

券商“三投联动”直面现实拷问：投行强在当下，投资如何赢在未来？

证券时报记者 谭楚丹 马静 孙翔峰

近期，长鑫科技、宇树科技等硬科技企业首发(IPO)的造富效应，让券商“三投联动”模式成为行业热词。

“三投联动”的理念雏形诞生于2010年前后券商直投业务兴起阶段。彼时创投界认为，券商股权投资可联动母公司投行、研究所形成协同优势，为普通市场化私募股权投资及风险投资

(PE/VC)所不及。历经十余年发展，“投早投小”“三投联动”如今才被券商提升到战略高度，实际落地仍遭遇多重现实考验。

多个行业案例显示，除头部机构外，部分券商参与早期投资的项目走到IPO环节，保荐承销业务却交由其他机构承接，无法做到“从鱼头吃到鱼尾”。这套备受期待的协同模式，在券商体系内的实际运行效果，引发行业广泛关注。

1 投资端偏弱投行端偏强

所谓“三投联动”模式，即券商以投研(研究)前瞻研判产业趋势，以投资为企业提供资金及产业资源支持，以投行助力登陆资本市场。但多数券商由于投资端起步晚、能力沉淀不足，叠加资本金约束，行业影响力短期不及投行端。

应当如何评判券商内部“三投联动”的实际成效？一家大型券商私募基金子公司相关人士表示，可观察券商私募子公司、另类子公司的实力，是否与母公司投行、研究所的行业地位相匹配，该指标能够在一定程度上体现券商内部业务能否形成有效互促。

根据清科数据，过去五年(2021年至2025年)仅有6家券商私募基金子公司每年在私募股权投资机构里排在前50名，分别为中金资本、中信金石、海通开元(现国泰海通开元)、广发信德、中信建投资本、华泰紫金投资。而在投行端，“三中”与国泰海通、华泰证券在“投行业务手续费净收入”指标过去五年保持前五。

人员配置是另一观察角度。证券时报记者根据天眼查、中国证券业协会等公开信息对43家上市券商旗下私募子公司和另类子公司进行粗略统计，仅有7家券商投资端(私募子公司+另类子公司)人数合计超过百人。其中，中金公司逾500

人，中信证券逾300人，国泰海通逾200人。剔除上述3家后，其余券商的投资端人员平均不到45人。对比来看，在投行端，大型券商普遍超过1000人，中小券商在200—500人之间浮动。

谈及当前行业整体呈现“投资端偏弱、投行端偏强”的原因时，广发信德高科技与智能制造投资部总经理黄贤村表示，“一方面投行业务是券商的传统核心主业，经过数十年发展，团队规模、项目储备、专业能力、收入贡献都处于绝对优势地位；另一方面股权投资尤其是早期硬科技投资，近年来才被券商提升至战略高度，投资端布局早中期硬科技项目，持有周期通常长达3—7年。”

在历史因素影响之下，业内人士认为，当前“公司重视程度”以及“协同机制”是券商有望发挥合力的核心关键。记者注意到，多家券商已成立“战略客户中心”，由券商领导班子牵头，对大型项目或重点客户实施跨部门协调，打破内部条线壁垒，提供综合服务。

兴证投资相关负责人表示，“长鑫科技、壁仞科技等标杆案例证明，只要券商战略定位清晰、协同机制顺畅，投资端与投行端完全可以形成合力。”

2 双向联动存阶段性失衡

从落地效果看，仅有包括头部机构在内的少数券商验证了理想状态下“三投联动”的可行路径。多数券商面临更为复杂的现实约束。

山西证券相关负责人表示，当前投行对投行的赋能作用明显，投资对投行的反向牵引仍需补强。

他解释，“投行端可依托上市辅导、并购重组、融资服务等业务，为投资端前置储备优质科创项目、预判产业趋势，为股权投资精准赋能。但投资端早期布局的硬科技企业，大多处于初创阶段，距离IPO、并购等投行服务节点较远，短期难以快速反哺投行端业务，导致双向联动存在阶段性失衡。”

对于上述难题，一家中小型券商私募

基金子公司总经理从私募子公司的视角分析，一是私募子公司角度投资团队要对出资人(客户)负责，券商内部业务协同只是次要目标；二是私募子公司覆盖的项目数量有限，难以对需要大量项目供给的投行形成实质性支撑。

该总经理还从使用券商自有资金投资的另类子公司角度进行分析，另类子公司与投行协同程度相对更高，但同样存在现实困境。其一，部分早期项目为拿到券商投资，会承诺绑定投行业务，但一些中小券商拿到的项目往往质地一般或存在硬伤，需要券商管理层统筹研判，分清问题属于阶段性还是结构性，权衡是否值得以投资换取保荐承销机会。其二，能够快速为投行带来收益的多是两三年内有希望

券商私募子公司在私募股权投资机构里前50位排名情况					
机构名称	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
中金资本	3	2	2	2	3
中信金石	13	4	6	12	12
国泰海通开元	22	15	22	22	36
广发信德	27	24	26	15	33
中信建投资本	32	21	19	28	37
长江成长资本	38	-	-	-	-
招商致远资本	40	-	-	-	-
华泰紫金投资	44	43	17	40	39
东证资本	45	-	46	-	47
方正和生	-	50	47	-	-

数据来源:清科数据 图片来源:AI生成 谭楚丹/制表

IPO的中后期项目，这类标的中小券商很难拿到投资份额。

还有一个不容忽视的现实，优质项目的保荐承销业务竞争激烈，头部效应之下，多数券商即便前期进行股权投资，也未必能锁定投行业务。

前述大型券商私募子公司人士称，投

行选择权更多掌握在被投资企业手里。“一方面，券商私募子公司或另类子公司在被投企业的持股比例通常低于市场化大型PE/VC机构，后者在保荐机构遴选上具备一定话语权；另一方面，企业更愿意选择保荐承销实力突出的头部投行，确保上市效率和成功率。”

3 中小机构瞄准差异化赛道

尽管现实挑战不少，但多位受访业内人士认为，“三投联动”应当作为券商整合内部资源、开展对外服务的重要抓手。这本质上是一项能力建设过程，“从鱼头吃到鱼尾”的理想局面未必能够完全实现，但券商可在自身能力边界之内，探索可行路径，提升综合竞争力。

“从一定意义上讲，投资端的能力建设，决定了未来投行端的项目储备质量和市场竞争力。可以说，投行强在当下，投资强在未来。”山西证券相关负责人表示。

基于这样的判断，近年来多家券商在内外部多种因素作用下，加大对“投资端”的布局力度。与此同时，在IPO市场头部效应持续加剧的背景下，也有机构瞄准差异化赛道，寻找发展空间。

一位中小券商保代向记者坦言，明星企业的保荐承销业务基本被头部券商包揽，这一格局短期难以改变，但除大型项目之外，中小企业与新兴产业仍存在广阔

业务空间。“投资端可以提前布局中小客户及上市公司相关业务，与投行形成联动。”在她看来，“三投联动”未必能将中小投行的行业排名从第50位提升至第5位，但冲击第30位，仍具备现实可能性。

也有券商将目光投向并购。一家中小券商高管曾向记者表示，公司投资项目不以IPO退出为首要目标，“我们倾向从上市公司并购中退出”。在其看来，当前IPO企业高度依赖保荐机构品牌，中小券商处于劣势，而并购业务更看重券商实际赋能能力，中小券商可依托自身资源禀赋挖掘竞争优势。

此外，有券商人士提出另一种思路，不必强求“三投联动”在单个项目上完成闭环。业务并非单点收益，讲究的是综合效益。例如深耕本地市场时，借助投资为地方政府导入产业项目，如果落地成效较好，有望争取到地方政府发债等投行业务机会，这也是较为实际的“三投联动”。

<<上接A1版

2023年，中国人寿出资117亿元以S份额方式受让上海集成电路产业投资基金股权，投资于近二十家集成电路领域领军企业，有力支持国产替代进程。

2024年，中国人寿再出资41亿元以S份额方式受让北京市科技创新基金，后者是全国首只聚焦硬科技投资的政府投资母基金。截至2026年6月30日，该基金覆盖75只子基金，穿透投资1597家科技企业，其中国家级专精特新企业413家，省级专精特新企业445家，“独角兽”企业约60家；穿透投资企业中55家企业已实现上市。

继上述两个S交易之后，中国人寿在2025年探索并购基金，投资“上海芯合创一号私募投资基金”5亿元，为集成电路软件行业的集约化发展与技术迭代提供支撑。

在保险保障端，中国人寿业务精准对接，护航企业安心创新。2026年上半年，中国人寿战略新兴产业保险保费收入达17.5亿元。

数字背后是各地积极探索创新。例如，上海市分公司成立团体科技保险产品开发及推广项目组，深入开展科技保险市场调研，针对科技企业全生命周期风险痛点，设计国科创业企业员工福利保障计划，为科技型企业员工提供标准化菜单式服务与量身定制综合性解决方案。

深入实践织密民生保障网

保险作为经济减震器和社会稳定器，正深度融入国家民生保障大局。中国人寿作为寿险“头雁”，在做好“普惠金融”、筑牢民生底线上，有更大责任担当，也有更多实践。

今年7月17日，中国人寿辖下西藏自治区阿里地区分公司揭牌运营满一周年。这家扎根平均海拔4500米“世界屋脊的屋脊”的全新机构，是中国人寿践行金融工作政治性、人民性，推动金融保险服务向藏西边境、高海拔牧区前移覆盖的标志性实践。

自开业经营以来，中国人寿阿里分公司立足阿里地域辽阔、高寒缺氧、村组分散、文旅客流密集的地域特点，聚焦牧区群众、边境村民、基层干部、景区游客多元群体需求，落地公益保障、上门理赔、全域消保宣教、属地协同发展等多项重点工作。一年来，该公司已累计为超5400人次提供风险保障服务，总保障金额超5.8亿元。

陕西省宝鸡市眉县的汶家滩村是中国人寿“普惠保险全保村”。中国人寿眉县支公司驻村专员有五个身份——普惠保险服务员、医保政策宣传员、道交基金联络员、医保外伤调查员、综合金融网格员，是村里的“百事通”。

“医疗理赔不出门，身故理赔不出村”，驻村专员教会了年轻人用手机理赔，对用不惯智能机的老人更直接“上门赔”——进家门、收资料、帮上传。通过“一个人、一个村”网格化安排，中国人寿将综合服务送到乡亲们身边。

这些只是中国人寿在全国范围内广泛开展普惠保险的点滴。中国人寿通过全域覆盖，织牢多层次保障网络。

在支持乡村全面振兴领域，截至2026年6月底，涉农人身保险承保超1.4亿人次，提供人身保险保额超17万亿元，向710余万人次赔付超340亿元。

截至今年5月末，中国人寿累计参与承保200多个大病保险项目，80多个长期护理保险项目和140个城市商业医疗险项目。

围绕“两新”人群、小微企业、学生儿童、老年群体等重点客群，中国人寿持续创新开发产品，兼顾普惠性与实用性，满足多元保障需求。

与高质量发展目标相契合

中国人寿通过系统性布局与创新实践，将“五篇大文章”深度融入经营中。

在绿色金融领域，中国人寿将绿色理念贯穿经营全流程，构建绿色投资、绿色保险保障、绿色运营三位一体发展体系，主动投身污染防治、“双碳”战略实施，为美

近日，泰康保险集团宣布调整治理结构，集团创始人、董事长陈东升不再兼任首席执行官(CEO)，聘任公司总裁刘挺军为CEO。

上述调整后，陈东升将专注公司战略、团队、风险、文化以及重大事项决策，继续发挥核心领导作用。刘挺军将聚焦于公司整体经营与内部协同效率提升，并将持续贯彻推进泰康“新寿险”战略，扩大落地成果。

此次调整具备特殊意义，系泰康保险集团首次发生CEO人事变动。陈东升作为国内金融业初代CEO，此番将CEO一职交接给总裁刘挺军，有较强的行业标志性。

泰康重要人事调整

泰康人寿(泰康保险集团前身)是国内金融业首家引入CEO制度的公司，陈东升担任泰康董事长兼CEO一职已有20多年。

引入CEO制度是泰康初创期对公司治理机制建设的重要一环。基于对“好的治理结构就是好种子，会让企业健康发展”的理念，泰康成立之初便对标国际行业巨头完善治理架构，率先搭建以董事会为核心的战略决策体系，引入独立董事，并落地CEO制度。

陈东升曾阐释设立CEO岗位的初衷——总经理更多侧重执行层面，而CEO承担完整的经营责任，既要参与重大决策，也要全面主持日常经营。泰康设立CEO并非简单的头衔包装，而是一套完整的治理机制，即董事会负责重大战略决策，CEO由董事会授权、对董事会负责，全面主持公司经营。

“董事长兼CEO，是创业阶段的现实选择，未来公司成熟，治理架构也会随之迭代。”陈东升最初兼任泰康CEO时曾表示。

泰康对外解释称，此次人事调整是集团为了深化推进“新寿险”战略，持续加强经营管理团队的专业化、年轻化。调整后，集团经营管理团队保持稳定，各项业务持续推进。

刘挺军加入公司已近30年

一位接近泰康人士告诉证券时报记者，陈东升和刘挺军二人分工重新调整，陈东升回归专注董事长角色，将重点思考泰康的战略体系如何持续保持领先性，部署长远发展等重大问题、根本性问题，刘挺军则负责全面经营工作，确保战略落地敏捷性。

接任泰康保险集团CEO的刘挺军今年54岁，比陈东升小15岁，他也是一名“老泰康”，入司接近30年。刘挺军2019年12月开始担任集团总裁兼首席运营官(COO)，全面参与公司日常经营管理工作，至今已近7年。

刘挺军本科毕业于武汉大学保险专业，拥有宏观经济学博士学位，博士毕业后便加入泰康，属于公司内部成长起来的核心高管。刘挺军历任原泰康人寿企划部负责人、泰康资产首席运营官、泰康之家首席执行官、泰康健投首席执行官等管理职务，在保险、资管、医养三端都具备丰富的经营管理经验。

泰康董事会表示，相信在刘挺军的带领下，泰康“新寿险”战略能够继续扩大落地成果，延续泰康生命价值观与企业家精神资产，为行业、社会在长寿时代带来更多实践经验与更优解决方案。

泰康仍需巩固自身竞争优势

泰康选择在8月22日公司成立30周年这一时间节点公布CEO人事调整，有着特殊考量。

回顾过去30年，泰康董事会评价称，在创始人陈东升的带领下，泰康从无到有、由小变大、由弱变强，实现了从一家单一寿险公司到综合保险金融服务集团，再到大健康产业头部企业的进化。泰康所开创的长寿时代新寿险模式，正在实践中得到验证，当前公司战略方向明确、落地路径清晰、治理结构高效、业务经营稳健、人才梯队完备，奠定了未来发展的坚实基础。

截至目前，泰康之家养老社区布局全国37城48个项目，实现24城30社区运营，泰康居民超23000人；泰康医疗完成东西南北五大医学中心布局。近年来泰康开始建设包括CCRC(持续照料型)社区、城心机构和社区居家业务在内的城市养联体。

泰康的医养业务起家于保险业，反过来在一定程度上为保险主业赋能。十多年的养老产业布局，为泰康打开了拓展中高净值客户的窗口，并助推寿险主业逆势实现业务价值高增。年报显示，新会计准则下，泰康2025年实现保险服务收入792.17亿元，净利润325.83亿元。2025年末集团资产达2.3万亿元，指标均处于行业头部。

“国内养老市场是由泰康培育起来的。”一位保险业内人士向证券时报记者表示，泰康为国内养老服务业务发展作出积极贡献。但不容忽视的是，国内养老赛道参与者持续增多，如何巩固自身竞争优势成为泰康需要持续面对的课题，其商业模式也需要不断调整迭代。

如今，泰康已经从“创新就是率先模仿”迈入自主创新阶段，成为行业的被模仿对象。“寿险+养老”模式不再是泰康独有的模式，市场竞争日趋激烈；从郊区CCRC养老社区到城心养老社区，再延伸至居家养老领域，保险等各类市场主体纷纷布局养老服务并开展创新探索，部分后来者已经形成后发优势。这也是刘挺军接棒CEO之后需要直面的难题。



券商中国

ID:quanshangcn

泰康保险OFO首次变动 陈东升交棒刘挺军

证券时报记者 刘敬元