

券商跟投浮盈66亿元背后

随着长鑫科技网上中签结果揭晓,两大头部券商中金公司、中信建投保荐承销下的一大硬科技IPO即将迎来上市。若回顾上半年首发承销数据,头部券商同样收获颇丰,中金公司、中信证券、国泰海通首发承销收入排名前三,合计更占到全行业的半壁江山。相较之下,东兴证券等多家中小券商首发承销收入不足2000万元,部分机构甚至颗粒无收,马太效应加剧。

近年来,持续火热的科创投资也催生市场对券商参与硬科技IPO的乐观预期。然而,巨额浮盈的背后,风险也在悄然蔓延。有业内人士指出,券商以短期承销费承担长期股东风险,若尽调失效或风控不足,可能陷入“收益有限、风险无限”的困境。

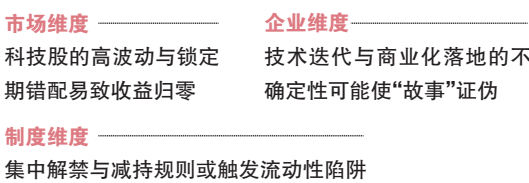
◇今年上半年券商首发承销收入排名前三位 (单位:亿元)



三家合计行业占比**52.5%**

数据来源:Wind

◇跟投浮盈兑现面临“三重风险悖论”



市场波动随时可能让浮盈变成浮亏。广发证券此前发布的研报指出,截至2026年6月末,券商行业科创板跟投浮盈已达66亿元,超过2022—2025年合计水平。

但多数项目集中于2025年及2026年上半年发行的背景下,锁定期的限制也意味着当下的浮盈仍是“纸面富贵”,最早到2027年才能兑现。

值得一提的是,浮盈变浮亏的案例并不少见。Wind数据显示,按后复权计算,于2021年12月上市的天迈股份发行价557.8元/股,在24个月 after 股价已跌至436元附近,浮亏超20%。此外,2022年9月上市的万润新能发行价299.88元/股,在24个月 after 股价已跌至44元附近,浮亏超80%。

田利辉认为,跟投浮盈兑现面临“三重风险悖论”:市场维度,科技股的高波动与锁定期错配易致收益归零;企业维度,技术迭代与商业化落地的不确定性可能使“故事”证伪;制度维度,集中解禁与减持规则或触发流动性陷阱。

更深层次看,该机制隐含“风险转嫁”矛盾。券商以短期承销费承担长期股东风险,若尽调失效或风控不足,可能陷入“收益有限、风险无限”的困境。其本质是资本市场“风险共担”机制的实践悖论,考验制度设计的平衡智慧。同时,田利辉也提醒,头部券商虽资本雄厚,但长期锁定期仍构成“隐性流动性压力”,尤其在市场波动时加剧风险暴露。

不过,虽然目前头部券商承揽大部分硬科技IPO项目,但中小券商仍有破局空间。刘英建议,中小券商破局需要放弃全面对标头部券商的幻想,转向错位竞争。一是深耕“专精特新”,做细分赛道的引擎冠军,打造垂直领域的IP;二是推动联合跟投常态化,进行“联合保荐+联合跟投”;三是打造“投行+投资+研究”的闭环生态,进行全周期服务;四是借力股东的资源,实行差异化增资。

前述券商分析人士也指出,2025年以来,地方政府的产业投资基金政策频发,有助于支持旗下省属券商形成科创企业服务上的竞争优势。未来,有特色区位和产业资源的券商或将实现差异化突围。

北京商报记者 刘宇阳 实习生 王思奕

头部机构马太效应明显

7月19日,长鑫科技网上中签结果揭晓,中签号码共约770.22万个。回顾此前,长鑫科技网上申购户数和网上中签率双双刷新了科创板纪录。这家由六大券商——中金公司、中信建投、国泰海通、华泰联合、招商证券、国元证券组成的豪华承销团护卫的硬科技巨头距离上市仅剩“临门一脚”。

长鑫科技的豪华配置并非个例,7月10日,中国证监会披露了国产存储另一龙头长江存储IPO辅导工作第一期报告。报告显示,此次IPO由中信证券与中信建投两家头部券商合计派出31人组成辅导团队,在业内实属少见,也被市场形象地称作“辅导天团”。

Wind数据显示,目前科创板和创业板共有166家拟IPO企业(含进行中 and 已过会状态)排队候场,其中半导体、航空航天、电子元器件企业达78家,占比约47%,硬科技赛道储备充足、热度居高不下。而78家硬科技IPO项目中,中信证券、国泰海通、中金公司等各家头部券商保荐机构多达60家,占比76.92%。具体来看,国泰海通保荐项目数最多,达15家,中信证券、华泰联合、中金公司、中信建投

紧随其后,分别保荐13家、8家、7家和7家。

头部券商不仅手握绝大多数优质硬科技IPO项目,在收入层面,向头部集中的马太效应同样突出。Wind数据显示,2026年上半年,中金公司、中信证券、国泰海通首发承销收入排名前三,分别为9.09亿元、7.27亿元、6.33亿元,三家合计22.69亿元,占据行业整体收入的半壁江山。与此同时,东兴证券、兴业证券、西部证券、德邦证券等部分中小券商首发承销收入不足2000万元。此外,还有14家中小券商在自主承销收入的基础上,首发承销收入颗粒无收,马太效应进一步加剧。

某券商分析人士指出,在“三投联动”布局之下,资本实力、平台资源、投研优势全面领先的头部券商更具竞争优势。从投行+PE(市盈率)+另类投资对收入的贡献来看,排名前列的是企业服务的平台资源和专业化能力领先,同时在资本实力和投研资源方面有一定优势的头部券商。从近五年数据来看,头部券商的行业排名稳定性相对较高,且集中度稳中有升。

对于上述现象,南开大学金融学院院长田利辉同样指出,券商保荐硬科技IPO“头部独大”格局,是资本市场“马太效应”与硬科技产业特性的共振。头部券商以资本实力为基,

构筑“投行+投资+研究”生态闭环,形成规模经济与网络效应。其核心壁垒在于,资本与资源积累构建准入门槛,以全周期服务能力降低信息不对称,产业深耕强化风险定价权。当前制度设计下,头部券商通过“跟投”深度绑定优质项目,形成“筛选—培育—退出”的正向循环。

净资本限制中小券商业务开展

在业内人士看来,头部券商凭借充沛的净资本通过跟投将自身利益与项目深度捆绑,而对于净资本有限的中小券商,单一项目的跟投要求可能都会对自有资金产生大笔占用。

以长鑫科技这类超级硬科技IPO项目为例,中金公司、中信建投作为保荐券商,按照科创板跟投要求,分别顶格跟投10亿元。以最新披露的2026年一季度报来看,中金公司、中信建投净资本分别为497.24亿元、781.13亿元,即跟投仅占公司净资本的2%甚至更低。对比之下,多数中小券商净资本则在100亿—200亿元,10亿元的跟投占用比例高达5%—10%。

而净资本作为券商业务天花板与监管准

入的核心标尺,直接影响其能否开展业务及抗风险能力,较大比例的占用也就意味着机构面对风险时将变得更加脆弱。

中国人民大学重阳金融研究院研究员刘英指出,跟投制度本身是资本和能力的双重筛选机制。对于中小券商来说,净资本硬门槛导致了“入场券”的缺失。此外,单一项目风险过于集中带来的业绩波动也是中小券商不可承受之痛。同时,中小券商在估值和定价方面存在弱势,机构的销售网络对比头部券商存在较大差距。

田利辉指出,中小券商困于“制度—资源”双重约束:跟投制度的高资金成本与项目稀缺性形成恶性循环,投研短板加剧定价弱势。

科创板跟投要求的2%至5%跟投比例、24个月锁定期,意味着单一百亿级大项目就需要占用数亿元自有资金。一旦重仓的硬科技项目破发,几亿元的跟投浮亏可能直接对一家中小券商的全年利润造成明显影响。

需警惕浮盈变浮亏

跟投从来不是稳赚不赔的买卖,行情好时账面浮盈可观,但长达24个月的锁定期内,

再获百亿ABN 头部小贷机构“补血”忙

头部小贷再获低成本融资。7月20日,北京商报记者注意到,深圳市财付通网络金融小额贷款有限公司(以下简称“财付通小贷”)获批注册100亿元额度定向资产支持票据(ABN)。在利率优势驱动下,ABN已是财付通小贷重要的融资工具,相关产品发行节奏稳健,规模在同业中遥遥领先。

然而,头部小贷机构凭借场景、数据和合规优势拓展补血渠道,尾部“失联”“空壳”公司则在严监管框架下加速出清。“马太效应”加剧下,双方面对的是截然不同的现实考题。

利率持续下行

据中国银行间市场交易商协会披露的《接受注册通知书》,财付通小贷获批准定向发行2026年度第一期和津资产支持票据。具体来看,ABN注册金额为100亿元,注册额度2年内有效,由国泰海通证券股份有限公司主承销。

财付通小贷为业内首家成功落地发行ABN的机构。早在2024年初,该公司首单“和煦定向资产支持票据”成功发行,标志着小贷公司通过银行间市场进行资产证券化融资的通道正式打通。

据统计,自2024年以来,财付通小贷已注册6期合计550亿元ABN。相关债券发行有序推进中。7月20日,“26和盛8号ABN001”上市流通,其中优先A1级发行总额3亿元,票面利率1.57%;优先A2级发行总额5.8亿元,票面

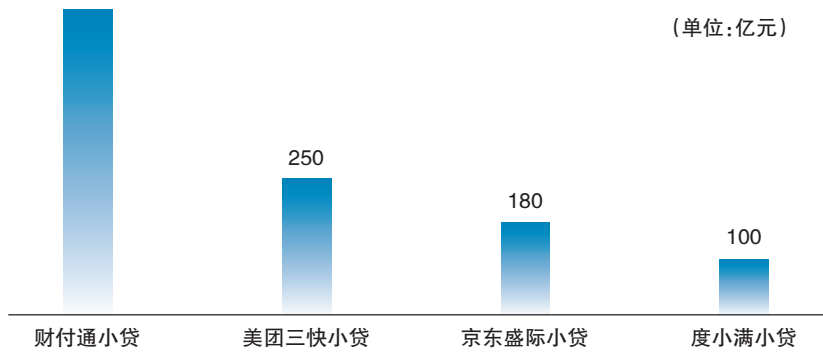
利率1.59%;此外优先B级、次级均分别发行6000万元。此次发行的“和盛资产支持票据”属于去年末获批的100亿元额度。

北京商报记者注意到,财付通小贷发行的ABN产品优先级票面利率普遍低于2%,且有持续下行的趋势。也正因如此,ABN成为备受财付通小贷青睐的重要融资手段。

“ABN的核心价值在于拓宽标准化融资渠道、盘活存量信贷资产,在小贷公司融资渠道相对有限的监管框架下,能够优化负债结构、降低综合融资成本,支撑业务的有序开展。”博通咨询首席分析师王蓬博表示。

当前,财付通小贷注册资本150亿元,作为微信分付等消费信贷产品的运营主体,业务规模稳居行业前列。素喜智研高级研究员苏筱芮认为,财付通小贷依托集团所具备的场景、流量等优势,对于外部融资存在持续需求。ABN注册获批也体现出小贷行业积极夯实资金、持续向好的态势。

头部机构获批规模一览(2024年以来)



(单位:亿元)

针对100亿元ABN获批以及相关资金用途,北京商报记者向腾讯方面采访,但截至发稿,未获得回应。

融资节奏稳健

得益于融资成本较低、融资效率较高,融资风险较为分散的突出优势,ABN融资已成为头部小贷公司的“心头好”。自2024年小贷行业ABN发行“重启”以来,包括美团、百度、京东等多家互联网巨头旗下的小贷公司均获批ABN额度。

从规模来看,财付通小贷领跑。2024年以来,美团三快小贷、京东盛际小贷、度小满小贷合计获批ABN分别为250亿元、180亿元、100亿元。

王蓬博认为,头部小贷机构在ABN发行上处于行业前列,背后是多方面因素共同作用的结果。一是这类机构普遍拥有场景和数

据支撑,资产质量相对稳定,市场认可度高,发行成本具备优势;二是合规完成度高,注册资本充足,满足监管对融资杠杆的相关要求;三是业务体量较大,可入池的基础资产储备充足,能够支撑持续发行。

整体看,头部小贷融资补血普遍呈现“场景绑定、工具多元”的特点。“融资节奏都比较稳健,基本与自身业务发展周期匹配,融资方式上普遍采用股东增资与资产证券化工具的组合,前者补充资本金,后者放大融资杠杆。”王蓬博表示。

业内一致认为,未来小贷公司的融资将向着标准化占比持续提升、合规机构融资渠道更加通畅、头部与中小机构成本分化的方向演进。在知名财经作家、眺远影响力研究院院长高承远看来,头部小贷的融资规模预计还会扩大,但会更加注重期限结构与资产端的匹配。

不过,苏筱芮也提到,众多小贷公司融资节奏相较“重启”初期已经有所放缓,预计相关机构会阶段性调整融资渠道选择。

尾部清退加速

值得注意的是,小贷公司发行ABN需在银行间债券市场进行,由中国银行间市场交易商协会注册管理。根据《小额贷款公司监督管理暂行办法》,发行此类标准化产品须具备相应条件并获得省级地方金融管理机构同意。随着监管框架清晰,缺乏实际经营能力的小贷公司正逐渐离场,而头部机构通过ABN等工具进一步巩固了低成本资金优势,行业分化加剧。

一面是头部补血忙,一面是尾部清退加速。7月16日,深圳市地方金融管理局公示撤销8家“失联”“空壳”小额贷款公司业务资质,北京商报记者注意到,其中多家机构均已是“经营异常”状态。

高承远表示,当前小贷行业呈现典型的“马太效应”:头部机构依托场景、技术、资金三重壁垒持续扩张,尾部机构因获客成本高企、风控能力不足、融资渠道狭窄而加速出清,行业集中度明显提升。

因此,对头部机构而言,要想巩固行业地位,深化场景融合、强化风控科技、拓展资金渠道皆必不可少。而对中小机构来说,“出路”在于差异化定位——要么深耕垂直细分领域,做“小而美”的精品信贷;要么与头部平台或银行合作,转型为助贷或技术输出方,避免在资金成本和获客效率上与巨头正面竞争。

但事实上,这条路并不会一帆风顺,“合规”是首要门槛。即将落地的《个人贷款业务明示综合融资成本规定》《金融产品网络营销管理办法》分别从成本透明披露和营销行为规范方面对助贷业务提出硬性要求,过去依靠高风险下沉客群而扩量的模式一去不复返。

苏筱芮表示,接下来的两个月,两项监管文件相继进入正式实施阶段,对于处于持续经营状态的小贷机构而言,需在当前抓紧完善合规工作与相关产品功能调整,避免冲刺期应对不及;中小规模小贷机构需依托特定场景的深耕,聚焦于本地金融服务需求,通过强化科技能力、精细化运营等方式推动普惠金融服务能力的切实提升。

北京商报记者 董略萱