

■ 迈向一流：全面提升证券公司服务效能（一）

# 创新五大投行模式 推动现代化产业体系提质增效

□ 杨成长 龚芳

## 编者按

“十五五”规划纲要明确要增强资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。政府工作报告强调今年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效。证券公司作为资本市场重要的中介机构，是健全资本市场功能的微观基础，是畅通资本、科技与产业良性循环的核心枢纽，是建设金融强国不可或缺的重要力量。在专注主业、完善治理、错位发展的导向下，证券公司要以全面提升服务效能作为强化证券公司功能性定位的重要抓手，加快建成世界一流现代投行。“十五五”时期面对智能经济新形态，面对储蓄向投资转化新趋势，面对境内外金融市场风险联动新挑战，证券公司要以专业能力为本，通过提升大投行、大财富、大交易业务的综合服务能力来强化功能性，通过AI赋能来实现降本增效，更好推进金融强国建设。基于此，本报特邀申万宏源研究撰写“迈向一流：全面提升证券公司服务效能”系列研究报告，全面剖析证券公司服务效能的进阶之路。

政府工作报告明确提出“因地制宜发展新质生产力，建设现代化产业体系”。与以往规模导向型的发展路径不同，以新技术、新数字为驱动的智能经济新形态对金融服务有着更高需求和更强依赖，金融服务效能已成为影响现代产业变革的重要因素。证券公司作为重要的金融市场经营主体，近年来不断完善对新产业、新业态的服务能力，初步构建起以投资银行业务为基础的产业服务体系。然而，从“十五五”时期我国产业发展的新趋势和新特征出发，证券公司在服务传统产业转型升级、支持科技创新及赋能智能经济新形态等方面还存在诸多短板和困境。当前，监管层已围绕强化能力建设、厘清中介机构权责、加快建设一流现代投行等方面作出积极部署。在此背景下，如何突破传统路径依赖，创新投行服务模式，加快构建兼具创新引领与产业融合特质的产业投行服务体系，已成为提升证券公司服务现代化产业体系效能的关键所在。

## 一、大投行业务是证券公司强化产业服务效能的重要抓手

近年来，围绕建设金融强国的目标，证券监管部门引导行业机构持续加强一流现代投行建设，将提升大投行业务的专业能力作为强化服务实体经济的重要抓手。2024年，新“国九条”明确提出打造一流现代投行和投资机构的目标。为此，监管部门从完善市场基础制度，明晰中介机构职责等方面着手出台了一系列政策。其中，以全面注册制为核心的发行制度改革，显著强化证券公司在尽职调查、价值发现、风险定价和持续督导中的主体责任，倒逼投行专业能力和内控水平全面提升。并购重组及再融资能力的优化，为投行服务企业全生命周期融资需求提供了更广阔的市场空间。中介机构主体职责的明晰，则推动投行从单一承销商向资本市场综合服务商转型。总体来看，在政策引导与证券公司主动改革的共同作用下，证券公司服务现代化产业体系的能力明显提升。近五年，累计服务1477家企业发行上市。其中，中科创和创新型企业数量占比超过80%，提供投融资总额近25万亿元，有力支撑了实体经济发展。

大投行业务是证券公司服务产业和企业发展的主要形式，是证券公司专业能力和品牌影响力的根本体现。以战略咨询、上市融资、并购重组、财务顾问等为代表的大投行业务，为实体经济嫁接资本市场服务打开通道，是金融赋能现代产业体系发展的重要形式。从证券公司自身业务发展看，近五年大投行业务收入直接贡献占比虽维持在10%至15%区间，但其战略价值远超财务贡献本身。大投行业务所蕴含的资产定价能力、大型项目运作能力和风险管理水平，是证券公司综合竞争力的直接体现。证券公司在发行结构设计、超大规模簿记与配售、上市首日股价稳定等方面的专业能力，将直接影响

□从“十五五”时期我国产业发展的新趋势和新特征出发，当前证券公司在服务传统产业转型、科技创新及智能经济新形态等方面还存在一些短板和困境。如何创新投行服务模式，加快构建兼具创新引领与产业融合特质的产业投行服务体系，已成为提升证券公司服务现代化产业体系效能的关键所在

□“十五五”时期证券公司要加快推进投行业务体系变革，创新五大投行模式，全面助力现代化产业体系提质增效：

- 一是打造“证券化业务+非证券化业务”的全链条模式，拓展大投行业务边界；
- 二是打造“科技专家+产业专家+投行专家”的三结合模式，提升对科技创新的服务力；
- 三是打造“数据资产+大模型+应用场景”的一体化模式，提升对智能经济新形态的服务力；
- 四是打造“战略咨询+并购重组+产业出海”的转型服务模式，提升对传统产业的服务力；
- 五是打造“决策研究+产业基金+全能投行”的综合服务模式，提升对区域产业集群的服务力

资本市场对企业的服务效能。

## 二、“十五五”时期产业发展新趋势对证券公司投行服务能力提出新要求

（一）“十五五”时期产业发展呈现五大新特征

“十五五”时期，我国产业发展呈现从要素驱动向创新驱动转型的趋势，产业发展呈现五大新特征：

一是科技引领下，技术创新成为第一生产力。与以往相比，“十五五”时期科技创新呈现出更强的底层性、平台性和外溢性特征。底层共性技术、关键核心技术对产业链安全性和自主可控能力的影响显著增强，创新成果从单点突破向体系化赋能转变，智能经济新形态将成为引领产业发展的新力量。面对这一趋势，券商投行需构建起研究、投资、融资一体化赋能体系，从单纯融资转向全生命周期赋能，精准滴灌硬科技企业。

二是重视传统产业在现代化产业体系中的基础性作用。“十五五”规划纲要特别强调传统产业的基础性作用，明确提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”。从产业结构看，当前我国制造业中传统产业产值贡献超过70%，传统产业通过智能化、绿色化和数字化转型实现提质增效是提升我国产业竞争力的重要举措。投行应利用并购重组与绿色金融工具，深耕传统产业转型升级的存量增值机遇。

三是重视新消费在激活内需消费潜力上的引导效应。“十五五”规划纲要提出“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”。近年来，我国各类消费新业态层出不穷，但总的来看，当前我国消费对经济增长的贡献为57%，较境外成熟市场还存在较大的提升空间。这意味着，投行须紧扣消费变迁脉搏，助力产业链整合，助推新消费品牌实现从“网红”到“长红”的跨越。

四是产业形态及组织方式呈现融合发展态势。“十五五”时期，产业发展不再是静态分割，传统、新兴与未来产业通过技术改造和发展能实现相互转化。同时，以终端需求和应用场景为牵引，数字技术、现代服务业与制造业加速融合，推动生产、流通和消费方式系统性重塑，产业边界不断模糊化。投行应打破行业壁垒，提供涵盖数字化咨询与供应链金融的一站式综合服务。

五是产业链式发展及产业出海成为提升现代产业体系竞争力的重要抓手。全球产业分工重构使产业竞争不再局限于单一企业之间的竞争，而更多表现为产业链整体效率、协同能力和安全水平的竞争。与以往以产品出口为主的出海模式不同，“十五五”时期产业出海将更加注重价值链攀升和规则参与，企业不仅要进入海外市场，更要融入当地产业体系，在技术、品牌和标准层面提升国际影响力。这要求投行须加速国际化布局，护航企业实现从“产品出海”到“资本出海”的跃升。

（二）当前证券公司服务产业发展还存在三大短板

从“十五五”时期产业发展的新趋势和新要求出发，当前证券公司在服务现代化产业体系发展中还存在一些短板和困境，这集中表现为：

其一，证券公司对投行服务的理解和认知还不够全面。目前，不少证券公司对投行业务的理解局限于两点：一是将投行等同于单一的承销保荐，导致团队建设随IPO节奏剧烈波动，在市场火热时盲目扩编，低迷时仓促裁员，严重影响队伍稳定性；二是将投行窄化为单纯的融资工具，过度聚焦投融资，却忽视了投行应为企业提供从战略咨询、资本运作到并购退出的全链条服务。这种认知偏差导致证券公司的综合金融服务能力明显不足。

其二，证券公司对新兴产业的估值定价能力亟待提升。与传统产业相对清晰、线性的企业

生命周期不同，“十五五”时期，企业创新路径、技术突破及成长周期都呈现显著变化。大量硬科技企业虽尚未盈利，却已掌握核心壁垒，传统财务模型难以准确衡量其价值。与此同时，随着制造、数字与服务业的融合发展，产业形态呈现多轮迭代、跨界融合的动态特征，过去以产业平均估值为参考基准的估值定价方法也面临较大冲击。

其三，证券公司对传统产业转型发展的服务相对不足。近年来证券公司纷纷加大在新兴及未来产业服务上的战略投入，虽然顺应趋势，但资源过度向新兴及未来产业聚集，造成了传统产业金融服务供给严重不足。近年来，大量传统制造企业在向高端化、智能化、绿色化转型过程中，面临资本开支大、回收周期长、短期财务压力突出等现实困境，但又难以通过资本市场获得与其转型阶段相匹配的金融支持。数据显示，过去五年资本市场发行上市中，农牧渔、钢铁、食品饮料等传统领域企业数量占比仅为20%。

## 三、创新五大投行模式，服务现代化产业体系高质量发展

提升对现代化产业体系的服务能力是证券公司服务实体经济的重要抓手，也是强化功能性定位的直接举措。“十五五”时期证券公司要加快推进投行业务体系变革，创新业务服务模式，全面助力现代化产业体系提质增效。

（一）打造“证券化业务+非证券化业务”的全链条模式，拓展大投行业务边界

一是革新投行业务发展理念，弱化通道业务对投行业务链的影响。“十五五”时期，证券公司须树立全面的大投行发展观，一方面降低对承销保荐等通道类业务的过度依赖，推动投行业务从单一融资服务向综合资本市场服务转型，力争将投行业务收入结构从当前承销保荐与财务顾问“八二开”调整为“五五开”。另一方面，须立足企业全生命周期需求，提供从早期战略咨询、产业路径规划，到风险投资、财务优化、发行上市，再到中后期产业链整合、并购重组等一体化服务，将融资工具作为企业财务结构优化的手段之一，以全链条服务陪伴企业成长，持续为资本市场输送优质资产。

二是以专业能力为本，提升证券化业务的品牌影响力，避免过度内卷式竞争。

证券公司一方面要打破内部业务壁垒，推动股权融资、债权融资、并购重组、资产证券化及市值管理等业务协同发展，以组团服务、系统化服务方案等方式为企业在不同发展阶段提供定制化、精准化的金融服务，改变过去碎片化服务以及不同业务条线间相互掣肘的现象。

另一方面，要持续提升在项目筛选、发行定价及机构配售上的专业能力。要切实履行好资本市场“看门人”职责，从技术路径、盈利能力、可持续发展等方面严把上市企业质量关，引导上市公司不断提升信息披露质量。需持续强化新股发行定价的有效性，着力破解当前定价偏离度高、一二级市场估值错配、上市首日股价剧烈波动等突出问题，通过完善询价制度、优化定价机制，推动新股定价回归理性，实现一二级市场价格的平稳衔接。在配售环节，健全专业机构配售网络，争取更大的灵活配售权，在发行配售乃至询价定价过程中更多向长期专业投资者倾斜，发挥战略投资者“定价锚”的作用。通过专业能力提升破解价格内卷的困境，推动行业走向专业化、差异化和特色化的良性竞争之路。

三是加大非证券化业务供给，打开投行业务的新窗口。非证券化业务，并不是脱离证券公司核心能力的泛化服务，而是围绕产业发展需求，对传统证券化业务的有力补充。证券公司要从企业战略分析和商业模式评估出发，协助企业优化资本结构和财务安排，并根据企业所处阶段和产业环境选择最合适的金融工具。证券公司要将研究咨询、财务顾问、股债融资、衍生品、并购重组和持续督导等工具进行有机整合，

解决证券化工具与非证券化服务分割、股债信用工具分割、不同市场层次之间隔离等难题，提升资本市场服务的连贯性、整体性和统一性。以此打开对中小企业、国有企业的服务窗口，降低对发行上市业务的过度依赖，拓展大投行业务的边界和内涵。

（二）打造“科技专家+产业专家+投行专家”的三结合模式，提升对科技创新的服务力

首先，改变过去以行业分类为主的服务模式，把对未来的服务提升为战略核心位置。过去，为提升投行服务的专业性，大部分证券公司都以行业分组，组建投行队伍。然而，“十五五”时期，科技创新呈现出明显的底层共性技术突破与终端龙头引领的新特征，传统的行业分类已难以准确研判技术路径与商业化前景。为此，证券公司亟须以未来产业为导向，重塑科技创新服务能力。一方面，要充分理解未来产业“三突破三风险”的特征，全面认识未来产业的共性技术突破、市场空间突破和产业引领突破三大特征，对未来产业技术路径选择、成果转化、商业化场景落地的风险进行全面评估。另一方面，要加快调整投行人员队伍结构，以量子计算、大模型、智能体等共性技术为基础，组建专业化的研究和服务团队。目前，部分头部券商已通过成立产业研究院等方式，不断加大对新及未来产业的研究，为提升科技创新服务能力夯实了基础。

其次，打造科技、产业与投行专家相结合的复合型队伍，精准服务底层共性技术创新。创新始于科技、兴于产业、成于资本，证券公司一要打破单一金融视角，构建“技术+产业+投行”的复合型研究体系，通过系统分析技术路线、工艺成熟度与应用场景，增强对科技项目中长期价值的估值和判断能力。二要在重大融资和并购节点引入外部专家力量，独立评估技术可行性和产业化风险，降低信息不对称及技术路径理解不到位带来的定价偏差。三要加快构建科技企业分层服务体系，根据企业在创新链中所处的位置，将其划分为原创性技术企业、关键核心技术攻关企业以及技术应用和场景创新企业，从对应企业的研发周期、资金需求结构和风险特征出发，为其提供差异化服务，尤其要加大对底层共性技术和早期创新主体的支持。

最后，加快探索适配科技创新特征的投融资平台。围绕大型科研装置、科技基础设施和关键研发平台，证券公司应深化资产证券化业务，积极推动公募REITs向中试基地、重大科技基础设施领域延伸，夯实科研活动的中长期资金来源。围绕知识产权和技术成果转化，需探索知识产权证券化和收益权结构化产品，提升无形资产的资本化能力。围绕科技企业研发投入周期，设计灵活的股债结合型工具，降低企业融资成本。

（三）打造“数据资产+大模型+应用场景”的一体化模式，提升对智能经济新形态的服务力

一是提升对流量、算力及大模型的估值定价能力，为智能经济新形态发展提供“定价锚”。在估值理念上，证券公司要加快从传统以财务报表和现金流为核心的静态估值，转向重视数据资产积累速度、算力投入效率、模型能力跃迁的动态估值框架。将用户规模、活跃度、数据质量、算力利用率、模型迭代频率和应用场景渗透率等关键指标纳入核心分析变量。在估值方法上，应融合产业研究、技术研究与资本定价工具，探索算力资本化、数据资产化、模型期权化等估值思路。通过情景分析和实物期权方法评估大模型在不同应用场景下的潜在价值；通过单位算力产出、边际算力收益等指标衡量算力资产的经济价值；通过平台网络效应和生态黏性特征分析，刻画流量价值的非线性增长特征，从而提升对智能经济新形态的定价准确性。

二是立足数字企业平台化、枢纽化特征，构建境内外一体化的综合金融服务。针对目前境内外资本市场在制度规则、投资者结构和监管要求上的差异，为了更好地满足大模型大平台企

业早期融资及多地融资的需求，证券公司一方面要持续提升境内外一体化综合服务能力，为大模型、大平台公司提供覆盖多地上市、跨境并购和持续资本运作的全球综合服务方案，从企业长期发展和股东结构优化的角度，协助其选择最合适的资本市场组合，降低企业在不同市场之间转换的制度成本、合规成本和交易成本。另一方面，要依托全球销售网络和研发优势，精准对接国际长期资本、产业资本和专业机构投资者，通过讲好中国优质数字企业的国际叙事和强化信息披露，帮助大模型大平台企业在全世界建立稳定、可理解的价值预期，降低跨市场估值折价和波动风险。

三是注重数据流量、应用场景对新业态估值的影响，提升对新消费企业的服务力。在智能经济驱动下，人工智能技术与消费场景的深度融合催生消费新业态的快速发展。证券公司要创新对新消费业态的估值方法，将新消费带来的情绪价值、社交价值、文化认同感纳入核心考量，注重场景性、代际性、符号性、潮流性、品牌力对新业态估值的影响。同时，注重对消费企业治理、品牌价值和长期战略的引导。针对近年来，部分消费业态“昙花一现”及治理结构不完善、现金流管理能力不足等问题，证券公司要通过整合财务顾问、市值管理和战略咨询等服务，帮助新消费企业实现规范化、可持续发展，切实将其打造成扩大内需的可持续增长极。

（四）打造“战略咨询+并购重组+产业出海”的转型服务模式，提升对传统产业的服务力

一是加大转型金融工具供给，更好推动传统产业转型升级。为更好服务传统产业提质增效，证券公司应以产业转型目标和技术改造路径为核心，主动参与到企业中长期转型规划中，在深入理解设备更新、工艺升级、数字化改造等具体方案的基础上，设计与转型目标相适应的金融工具，包括转型债券、绿色债、绿色股权融资等，引导更多社会资本支持企业转型升级。同时，强化投行、研究等条线协同，将产业研究中对行业周期、技术路线和竞争格局的判断嵌入到定价和承销全流程，通过差异化定价、期限结构设计和风险分担机制，降低传统企业在转型初期的融资成本。此外，积极运用并购重组、资产证券化和产业基金等工具，支持企业通过兼并整合、剥离低效资产、引入战略投资者等方式优化产业结构和经营效率。

二是丰富跨境投融资工具，提升产业链出海的国际影响力。证券公司应针对传统产业出海中普遍面临的重资产投入大、回收周期长、所在国制度环境差异显著等问题，系统运用境内外股权融资、外币债券、跨境并购融资及结构化融资工具，支持企业在海外设厂、并购整合和产业链延伸，并通过可转债、夹层融资等方式，平衡企业融资成本与财务稳健性。同时，强化全面风险管理能力，将服务重心前移，提供覆盖汇率、利率、商品价格以及合规风险的综合管理方案，帮助企业在复杂国际环境中稳定现金流，增强海外经营的可持续性。此外，发挥投行和研究优势，协助企业对国际主权基金、产业资本及多边金融机构，通过联合投资、共同出资和产业基金等模式，降低企业“单打出海”的资本与风险压力，推动形成具有规模效应和协同优势的产业链集体出海，提升中国产业链的国际影响力。

（五）打造“决策研究+产业基金+全能投行”的综合服务模式，提升对区域产业集群的服务力

一是顺应产业链化发展趋势，充分发挥产业链投行的作用。证券公司：首先要充分发挥专业研究优势，通过对产业链上下游的分析，为地方政府发展特色产业、打造产业集群提供建议参考。其次要以链主企业及关键节点企业为核心，通过与地方政府合作设立产业基金等形式，吸引更多社会资本参与到当地新兴产业的发展中，为其提供资本支持、技术资源及专业投后管理服务。最后要不断丰富服务类型，为产业链上下游企业提供集股权融资、债权融资、分拆上市、市值管理、资产证券化及供应链金融于一体的综合服务，降低中小企业融资成本，推动产业链内部形成更加稳定和高效的资本循环。

二是深耕园区这一地方产业重要载体，将“园区投行”打造为服务地方发展的重要抓手。一方面，证券公司要联合产业园区管委会及其他中介机构，为园区内的企业提供入驻、战略咨询、引导基金、风险投资等中介服务于一体的综合服务，切实降低企业交易成本和制度成本，优化地方营商环境。另一方面，发挥信息枢纽功能，携手各方搭建公开、透明、高效的信息交互平台，促进技术、资本与市场有效对接，将产业园区打造成提升产业集群度和产业链竞争力的战略高地。

（杨成长系全国政协委员、申万宏源首席经济学家；龚芳系申万宏源研究政策研究室主任、首席研究员）