务主要集中在私募股权基金和自有资金投资两部分，均已实现全球化、多行业投资，带来各类投行业务。例如，2006 年，基于对中国金融业快速增长的预期，高盛以 25 亿美元自有资金收购中国工商银行 7% 的股份，是高盛此前规模最大的本金投资，随着工行盈利能力不断提升并实现港股上市后，高盛顺利退出投资、获利近 73 亿美元。同时，伴随着中国工商银行海外扩张，高盛也为其提供并购重组、融资等多类咨询服务，2007 年中国工商银行收购南非标准银行 20% 股份，同年收购澳门诚兴银行 79.93% 股份，高盛均担任其财务顾问。

基于高盛在 IPO 和并购重组等业务上的传统优势，高盛也可以寻找到合适买家，实现股权投资的顺利退出。例如，2005 年高盛以 1.7 亿美元投资日本环球影城私募新股，2009 年高盛再次以 12 亿元收购日本环球影城股份，合计持有日本环球影城 38% 的股份；至 2015 年，高盛退出该项目，股权收购方是康卡斯特（Comcast Corp）旗下子公司 NBC 环球。康卡斯特是高盛长期合作的重要企业客户，其子公司 NBC 环球于 2009 年、2013 年陆续由通用电气中收购而来，高盛是该并购重组项目的财务顾问。高盛投行部门与康卡斯特保持密切联系，了解其战略与需求，因此可助力其直投部门顺利实现股权投资退出。

3）“投资+研究”：加深行业理解、提升定价能力，发现潜在业务机会。

对资产的定价能力是投资银行业务的核心之一，因此保持对宏观经济、行业层面的研究对投行业务具有重要意义。高盛在投行部门内部设置各个行业团队，同时研究部门定期与投行部门进行沟通，提供宏观经济、行业及公司的研究信息，加深投行

¹ Schultz, P., 2000, “The Market for Market-Making”, Working Paper, University of Notre Dame.

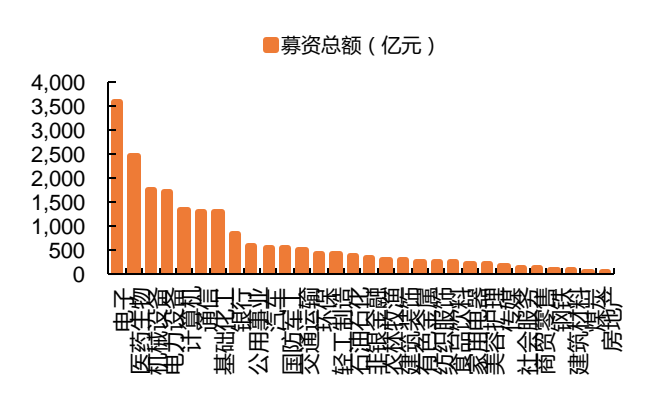
部门员工对于行业的理解,提升其定价准确性。同时,研究部门也会将其发现的潜在项目机会推荐给投行部门,高盛超过 20% 的投行业务机会由研究部门推荐而来(广发证券课题组,2019²)。

三、国内现状：头部化明确，龙头券商率先布局“投行+投资+投研”

3.1 传统投行服务：竞争加剧、监管趋严，头部集中趋势明确

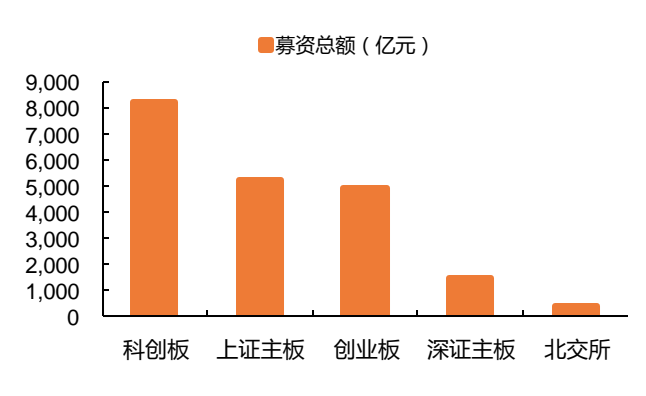
优质项目挖掘难度加大，预计主板 IPO 规模保持平稳。A 股注册制试点已超三年，科创板、创业板、北交所相继改革，科技创新类优质企业融资门槛下降、IPO 规模明显扩容。据 Wind 统计，2019-2022 年，电子、医药生物、机械设备 IPO 融资规模占比分别为 18%、12%、9%，在所有行业中排名前三；科创板、主板、创业板、北交所 IPO 融资规模占比分别为 41%、33%、24%、2%。但与此同时，电子、医药等新兴产业的优质企业储备也迅速消耗，未来项目挖掘难度将增大、行业竞争将更为激烈。考虑到注册制试点以来，资本市场已明显扩容、IPO 基数已相对较高，同时主板 IPO 定位大盘蓝筹特色、募资规模较大、议价能力较强，预计主板承销规模和承销费率将保持平稳。

图表10 2019-2022 年 IPO 规模行业结构（申万 I）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 2019-2022 年 IPO 承销规模板块结构

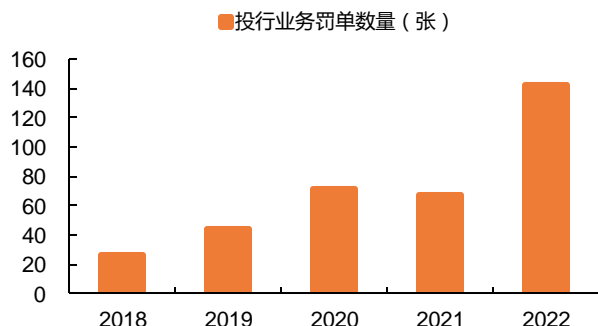


资料来源：Wind，平安证券研究所

监管趋严，投行部门合规能力成为关注重点。随着注册制改革推进，监管部门核准、定价的功能减弱，而对中介机构执业质量的关注度显著提升，近年来证券公司投行业务监管明显趋严。据财通合规统计，2022 年证券公司投行业务收到行政处罚 2 份、行政监管措施 88 份、自律监管措施及纪律处分 53 份，合计 143 份，较 2021 年的 67 份罚单大幅增加。其中，保荐业务仍是罚单数量最多的业务，2020、2021、2022 年保荐业务罚单数量占比分别为 46%、67%、54%，占比保持高位。投行业务监管趋严，罚单数量影响证券公司分类评级，将倒逼券商增强合规与内控能力。

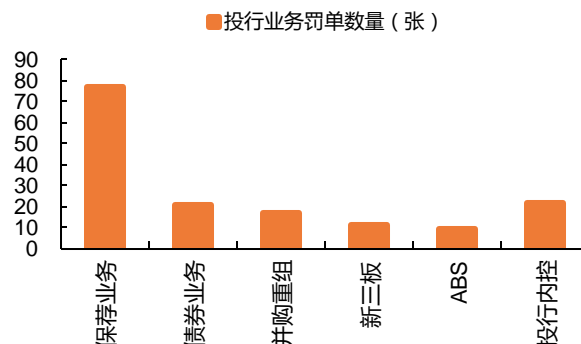
² 中证协 2019 年度优秀课题选编《注册制下券商定价责任与能力研究》

图表12 2018-2022年投行业务罚单数量变动



资料来源：财通合规之窗，平安证券研究所

图表13 2022年投行业务罚单数量结构（分业务类型）

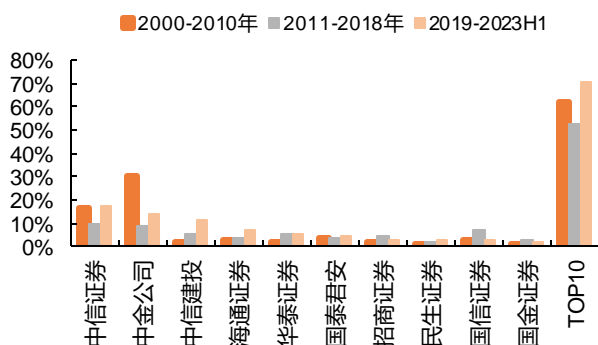


资料来源：财通合规之窗，平安证券研究所

注：图表14统计范围中包含同一监管机构或不同监管机构因同一事项对不同对象的多份罚单，故合计总数与图表11不完全相等；保荐业务罚单数量占比使用图表13中的合计罚单数量计算

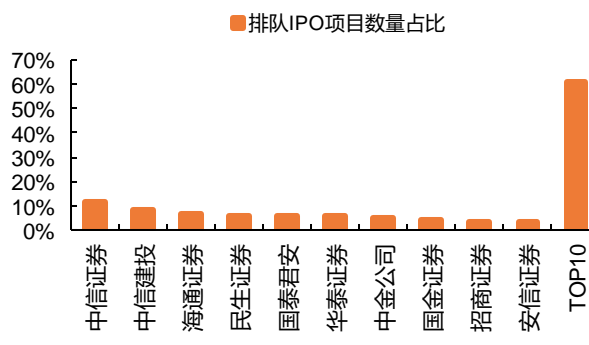
头部券商优势明显，头部化趋势明确。头部券商品牌效应突出、股东资源雄厚、人才储备充足、综合服务能力较强，在项目承揽、专业服务、合规风控、证券承销等方面均具备相对优势。随着注册制试点下，行业竞争加剧、监管趋严，头部券商优势将更为突出，行业头部化趋势明确，2019-2023年上半年，IPO承销规模前十的券商IPO规模占比达71%，较2011-2018年区间提升18pct。储备项目也呈现高集中度，截至2023H1末，A股市场合计排队IPO项目958家（同一项目、多个保荐商重复计算项目数），其中排队项目数量前十的券商排队数量占比达61%。

图表14 IPO规模前十券商承销规模占比变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表15 券商IPO排队项目数量占比（前10）



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 大投行协同：PE与跟投推动“投行+投资”，研究协同贯穿业务全流程

目前券商大投行业务主要集中在“投行+投资+投研”三个方向。目前国内资本市场成熟度较美国仍有较大距离，监管对于券商直投、做市、衍生品等业务限制较严，同时券商在保荐承销、咨询、复杂交易、股权投资等细分业务方面的能力仍有待提升，因此相较于以高盛为代表的美国大型投行，国内券商投行业务复杂协同需求较弱、起步较晚。但近年来，多家券商也推出“投行+投资+投研”的大投行业务模式，例如“中金一家”、“一个华泰”等强调一体化机构服务理念，联动私募子公司、研究团队等，提升综合服务能力。

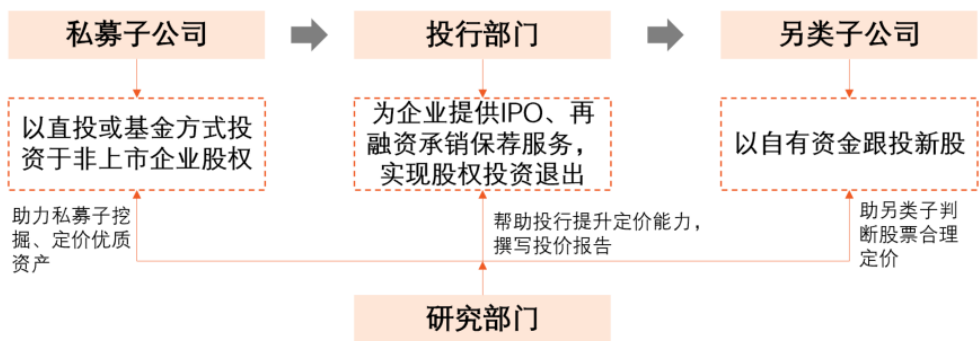
图表16 部分券商近年来大投行业务发展战略

公司名称	大投行业务发展战略
中信证券	发挥公司综合服务与平台优势，为客户提供高质量境内外投行服务。多年来，公司不断探索与实践新的业务模式，在行业内率先提出并践行资本中介业务，推动财富管理转型，布局直接投资、大宗交易等创新业务。
中金公司	中金一家：完善“投行+投资+研究”的中金特色模式，提升客户精细化管理水平，以客户为中心，打造贯穿客户全生命周期的一站式“中金方案”。
中信建投	加强投资以及与公司其他业务的协同发展，增强对客户的综合服务能力。
海通证券	深入践行“一个海通”理念，通过“投、融、保、研”和财富管理协同联动，为客户提供高质量的综合金融服务，更好满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。
国泰君安	持续聚焦重点产业、重点区域和重点产品，提升产业服务能力和综合金融服务能力，着力打造“产业投行、综合投行、数字投行”。
华泰证券	终以客户所需为导向，通过平台化发展、一体化运营构建全业务链服务体系，推动对内“一个客户”、对外“一个华泰”，打造有影响力和认可度的市场品牌。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

具体来看，投资业务主要包括上游的 PE 投资和下游的新股跟投，通过加大对 PE 和跟投的投入，券商可提升对客户的综合服务能力、实现收入的多元化；研究业务则贯穿投资与投行业务全流程，是塑造大投行业务专业能力的重要基础。

图表17 券商大投行业务链条



资料来源：平安证券研究所

3.2.1 投行与投资协同主要包括私募子公司 PE 业务和另类子公司新股跟投

1) 政策限制下，“先 PE 后保荐”是投行与投资业务协同的主要方式。券商 PE 业务起源于直投业务，过去券商保荐业务与直投业务联动，包括“先直投后保荐”和“先保荐后直投”两类，其中“先保荐后直投”存在明显利益冲突，因此监管长期严格限制。2011 年证监会发布《证券公司直接投资业务监管指引》，明确限制券商“保荐+直投”的模式，要求“担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的，自签订有关协议或者实质开展相关业务之日（定义见脚注³）起，公司的直投子公司、直投资基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资”。2016 年，中证协发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》和《证券公司投资另类投资子公司管理规范》，明确各证券公司一类业务原则上只能设立一个子公司经营，明确券商私募子公司的设立与业务范围，券商直投子公司开始向私募子公司转型；同时进一步明确“证券

³ 据《证券公司直接投资业务规范》，称实质开展相关业务之日，是指证券公司虽然未与拟上市企业签订书面协议，但以拟上市企业首次公开发行股票辅导机构、财务顾问、保荐机构或主承销商身份为拟上市企业提供了相关服务的时点，可以以证券公司召开拟上市企业首次公开发行股票项目第一次中介机构协调会的日期认定。

公司担任拟上市企业首次公开发行股票的辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或担任拟挂牌企业股票挂牌并公开转让的主办券商的，应当按照签订有关协议或者实质开展相关业务两个时点孰早的原则，在该时点后私募基金子公司及其下设基金管理机构管理的私募基金/另类子公司不得对该企业进行投资”，“先保荐后 PE”的业务模式继续受到严格监管。直至 2020 年、2021 年，证监会先后发布并修订了《监管规则适用指引——机构类第 1 号》，允许保荐机构在新三板精选层挂牌/北交所公开上市的发行人提供保荐服务前后，均可对发行人进行投资，“先保荐后 PE”的模式探索再度重启，但目前券商仍主要以“先 PE 后保荐”的模式实现投行与投资的联动。

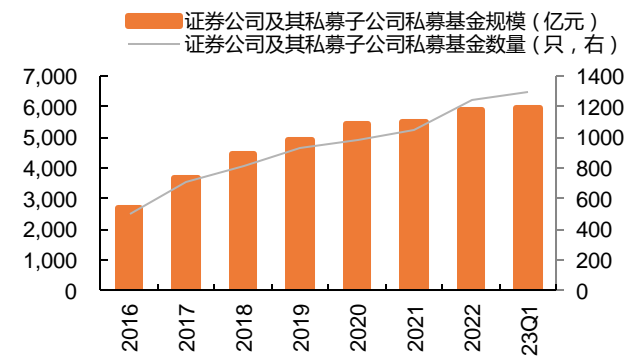
图表 18 我国证券公司保荐业务与直投/PE 业务协同的相关监管历程

日期	文件	相关内容
2011 年 7 月	《证券公司直接投资业务监管指引》	担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的,自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起,公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资。
2016 年 12 月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	证券公司担任拟上市企业首次公开发行股票的辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或担任拟挂牌企业股票挂牌并公开转让的主办券商的，应当按照签订有关协议或者实质开展相关业务两个时点孰早的原则，在该时点后私募基金子公司及其下设基金管理机构管理的私募基金不得对该企业进行投资。 前款所称有关协议，是指证券公司与拟上市企业签订含有确定证券公司担任拟上市公司首次公开发行股票的辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或担任拟挂牌企业股票挂牌并公开转让的主办券商条款的协议，包括辅导协议、财务顾问协议、保荐及承销协议、推荐挂牌并持续督导协议等。
2016 年 12 月	《证券公司另类投资子公司管理规范》	证券公司担任拟上市企业首次公开发行股票的辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或担任拟挂牌企业股票挂牌并公开转让的主办券商的，应当按照签订有关协议或者实质开展相关业务两个时点孰早的原则，在该时点后另类子公司不得对该企业进行投资。
2020 年 7 月	《监管规则适用指引——机构类第 1 号》	发行人拟在全国中小企业股份转让系统公开发行并在精选层挂牌的，在保荐机构对发行人提供保荐服务前后，保荐机构或者控股该保荐机构的证券公司，及前述机构的相关子公司，均可对发行人进行投资。
2021 年 11 月	关于《监管规则适用指引——机构类第 1 号（2021 年修订版）》的说明	适当放宽保荐机构对发行人投资的相关要求。为支持北交所发展，放开保荐机构直接投资北交所上市公司的时点限制，即可以“先保荐、后直投”。

资料来源：证监会，中证协，平安证券研究所

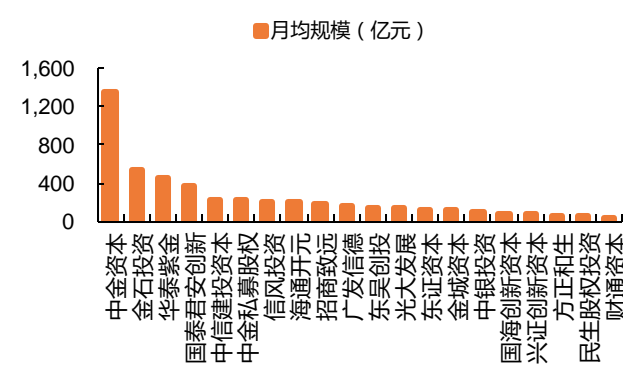
头部券商 PE 投资布局较早、管理规模相对较大。券商是直接融资的重要中介方，长期具备资产定价的经验与优势，项目筛选能力更强；同时券商多为中央、地方央国企，或具有长期积累的品牌力，与政府、高校、产业等具有良好的合作关系，项目获取和资金募集能力均较强，因此券商积极布局 PE 业务，业务规模稳定增长。截至 2023Q1 末，证券公司及私募子公司私募基金数量 1293 只（YoY+17.9%），管理规模 5973.0 亿元（YoY+3.4%）。其中，头部券商 PE 管理规模靠前，2023Q1 中金公司旗下中金资本月均私募基金管理规模达 1343.5 亿元，是唯一一个月均管理规模超千亿的券商私募子；中信证券旗下金石投资、华泰证券旗下华泰紫金月均私募基金管理规模分别为 530.2、458.6 亿元，在证券公司私募子中分别排名第二、第三。

图表19 证券公司及私募子公司私募基金数量及规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，平安证券研究所

图表20 2023Q1 券商私募子私募基金月均规模前 20



资料来源：中国证券投资基金业协会，平安证券研究所

资本市场改革、IPO 扩容，助力券商 PE 投资退出。基于券商在股权承销保荐的传统优势，以及近年来多层次资本市场建设加速、IPO 迅速扩容，券商私募子投资 IPO 退出的数量相对较高。据 IPO 早知道统计的《2022 年度 IPO 最佳投资机构 TOP100》，2022 年中金公司及旗下平台共 34 个投资项目实现 IPO，与深创投并列排名 PE 全行业第 1，在证券行业排名第 1，中信证券及旗下金石投资共 27 个投资项目 IPO，合计数量排名 PE 行业第 3、证券行业第 2。广发证券及旗下广发信德、广发乾和共 26 个投资项目 IPO，合计数量排名 PE 行业第 3、证券行业第 3。

图表21 2022 年投资机构实现 IPO 的投资项目数量排名（前 20）

排名	投资机构	项目数量	代表 IPO 项目	排名	投资机构	项目数量	代表 IPO 项目
1	深创投	34	华大九天、中微半导体、纳芯微	10	基石资本	16	华大智造、普瑞眼科、星环科技
1	中金公司	34	零跑汽车、联影医疗、涂鸦智能	10	毅达资本	16	微导纳米、汇通达、普瑞眼科
3	金石投资	15	星环科技、富创精密、博纳影业	12	达晨财智	15	华康世纪、软通动力、汉仪科印
	中信证券及其他子公司	12	富创精密、博纳影业、联影医疗	13	朗玛峰创投	14	星环科技、恒烁股份、中科蓝讯
4	广发证券及其他子公司	11	玄武云、源杰科技、洪九果品	14	招银国际	13	万润新能、叮当健康、联影医疗
	广发信德	9	纬德信息、海创药业、英集芯	15	同伟创业	12	中微半导体、联影医疗、百奥赛图
	广发乾和	6	豪鹏科技、玄武云、源杰科技	15	国新基金	12	龙芯中科、华大九天、联影医疗
5	高瓴	24	贝壳集团、蔚来汽车、名创优品	16	CPE 源峰	11	阳光保险、华夏眼科、阳光保险
6	元禾控股	23	华大九天、中微半导体、纳芯微	17	华兴资本	11	贝壳集团、BOSS 直聘、蔚来汽车
7	红杉中国	20	中创新航、零跑汽车、卫龙食品	17	小米长江产业基金	11	纳芯微、思特威、中创新航
8	金浦投资	19	健世科技、唯万密封、普瑞眼科	17	东方富海	11	涂鸦智能、中微半导体、瑞科生物
9	中芯聚源	17	杰华特、微导纳米、灿瑞科技	17	上海科创/海望资本	11	英集芯、和元生物、翱捷科技
				17	海通开元	11	思特威、瑞科生物、乐普生物

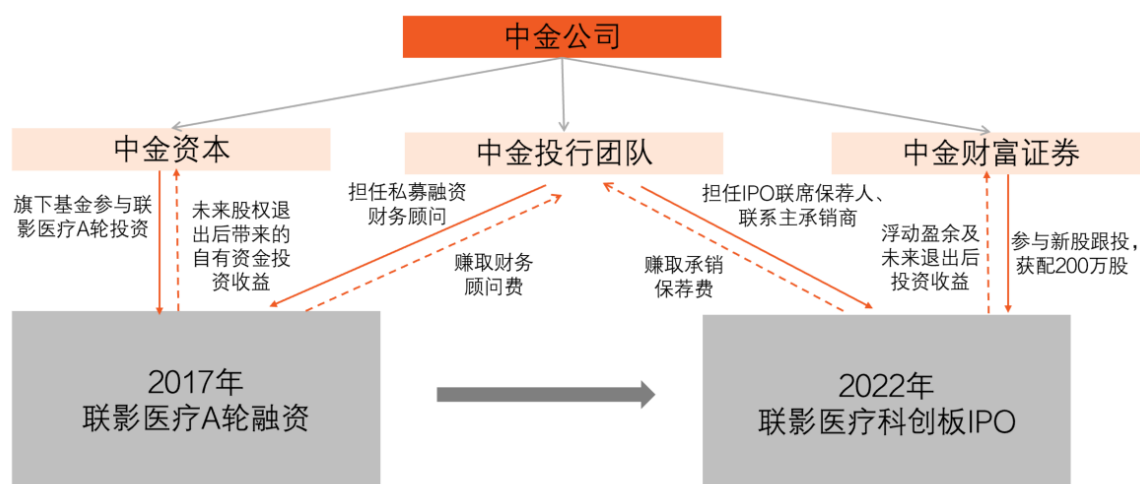
资料来源：IPO 早知道《2022 年度 IPO 最佳投资机构 TOP100》，平安证券研究所

注：数据来源仅为 IPO 早知道统计的前 100 机构，故统计可能不完全，仅展示头部大概排名；IPO 项目数采取并列排名

“投资+投行”联动，头部券商率先实现“一鱼多吃”。以中金公司、中信证券为代表的头部券商产业布局较早、投资项目较多，同时自身投行业务并购重组、保荐承销能力较强，将率先畅通“投资+投行”链条，在为客户提供综合金融服务的同时，

也实现了“一鱼多吃”的多元创收。以中金公司为例，旗下全资子公司中金资本成立于 1997 年，在科技、医药、消费、教育等领域均积累丰富经验，至 2022 年末中金资本累计资产管理规模超 4500 亿元，累计直投企业超 1200 家、累计 IPO 直投企业 135 家。中金公司联合中金资本为企业客户提供多元服务，例如 2017 年，中金公司在国产医学影像设备龙头企业联影医疗的高速成长期开始跟进，中金公司投行团队担任公司私募融资财务顾问、协助完成 33 亿元大规模私募融资，同时中金资本旗下基金也成为联影医疗 A 轮融资的重要投资人；2022 年中金投行团队担任联影医疗科创板 IPO 联席保荐人和联席主承销商，帮助联影医疗募集资金 109.9 亿元；同时，中金财富证券以 2.2 亿元跟投联影医疗，上市首日浮盈达 1.4 亿元。

图表22 中金公司多业务板块长期协同服务联影医疗

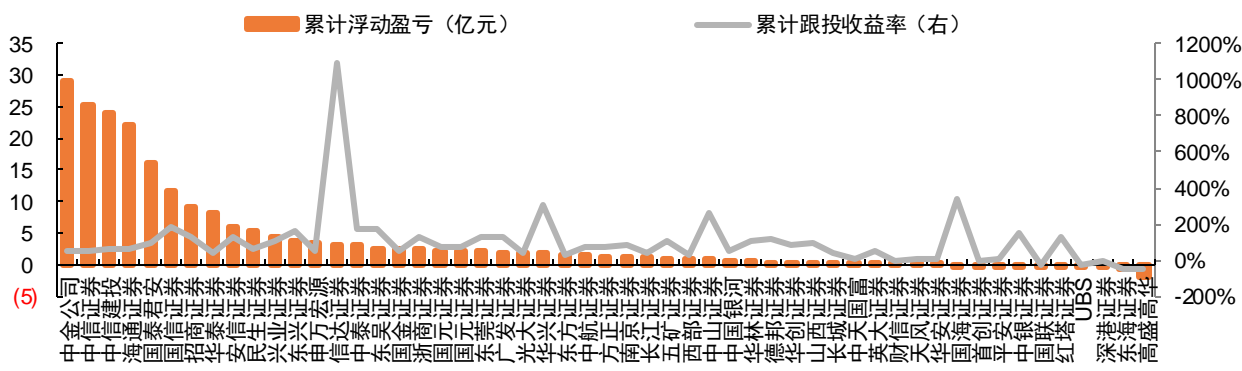


资料来源：中金公司 CICC 公众号，中金资本 CICC capital 公众号，投资界，平安证券研究所

2) 注册制改革试点新股跟投制度。2019 年科创板试点注册制，要求保荐人或其子公司以自有资金强制跟投新股、跟投数量占比为 2%-5%，跟投锁定期为 24 个月。2020 年创业板试点注册制，放松强制跟投限制，除未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业及高价发行企业外，不强制保荐机构跟投。2021 年北交所试点注册制，不强制保荐机构跟投，但保荐机构可自主以直投方式参与战略配售。2022 年主板实施注册制，不强制保荐机构跟投。

科创板跟投收益波动较大，头部券商投资规模较大、但投资收益率未有明显优势。以科创板为例，新股跟投表现与当年科创板市场行情关联较大，因此券商跟投收益波动也相对较大，据 Wind 统计的券商跟投股票获配数量、发行价格和股票价格变动幅度估算，2020、2021 年券商科创板跟投浮盈均超 100 亿元，而 2022 年合计跟投浮亏达 101.5 亿元。头部券商资本实力较强、新股 IPO 项目较多，跟投收益相对较厚，截至 2023 年 6 月末，中金公司、中信证券、中信建投测算累计浮盈分别为 29.1、25.2、24.1 亿元，排名行业前三。但头部券商投资收益率未有明显优势，中金公司、中信证券、中信建投测算累计收益率分别为 53%、55%、62%，低于证券行业合计累计收益率 65%。

图表23 科创板跟投券商累计浮动盈亏及累计跟投收益率（截至2023H1末）



资料来源：Wind，平安证券研究所

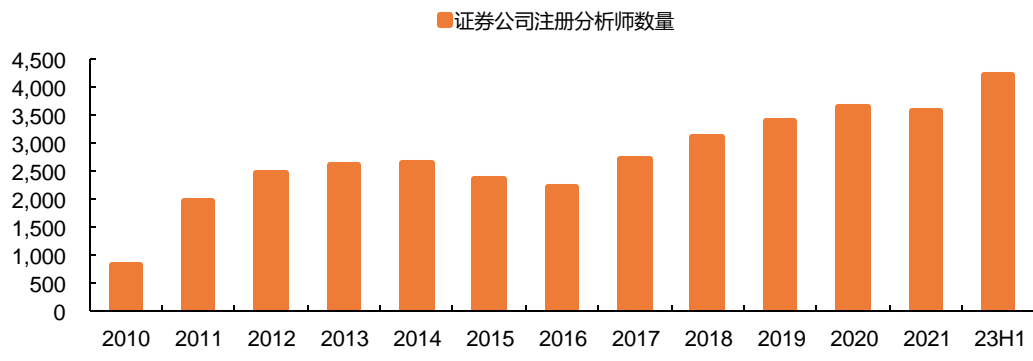
注：科创板跟投浮动盈亏假设券商跟投在锁定期后一直持仓

3.2.2 研究业务贯穿券商投资、投行业务全流程

研究赋能投资与投行，助力券商形成差异化优势。主板落地注册制、主板 23 倍发行市盈率限制取消，科创板、创业板跟投对于投行定价提出更高要求，投行业务重回定价本源，同时资管新规落地、券商私募子也更注重主动管理能力，而与研究部门的交流与协作对于定价能力和投资能力而言具有重要意义。此外，券商研究团队深挖部分行业、形成独特优势，也将助力投资和投行团队打造差异化特色，例如国金证券挖深新能源汽车研究深度，在 Wind 终端推出国金投行新能源汽车指数，强化公司在汽车领域的特色优势，2019-2023H1，国金证券共担任 6 家汽车制造业公司 IPO 的主承销商，合计融资 27.8 亿元，排名证券行业第一。

近年来多家券商增大研究投入、注重研究赋能，提升资本市场影响力。一方面，券商研究部门内部加大投入，团队规模不断扩大，截至 2023 年 6 月末，证券行业分析师数量超 4200 人，较 2019 年末增长约 25%；同时，研究产出不断扩容，据新财富统计，2022 年共有 92 家券商机构发布约 15 万篇研报 (YoY+27.57%)，覆盖 3295 家 A 股上市公司、覆盖面达 64.53%。另一方面，券商关注研究部门对内部协同及资本市场影响力的支持，研究能力对于投行及投资业务挖掘优质资产并合理定价具有重要意义，同时研究部门服务重要的机构及高净值客户，有助于提升券商在资本市场上的品牌影响力，进一步增强重要客户粘性。

图表24 证券行业已注册分析师人数



资料来源：Wind，中证协，平安证券研究所

但研究赋能的专业性和合规性仍需提升，头部券商表现相对较好。以投行和研究联动为例，研究部门出具的投价报告是支持投行保荐承销业务的重要方式，但目前仍存在部分投价报告估值偏离度较高的问题。2022 年 8 月中证协组织起草《证券公司提供投资价值研究报告执业行为规范（征求意见稿）》，进一步规范分析师跨墙管理、分析师与投行部门的交流、投价报告的盈利预测和估值结论的决策等方面。2023 年 2 月中证协下发《关于投资价值研究报告执业质量分析报告》，表示投价报告估值较首发价格上偏效应明显，多达 3 成报告估值高出首发价 2 倍以上。但头部券商投价报告专业性表现相对较好，发行承销规则调整后发布 10 份以上投价报告的市场主要承销机构估值和盈利预测更接近实际值，对投资者具有较高参考价值；2021 年 6 月至 2022 年 3 月，中信证券、中信建投、海通证券分别发布 23、14、12 篇投价报告，在承销商中排名前三，其估值平均得分分别为 2.9、3.1、3.2 分，高于行业平均估值得分（2.8 分），盈利预测平均得分分别为 4.2、4.4、3.9 分，也基本高于行业平均盈利预测得分（4.0 分）。

图表25 部分承销商投价报告得分情况

承销商名称	2021 年 6 月至 2022 年 3 月发布投价报告数量	估值平均得分	盈利预测平均得分
中信证券	23	2.9	4.2
中信建投证券	14	3.1	4.4
海通证券	12	3.2	3.9
中金公司	11	2.9	4.2
民生证券	11	2.7	4.2
国金证券	10	3.1	3.8
招商证券	8	3.5	4.5
东兴证券	8	2.3	3.4
国泰君安证券	7	2.9	3.8
国信证券	6	2.7	3.3
华泰联合证券	5	3.3	4.3
东吴证券	5	2.9	4.3
安信证券	5	2.9	3.9
中原证券	4	2.9	4.2
西部证券	4	2	4.4
国元证券	3	2.8	4.1
申万宏源承销保荐	3	2.7	3.2
光大证券	3	2.3	4.2
平均值	7.9	2.8	4.0

资料来源：证券时报，平安证券研究所

3.3 大投行业务对券商专业实力和综合能力要求较高，头部券商优势明显

伴随着大投行业务转型，投行收入趋于多元化、资本化。传统投行业务多为保荐通道，收入依赖承销保荐费用，而大投行业务链条下，股权投资、新股跟投等重资产模式介入投行业务，综合金融服务提升客户粘性、助力券商获取多元业务机会，券商可获得承销保荐费、投资收益、基金管理费等多重收入，在增厚收益的同时实现收入多元化。但收入的资本化也可能使得短期内投行收入波动加剧，以中金公司为例，2022 年投资银行业务部门营业收入 54.3 亿元（YoY-14%），其中受科创板跟投项目估值下滑影响，投资收益及其他收入-3.2 亿元（YoY-162%）。

大投行业务考验券商综合实力，头部券商布局领先。“投行+投资+投研”联动的模式需要券商销售、定价、投资等能力有机结合，对券商综合实力要求较高，因此项目资源丰富、产业投资布局较早、资本实力较为雄厚、定价等专业能力领先的头部券商更具优势，将优先受益于大投行业务生态圈，助力增厚其保荐收入及投资收益。例如，近年来海通证券大投行业务收入

贡献明显提升，2022 年投行手续费、私募子公司海通开元、另类子公司海通创新证券合计收入贡献达 26.5%，较 2020 年提升 3.8pct。

图表 26 部分头部券商大投行业务收入贡献统计

公司名称	业务	收入（亿元）			收入贡献		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
中信证券	投行手续费	68.82	81.56	86.54	12.65%	10.66%	13.29%
	中信证券投资	28.06	43.44	24.48	5.16%	5.68%	3.76%
	金石投资	13.55	16.70	13.39	2.49%	2.18%	2.06%
	合计	110.43	141.70	124.41	20.31%	18.52%	19.11%
中金公司	投行手续费	59.56	70.36	70.06	25.17%	23.35%	26.86%
	中金资本	17.78	18.41	17.57	7.52%	6.11%	6.73%
	中金浦成	8.59	9.93	10.63	3.63%	3.30%	4.07%
	合计	85.93	98.70	98.25	36.32%	32.76%	37.66%
海通证券	投行手续费	49.39	49.25	41.79	12.92%	11.40%	16.10%
	海通创新证券	13.09	21.72	20.73	3.42%	5.03%	7.99%
	海通开元	24.54	41.38	6.32	6.42%	9.58%	2.44%
	合计	87.02	112.35	68.84	22.77%	26.00%	26.53%
中信建投	投行手续费	58.57	56.31	59.27	25.08%	18.85%	21.50%
	中信建投投资	6.02	11.21	4.33	2.58%	3.75%	1.57%
	中信建投资本	3.07	5.32	4.50	1.31%	1.78%	1.63%
	合计	67.65	72.84	68.09	28.97%	24.38%	24.70%
国泰君安	投行手续费	37.35	40.62	43.11	10.61%	9.49%	12.15%
	国泰君安证裕投资	5.00	7.94	3.90	1.42%	1.85%	1.10%
	国泰君安创新投资	3.97	2.33	4.19	1.13%	0.54%	1.18%
	合计	46.32	50.89	51.20	13.16%	11.89%	14.43%
华泰证券	投行手续费	36.44	43.44	40.24	11.59%	11.46%	12.56%
	华泰创新投资	5.68	10.95	0.75	1.81%	-2.13%	0.23%
	华泰紫金	32.15	9.35	-8.07	10.22%	2.47%	-2.52%
	合计	74.27	63.74	32.92	23.62%	11.80%	10.28%
招商证券	投行手续费	21.46	25.42	13.93	8.84%	8.64%	7.25%
	招商证券投资	6.68	14.46	6.55	2.75%	4.91%	3.41%
	招商致远	1.22	1.72	0.84	0.50%	0.58%	0.44%
	合计	29.36	41.61	21.32	12.09%	14.14%	11.09%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：中金公司主要新股跟投平台为中金财富证券子公司，而中金财富证券子公司以证券经纪、金融产品代销等收入为主，新股跟投收入占比相对较少，故不统计

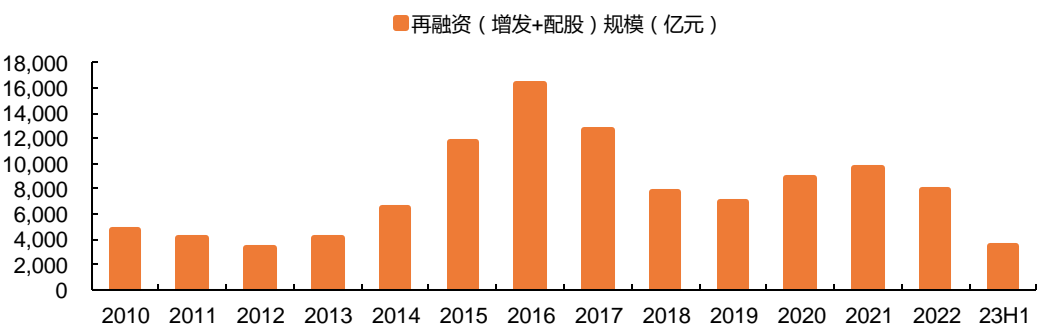
四、借鉴与展望：专业能力为基石，资本市场制度建设将打开协同空间

4.1 传统投行服务：延长投行服务链条，形成差异化优势

注册制延长投行服务链条、政策松绑，再融资、并购重组等业务将迎来机遇。注册制改革背景下，IPO 数量迅速增长，同时投行服务链条延长，券商深入企业发展全周期，除 IPO 外，券商将挖掘更多再融资、并购重组、员工持股等业务需求。此外，

注册制改革推进，再融资、并购重组等政策松绑，支持业务扩张。2023 年注册制落地主板，再融资发行取消公开发行证券当年营业利润不得同比下降 50% 以上的要求、取消主板上市公司再融资分红指标规定、提升主板配股和可转债募资额度；并购重组明确注册制下上市公司重大资产重组的审核和注册流程，着重规定审核注册程序和时效。在需求和政策的双激励下，再融资、并购重组等业务有望进一步扩容。以再融资为例，2020 年后 A 股再融资规模边际回升，2020、2021、2022 年 A 股再融资规模分别为 8848、9576、7844 亿元，2023H1 再融资规模 3541 亿元（YoY+47.8%）。

图表27 国内再融资规模变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

发挥比较优势，形成投行业务的差异化竞争优势。20 世纪 70-80 年代，美国并购重组盛行，而高盛选择与其他大型证券公司不同的道路，差异化布局中小企业投行服务，并推出收购防御业务，帮助中小企业防御恶意收购，为其并购重组领先地位奠定基础。而国内券商投行业务近年来竞争加剧、头部化趋势明显，过去同质化程度较高的业务模式难以适应新的市场格局，部分券商依托自身资源禀赋的差异，在不同行业和区域发挥比较优势，开始投行业务的差异化布局。例如，中金公司基于合资券商的历史优势，在央企大型融资项目、跨境融资项目中更具优势，2022 年中金香港的港股承销规模达 198.03 亿港元，在港交所承销机构中排名第一；海通证券在半导体等科创行业中更具优势，2022 年海通证券电子行业（申万一级）IPO 承销规模 162.23 亿元，排名证券行业第二。

图表28 部分券商投行业务差异化定位及优势

公司名称	投行业务的差异化优势
中信证券	定位大型综合投行服务，通过设立综合行业组和投行区域分部，覆盖金融、能源、基础设施与房地产、装备制造、信息传媒、医疗健康及消费行业的龙头企业，2010 年以来累计为超过 3500 家客户提供股权、债券、资产证券化及并购等各类投资银行服务，涵盖大型国有企业、世界 500 强、上市公司及重要地方客户。
中金公司	在央企大型项目、跨境融资等领域具备相对优势，客户多为大型央企、民营企业、跨国公司。2022 年 IPO 募资规模前三的项目中有两个（中国移动、联影医疗）均由中金公司保荐。2022 年中金香港的港股承销规模达 198.03 亿港元，在港交所承销机构中排名第一。
中信建投	依托股东优势和历史积淀，目前在金融、制造、信息、文体等各行业均积累品牌优势。截至 2023 年 6 月末，中信建投 IPO 排队项目达 81 个，排名行业第二，其中，计算机、通信和其他电子设备制造业储备项目 11 家、储备项目数最多，软件和信息技术服务业、化学原料和化学制品制造业分别排名第二、第三。
海通证券	积极布局、重点开拓科创板业务，在半导体等行业中更具优势；截至 2023 年 6 月末，海通证券科创板累计 IPO 承销额 1136.50 亿元，在证券公司中排名第三；2022 年海通证券电子行业（申万一级）IPO 承销规模 162.23 亿元，排名证券行业第二。
东方证券	坚持精品投行特色，依托大股东申能集团的领导以及在能源领域的领先优势，打造能源投行与绿色金融业务特色。
广发证券	总部位于粤港澳大湾区，享有区位优势；投行业务重点布局半导体、医疗健康和新能源汽车等行业领域和粤港澳大湾区，加强专业化和区域化建设。
国金证券	投行为牵引、研究为驱动的跨体系业务联动模式、行业和区域并重布局发展，致力于培育和陪伴中小企业和专精特新企业做大做强。

资料来源：公司官网，公司公告，中国证券报，第一财经，Wind，平安证券研究所

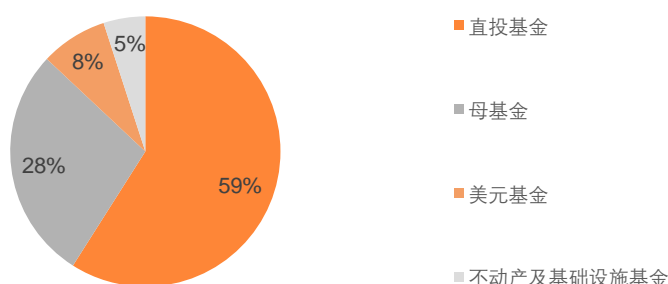
服务跨境融资需求，提升国际品牌影响力。高盛早在 20 世纪 80 年代就开始了全球化布局，目前投行业务客户网络已覆盖全球主要地区。近年来随着国内优质企业海外融资需求旺盛，国内券商跨境融资业务明显提升，全球化布局逐渐丰富。例如，中信证券于 2013 年成功收购里昂证券，成为中信证券国际化发展的重要抓手，不仅帮助京东、百度等优质国内企业赴港上市，也逐渐打开东南亚、欧美等地市场，建立国际品牌知名度，例如中信里昂于 2020 年帮助汉堡王印度公司实现 IPO，2022 年帮助汉堡王印度公司完成合格机构配售、及收购汉堡王印尼公司。

4.2 大投行协同：资本市场制度建设逐渐完善，将打开投行、PE、交易协同空间

券商 PE 投资将重回价值投资本源，更注重“投早投小”。高盛股权投资遍布全球，部分项目横跨多年，而国内券商 PE 投资过去主要偏好于 Pre-IPO，投资期限较短、风险偏好较低。但随着注册制改革推进、资本市场逐渐成熟，上市红利逐渐减弱，PE 投资将重回价值投资。2023 年 1 月，证监会修订《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，规定从事并购投资、私募股权投资的资管计划不受“同一机构管理的全部集合资管计划投资单一资产不超过该资产净值的 25%”限制，为其开展“投早”“投小”的创业投资以及并购投资打开空间，同时放宽管理人自有资金参与比例，满足管理人跟投的实际需要。

依托政府及机构投资者资源，券商母基金业务快速发展。近年来随着政府对初创期、科技型企业的支持力度不断提升，各类政府引导基金加大股权投资力度，对优秀管理人的需求也明显增大，券商基于自身政府及机构投资者资源和长期积累的投资能力，成为母基金重要管理人。例如，2023 年 4 月财通证券联合城西科创大走廊管委会、浙大控股等出资方联合发起浙江城西科创制造业股权投资母基金，由财通证券子公司财通资本担任母基金管理人，将通过“子基金+直投”的模式，助力浙江新兴制造业发展。2022 年 11 月中金资本联合中金浦成、湖北交投资本、湖北交投私募等出资方共同设立湖北交投中金睿致创投基金，中金资本担任基金管理人，将聚焦交通科技、现代物流、高端制造等新兴产业领域；截至 2022 年末中金资本管理基金 AUM 中母基金占比达 28%。

图表 29 2022 年末中金资本管理基金 AUM 结构



资料来源：中金资本 CICC capital 公众号，平安证券研究所

做市、衍生品等制度的完善，也将打开“投行+交易”的协同空间。高盛交易业务可为投行推介客户，并为客户提供衍生品等复杂的综合金融服务，同时投行业务也可为交易业务提供做市标的、增厚收益。而国内券商衍生品业务监管较为严格，做市标的的限制较多，“投行+交易”协同相对较少。近年来随着科创板股票做市试点的正式开展，场外期权、收益互换新规陆续出台，将打开国内券商投行与交易的协同空间，目前部分券商已经开始尝试。例如，科创板做市商制度鼓励保荐机构在持续督导期间为其保荐的科创板股票提供做市服务，截至 2023 年 7 月 3 日，150 只试点标的中 53 只股票由其保荐机构做市，如中信证券为其辅导上市的石头科技、睿创微纳、康希诺等股票做市。未来随着资本市场制度不断完善，做市、衍生品等业务范围继续扩大，业务协同空间有望进一步深化，券商应积极获取业务资质，储备人才、系统、客户，提升交易业务的专业

能力，为“投行+交易”协同做好准备。

图表30 做市商为其保荐商的科创板做市标的股票（截至 2023 年 7 月 3 日）

做市商名称	保荐且做市的股票标的
中信证券	百克生物、柏楚电子、当虹科技、会通股份、凯赛生物、康希诺、睿创微纳、石头科技、苑东生物
中信建投	华秦科技、晶科能源、派能科技、奇安信、西部超导
中国银河	财富趋势
浙商证券	金盘科技
招商证券	概伦电子、科前生物、芯原股份、珠海冠宇
兴业证券	厦钨新能
国信证券	佰仁医疗、邦彦技术、禾信仪器、路维光电、申联生物、永信至诚、中润光学
国泰君安	博拓生物、德科立、哈铁科技、海尔生物、晶晨股份、科捷智能、普源精电、赛微微电、新点软件、中复神鹰
国金证券	九州一轨、浩瀚深度、钜泉科技、开普云、罗普特、上海谊众、特宝生物、天微电子、统联精密、西力科技、英科再生
东吴证券	福立旺、明志科技、瑞可达
安信证券	卓然股份

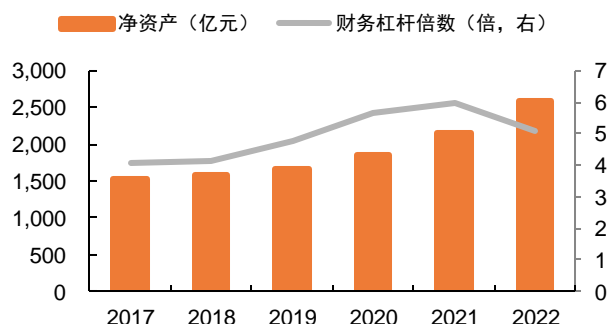
资料来源：上交所，平安证券研究所

4.3 券商专业能力、资本实力、内部协同机制尚待进一步完善

专业能力是大投行业务的基石，券商仍需提升投行、交易、投资等各业务的专业能力。高盛在传统投行服务、投资、交易等业务中均具有领先的专业能力，为其大投行生态圈的建设奠定基础。借鉴高盛经验，券商仍需提升投行、交易、投资等各业务的专业能力。投行服务方面，券商应把握国家发展战略，提升挖掘优质项目的能力，通过细分行业与区域、协同投研部门等措施培养投行团队的研究与定价的能力，同时仍需协同多业务、以综合金融服务提升机构投资者粘性，构建强大的承销网络。投资与交易业务方面，券商应继续加大对研究团队的投入、储备投研人才，加速交易系统建设、提升定价能力、优化客户交易体验，同时也需积极申请股票做市、衍生品交易商等创新业务试点资质，积累业务经验，为大投行业务协同做好准备。

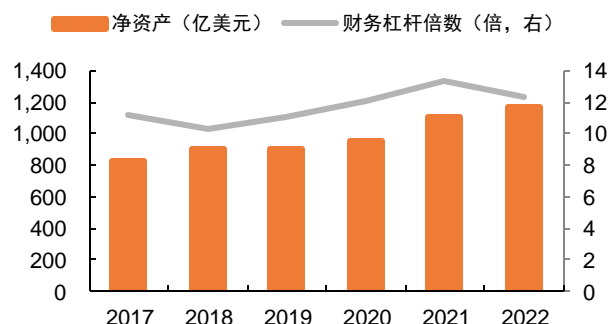
大投行业务对券商资本实力提出更高要求。投资、交易业务对券商资本实力均有较高要求，以高盛为代表的海外券商资本充足、资金利用率较高，也是支撑其投资、做市、衍生品等业务蓬勃发展的主要原因，例如 2022 年末高盛净资产 1171.89 亿美元，财务杠杆倍数达 12.30 倍。近年来随着国内券商重资产业务转型，券商股权融资频率明显提升，行业净资产规模与杠杆倍数提升，2022 年末证券业净资产规模 2.79 万亿元，较 2019 年末增长 38.12%，杠杆倍数 3.96 倍、较 2019 年末提升 0.37 倍，其中规模最大的中信证券净资产 2583.72 亿元，较 2019 年末增长 56.16%，财务杠杆倍数 5.06 倍、较 2019 年末提升 0.28 倍，但仍较高盛有较大差距。目前国内券商经营杠杆上限仍限制在 6 倍左右，未来券商仍需通过收益留存和股权融资等多方式补充净资本。

图表31 中信证券净资产规模与财务杠杆倍数



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表32 高盛净资产规模与财务杠杆倍数



资料来源：Wind，平安证券研究所

打通跨团队、跨部门协调渠道，提升综合服务能力。高盛在投行业务内部和各业务板块间均建立了协调机制，帮助业务间更好协作、综合服务战略客户。国内部分头部券商已开始布局，例如，中金公司提出“中金一家”战略，建立公司战略客户体系，内部建立跨部门合作的“1+N”服务团队，同时打造业务平台化，利用“云投行”、“凤巢系统”、“星云系统”、“中金固收APP”等平台实现机构客户服务模式的升级；2022年中金公司推出国内券商首个面向专精特新中小企业的数字化综合金融服务平台——“中金火炬”云平台，将投行、投资、财富管理等业务优势相结合，向符合条件的专精特新中小企业提供上市辅导、债务融资、私募股权投资、收购兼并等资本运作和财富管理、股权激励等一揽子综合服务。华泰证券注重机构服务平台的建设，通过构建一体化服务平台，整合投行、研究、投资、交易和主经纪商全业务链资源，满足机构投资者多元化需求。

五、投资建议和风险提示

5.1 投资建议

注册制背景下，投行业务由上市通道转向企业的全周期大投行服务，也将倒逼券商投行业务转型升级。借鉴高盛经验，投行业务的专业能力及多业务协同的能力是大投行生态圈的基石。国内券商一方面需要夯实保荐、定价、承销等投行专业能力，另一方面也需形成通畅的协同机制，联合投行、投资、投研、交易为客户打造高质量综合金融服务。目前头部券商品牌效应突出、股东资源丰富、人才储备充足，在投行传统保荐业务中已建立明显优势，同时资本实力雄厚、私募子与另类子公司布局较早、综合服务能力更强、创新业务试点资格齐备，已开始大投行生态圈建设，未来有望率先收获注册制改革红利。建议关注投行专业实力突出、各业务已建立竞争优势的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券、中信建投。

5.2 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现、加剧券商板块行情波动。
- 2) 监管政策变动超预期，影响券商资本补充与创新业务开展。
- 3) 资本市场改革力度不及预期，金融全面开放、注册制配套措施等改革推进放缓，资本市场政策红利低于预期。
- 4) 宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性，同时致使投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融 融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层	