

科创板“1+6”改革全面落地 考验券商投行精准识别能力

证券时报记者 孙翔峰 谭楚丹

7月13日,上交所正式发布《科创板上市公司自律监管指引第5号——科创成长层》等配套业务规则。此次系列业务规则的发布,是对证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛上宣布进一步深化改革的“1+6”政策措施的具体落实。

证券时报记者多方采访了解到,此次改革可谓意义重大,是投行难得的发展契机。前期在科

技赛道积极布局的多家投行,也看到了曙光。

当然,改革在为券商投行业务带来新机遇的同时,也提出了前所未有的专业难题。从挖掘符合上市标准的优质储备项目,到精准适配新环境下的发审要求,无不要求券商投行具备“慧眼识珠”的能力。券商投行必须打破传统执业思维定式,加大对专业能力建设的投入,以契合新的市场要求,进而在激烈竞争中站稳脚跟。

1 投行挖掘项目多措并举

“对投行而言,科创板改革‘1+6’政策全面落地是一次重要机会,让各家投行在硬科技方面的项目储备能够尽快推向市场。”上海一家券商的投行人士向证券时报记者表示。

证监会前不久宣布的科创板进一步深化改革措施,无疑令市场为之振奋。这是近年来监管层不断完善支持科技创新制度体系和市场生态的重要举措之一。2024年以来,证监会在支持科技创新方面,先后发布实施了“科技十六条”“科创板八条”“并购六条”、资本市场做好“五篇大文章”实施意见等政策文件。

“最近几年,很多投行都在科技领域积极布局,储备了很多项目。虽然一些企业尚未盈利,但是现在也看到了更多上市的可能。”上述上海券商投行人士表示。

国联民生投行业务相关负责人称,一系列改革举措极大改善了优质未盈利科技企业的融资环境,为研发投入大、盈利周期长的科技企业提供了更灵活的融资渠道,助力“硬科技”企业和优质科技创新企业进一步发展。据其介绍,公司已成立了面向未来产业的天空及卫星通信、集成电路与制造、大数据与人工智能等行业组,储备了一批“硬科技”企业项目。

中信证券高管、投行委主任孙毅表示,中信证券围绕科创板第五套标准扩容的人工智能、商业航天、低空经济等行业,着力挖掘培育优质的上市企业资源。

面对“硬科技”领域蓬勃发展带来的机遇,为有效扩大“硬科技”项目储备规模,券商投行

立足于自身资源禀赋与专业能力,通过差异化策略和创新模式,多维度、全方位地挖掘潜在项目。“八仙过海,各显神通”的竞争格局,已然形成。

国泰海通投行的一名资深人士在谈到项目挖掘经验时,分享了三条可供借鉴的路径:一是产业纵深布局,设立半导体与集成电路、TMT、新能源、医疗健康、先进制造等行业二级部,跟踪行业动态与企业需求;二是业务生态联动,通过“投资—投行—投研”一体化机制,发挥协同优势,为科创企业提供全生命周期金融服务解决方案;三是与各类地方引导基金、产业基金等市场主体建立信息共享机制,精准触达早期科技型项目。

通过“生态圈层共建”方式来储备项目的券商,还有国金证券。该公司投行业务相关负责人表示,与主要经济区域政府机构、行业组织、机构投资者以及过往服务过的老客户建立友好合作关系,是投行项目的主要来源渠道。

在实际操作中,国金证券还发挥考核“指挥棒”的作用,引导从业人员挖掘“硬科技”项目。具体而言,就是在内部资源调配及考核指标方面,向符合新质生产力发展要求的相关科技型企业倾斜,项目开发重心向新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等战略性新兴产业以及人工智能、商业航天、低空经济等前沿科技产业领域转移。

2 “精准识别”考验综合实力

通常来说,早期科技型企业普遍具有高成长、高风险、轻资产的特征,且技术多处于研发阶段,业务尚未完全成熟。因此,如何精准识别早期科技型企业的核心技术及其发展前景,已成为证券公司展业过程中面临的一大挑战。

对此,前述国泰海通投行的资深人士表示,这主要从技术、市场、风险识别三个维度去考察。首先,技术层面侧重核查“真实性、先进性与可持续性”,比如通过专利查验、第三方报告等验证真实性;通过与国际对标企业进行比较判断先进性;可持续性则通过研发团队稳定性评估、技术迭代路径研究等进行研判。其次,市场层面聚焦“需求确定性+商业化能力”,可通过下游客户访谈、行业报告等验证市场空间,同时考察企业的客户拓展能力。最后,风险识别层面则重点排查技术替代风险、政策合规风险等。该资深人士举例称:“考察集成电路企业,需关注国际贸易摩擦对供应链的影响;考察生物医药企业,则需关注临床试验失败率、审批政策变动等。”

“这对券商投行的能力建设提出了较大挑战。投行不仅需要改变传统的执业思维,实现从通道思维向可投思维的转变,还需加大对专业能力建设的投入,提升包括行业研究、估值定价、风险管控在内的多方面专业素养,以适应新的市场要求与竞争态势。”华泰联合证券相关

人士认为,第一,要深化对国际环境、国家宏观政策导向的理解和前瞻,才能看清优质科技企业的发展前景、摸清优质科技企业的发展路径;第二,细化对重点行业、整体竞争格局的分析研究,才能准确识别出处于有利位置的优质科技企业;第三,强化对有发展前景企业的跟踪判断和综合服务,可通过与创始人沟通、实地尽调、专家访谈等多种方式进行。

“投行一要提升价值发现能力,二要提升全业务链服务能力,三要加强合规风控,把好资本市场入口关。”华泰联合证券相关人士进一步表示,科技创新的天然特性决定了只有“投早投小”,才能够推进从0到1的关键一跃。优质的高壁垒企业早期可能需要大规模的资金投入,研发阶段远比科技成果的产业化阶段更考验眼光和耐心。“对于投行而言,最重要的就是在行业内深耕,对产业本身建立深度认知。”他说。

前述国联民生投行业务相关负责人则强调了两点:一方面,投行业务团队要进一步往行业专家方向发展,投行项目团队不仅要懂法律、懂财务,更要懂行业、懂业务、懂国家科技创新的战略,投行人员要积极调整知识储备,加强对新行业的理解;另一方面,投行要更加重视与“投资+投研”的联动协同,为客户提供贯穿企业生命周期、全产业链的服务。

发行人简称	科创主题	受理日期	上市标准	2024年扣非净利润(亿元)
昂瑞微	电子核心产业	2025-03-28	科创板特殊表决权上市标准二	-1.10
视涯科技	智能制造装备产业	2025-06-26	科创板特殊表决权上市标准一	-3.08
沐曦股份	电子核心产业	2025-06-30	科创板上市标准四	-10.44
兆芯集成	电子核心产业	2025-06-17	科创板上市标准四	-10.65
上海超硅	先进无机非金属材料	2025-06-13	科创板特殊表决权上市标准二	-13.00
摩尔线程	电子核心产业	2025-06-30	科创板上市标准二	-15.07

数据来源:招股说明书、Wind 谭楚丹/制表

3 业界人士建议完善审核机制

科创板作为服务科技创新企业的重要平台,当前IPO受理项目数量仍相对有限。

数据显示,今年上半年共有177家企业IPO获得受理,其中科创板共有21家,占比不足15%,较去年同期的1家有明显增长,但较2023年的66家仍大幅下滑。

有接近监管的市场人士对证券时报记者表示:“本次改革通过制度优化,进一步增强科创板的包容性、适应性,以更加契合科技创新发展规律和科技型企业的成长特点,是为了更精准支持优质科技型企业科创板上市,而不是简单地追求上市数量。”

因此,此次改革并不是所谓的“大水漫灌”,监

管仍将严把发行上市入口关,健全一二级市场协调发展及逆周期调节机制,全力维护市场平稳运行。

在此背景下,如何平衡审核尺度,既维护资本市场的严肃性,又让有合理需求的企业能够稳妥上市,成为市场各方关注的重点。对此,很多券商也提出了不少专业意见。

前述国泰海通投行的资深人士表示,为进一步支持科技企业上市,建议通过两方面优化政策,一是考虑针对不同科创企业,发布更细化的审核指引;二是强化市场常态化沟通,进一步降低信息不对称。

国金证券投行业务相关负责人也持有相似观点。“在现有规则基础上,进一步细化未盈利企

业上市标准,比如针对半导体、生物医药等行业出台行业专属指引,进一步消除市场疑虑,形成市场共识。”他表示,应进一步规范窗口指导,建议不断提升监管的专业性、权威性和透明度,对于涉及重大事项的指导,交易所应及时回应;对于暂时无法规则化的审核政策,可通过审核动态、问答、业务指引的形式及时向市场进行传达,以最大限度避免市场信息不对称和信息误传。

该人士还进一步建议,深化审核机制改革,平衡效率与风险。比如,在实践中注重预先审阅机制与正式审核的衔接效率,切实缩短审核周期,打消部分市场参与者担心预先审阅机制可能延长审核周期的顾虑。同时,建议交易所及时发布动态审核指引,针对人工智能、具身智能、脑机接口等新兴行业发布审核要点解析,减少因业务模式新颖导致的问询轮次冗余。

券商期望携手头部创投 深度参与“硬科技”企业早期投资

证券时报记者 谭楚丹 孙翔峰

7月13日,针对科创板第五套上市标准企业,上交所正式试点引入资深专业机构投资者制度。面对这一变革,资深专业机构投资者将如何发挥作用,证券公司又会怎样把握机遇,都成为市场关注的焦点。

证券时报记者注意到,过去6年,以第五套上市标准成功上市的20家企业中,绝大多数投资机构均在发行人IPO申报前一年内突击入股,“投早、投小、投长期”的良性投资氛围仍需进一步培育。在业内人士看来,科创板的上述变革有利于引导投资机构成为长期资本,并发挥专业判断作用。

从市场参与者的角度分析,证券公司私募投资基金子公司及另类投资公司迎来了新的发展机遇。受访人士认为,凭借强大的投行业务水平和出色的股权投资业务能力,头部券商将在变革中充分受益,而中小券商的发展红利相对有限。

在此背景下,更多券商期望与头部创投机构强强联合,既可借助其“慧眼识珠”的能力,又能拓展自身的业务范围。

“投早投小”氛围待强化

7月13日,《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第8号——资深专业机构投资者》(以下简称《指引》)正式实施,标志着科创板第五套上市标准的新申报企业可以试点资深专业机构投资者制度。

针对资深专业机构投资者,上交所设置了硬性的门槛要求。比如,在持股比例和期限方面,投资机构应当在发行人IPO申报前24个月到申报时,持续持有发行人3%以上的股份或5亿元以上的投资金额,不能突击入股。有业内人士表示,此举旨在引导长期资本聚焦“投早、投小、投硬科技”。

证券时报记者梳理过去6年以科创板第五套上市标准成功上市的20家企业信息,发现符合“资深专业机构投资者”要求的投资机构,其实为数不多。

以康希诺为例,2017年4月,该企业进行第五轮融资时,具有国资背景的先进制造产业投资基金(有限合伙)(以下简称“先进制造产业基金”)以1.5亿元入股,成为第七大股东且持股超3%。2020年1月,康希诺科创板IPO项目获上交所受理。此外,先进制造产业基金还是另一家科创板第五套上市标准企业——迪哲医药的发起人股东,该公司已于2021年上市。

在上述20家样本企业中,多数投资机构的入股呈现“临门一脚”的特征,即在发行人IPO申报前一年才入股。其中,投资机构在发行人入股时集体入股的现象尤为突出。

华南一家券商私募基金子公司的相关人

士表示,有部分企业在IPO申报前会进行增资扩股,引入外部投资机构。对机构而言,介入Pre-IPO轮融资,可以寻求更高的投资确定性。这一现象也从侧面反映,“投早、投小、投长期”的投资风气仍有较大的提升空间。

券商股权投资收益几何?

科创板的上述变革,将给券商股权投资业务带来怎样的机遇?

根据《指引》,资深专业机构投资者需满足“治理结构健全、管理资产规模较大、具有良好诚信记录”等条件。在《指引》列举的投资机构类型中,证券公司私募投资基金子公司、证券公司另类投资公司均位列其中。

证券时报记者在梳理上述20家企业信息时发现,具有券商背景的投资机构参与度较低,仅有3个相关案例。值得一提的是,这些案例共性鲜明——券商均采用“投资+投行”展业模式,即项目的保荐机构均由相关投资机构的母公司担任。

具体来看,迈威生物在股改时,原海通证券(现为“国泰海通”,下同)另类投资公司海通创新证券投资有限公司(以下简称“海通创新”)出资495万元,持股1.65%,半年后迈威生物递交IPO申请。另外,海通创新还在智翔金泰股改时出资250万元,持股0.91%,半年后智翔金泰递交IPO申请。这两单IPO项目的保荐机构,均为原海通证券。

在前述康希诺案例中,中信证券另类投资公司——中信证券投资咨询有限公司、中信证券私募投资基金子公司——中信金石投资有限公司旗下的直投基金产品均参与了康希诺的第五轮融资,合计出资4000万元,持股比例1.06%。康希诺IPO项目的保荐机构,则由中信证券担任。

谈及券商股权投资业务能否把握科创板的最新变革机遇时,多名受访人士认为需要辩证看待,关键是要考量四个方面的因素:一是券商是否有大投行或大型私募投资基金子公司,二是券商的内部协同,三是券商的风险偏好,四是券商的整体能力。

某大型券商的私募投资基金子公司相关人士表示,相比其他创投机构,券商系私募投资基金子公司的优势在于与投行联动,共同为科技企业提供全生命周期服务,因此看好最新变革带来的前景。

深圳一家中小券商的私募投资基金子公司高管则向证券时报记者表示,如果没有投行业务协同,估计难以单独将此次变革视为特别大

的机遇,除非市场出现明显的套利空间或价格差。他解释,尽管券商不断向“投资+投行”展业模式靠拢,但在实践中有一定难度。如果哪家券商有排名靠前的投行部门,或者已经有了实力较强的私募投资基金子公司,那么就可以很好地协同。在此之前,由于私募投资基金子公司要对投资人负责,要打品牌,需培育更多的上市公司,往往只能寻求与其他大投行合作,对协同母公司投行心有余而力不足。“私募投资基金子公司有知名度,才能协同母公司投行早期介入,抓住服务被投企业的机会。”该名高管称。

在风险偏好方面,该名高管还谈到,整体而言,股权投资业务被认为是高风险业务。“长期形成的风险厌恶以及标准化作业的思维文化,不利于券商开展股权投资业务。目前做得较好的券商,绝大多数拥有大投行。”他说。

此外,科创板第五套上市标准适用的产业具有研发周期长、盈利滞后、技术风险高等特点。这些属性,也考验着券商在开展股权投资业务中的产业研究能力、资金实力与风险承受能力等。

与头部创投机构强强联动

对更多券商而言,若志在深度参与硬科技企业的早期投资,与大型创投机构、产业资本等合作,不失为一条有效路径。

国泰海通投行的一名资深人士表示,要精准触达早期科技型项目,需进行生态圈层共建,与各类地方引导基金、产业基金等市场主体建立信息共享机制。

不少券商认为,外部机构对相关产业具有更深的洞察力,能够专业判断行业的技术路线选择与发展、产品研发成功率等关键指标。因此,券商可以通过借助外部机构的产业研究能力,精准识别优质科技企业。

华南某大型券商私募投资基金子公司的相关人士还建议,券商可以与众多上市公司以及产业链链主企业深度合作,借助基金等方式深度绑定,充分利用其产业资源和产业认知,筛选出优质科技型企业。

国联民生证券投行业务相关负责人也持有相似观点。他表示,券商要与外部的优秀产业投资基金开展战略合作,一方面通过自身的渠道优势为产业投资基金推荐优质项目,另一方面借助产业投资基金的专业研究能力来精准识别科技型企业。

国金证券投行相关负责人则称,有必要推动投行与头部PE/VC建立战略合作,共享项目资源与估值数据,形成综合性的生态化服务链。



科创企业上市大时代

投行应对挑战不缺招