

新三板崛起，中国股权投资重心从“投”到“管”拐点已现

2016 年 4 月 16 日

袁季(分析师、首席研究官)

电话：020-88836102

执业编号：A1310512070003

邮箱：yuanj@gzgzhs.com.cn



【导语】

尽管 2015 年中国 GDP 增速破七，下行通道压力未减，但随着十三五规划的落实、创业环境的不断优化，将带动新一轮创业浪潮的到来，对于国内的股权投资市场也意味着大量的投资机会，而对于股权投资自身结构优化亦存在空间。

私募（Private Equity，简称 PE），是指投资于非上市股权，或者上市公司非公开交易股权的一种投资方式。国内 PE 从刚开始的不被接受，经历 2009 年前后“PE 热”以及 2012 年的“PE 寒冬说”，再到如今“大众创业、万众创新”国家战略下的新一轮繁荣，可谓跌宕起伏。随着多层次结构资本市场布局日渐完善，股权投资行业正从粗放式管理阶段向精细化管理阶段迈进，广证恒生认为，随着新三板的崛起，中国股权投资重心从“投”到“管”拐点已现。

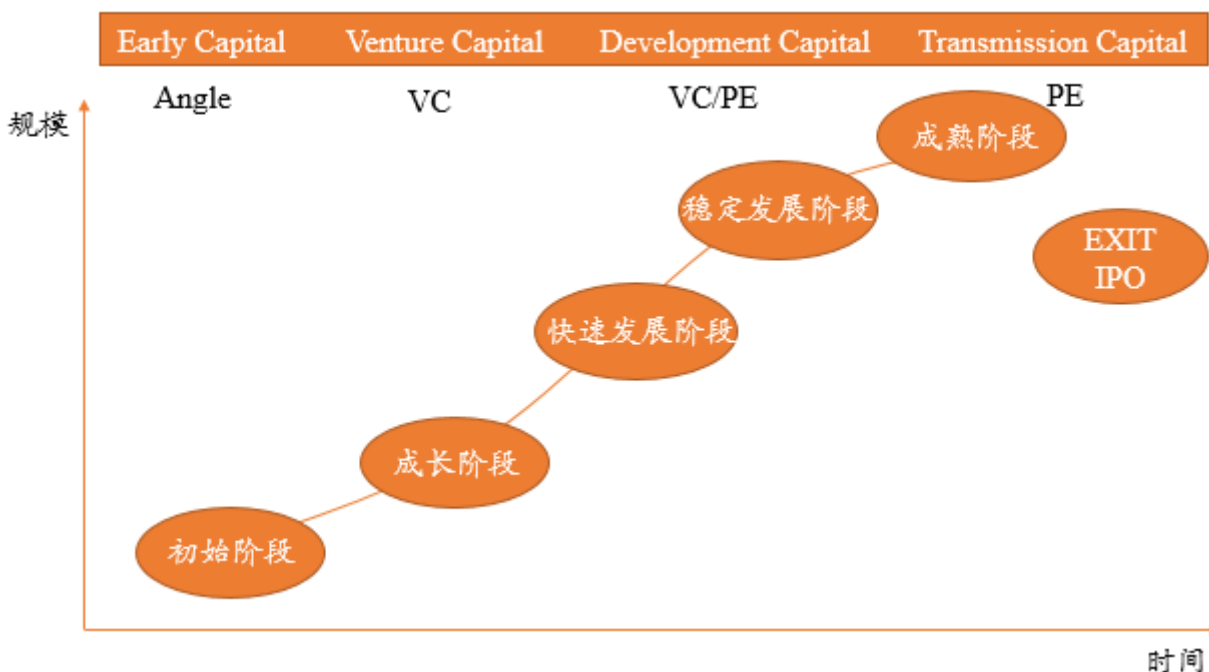
国内 PE 基金一度主攻 Pre-IPO 投资，盈利模式基本属于低买高卖获取一二级市场差价（“PE 差”），但随着市场化进程，以及 PE 项目前移与风险投资（Venture Capital，简称 VC）界限模糊，PE 向 VC 看齐开始关注投后领域。此外，市场竞争也会让企业逆向选择投资者，倒逼股权投资机构强化投后管理，提高服务品质，并催生专业服务的市场空间。

PE 运作流程包括四步：募、投、管、退。除了周期波动因素外，“PE 寒冬说”中的募资难、投资难、退出难与投后管理缺失有直接关联，而当投后管理作为枢纽联动其他三步，解决“三难”问题将有扎实基础。投后管理是股权投资的重要一环，形式各异的增值服务则是投后管理的亮点所在。

一、解读股权投资：从“投”到“管”是股权投资必经的结构性拐点

➤ PE/VC 概念及区分：PE 项目前移开始注重“管”

图表 1. PE/VC 投资阶段图



数据来源：广证恒生，互联网

风险投资（VC），亦称创业投资，指机构把通过私募方式获得的资金投入到低风险、高发展潜力的非上市公司，获得被投企业的部分股权，并为企业提供增值服务，待企业发展到一定阶段后，通过上市或股权转让等方式退出投资，以期获得丰厚的投资收益。

私募股权投资（PE），广义上指通过非公开形式募集资金，对企业进行的 IPO 前的各种类型的股权投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期和 Pre-IPO 各个时期的企业进行的投资。狭义上指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的投资，投资阶段位于 VC 后期。

从与企业生命周期图对标可见，VC 对标萌芽期的成长阶段，PE 主要对标业已成熟企业的高速发展阶段，但投资阶段更广，且存在前移倾向。一方面，IPO 暂停屡现让 Pre-IPO 的 PE 短期套利风险加剧，25 年历史的中国证券市场 IPO 暂停已有 8 次之多；另一方面，新三板作为初创企业与成熟资本市场的承接场地，区别于分散的区域股权交易中心，不单是 PE 退出的新渠道，且是集中规范的 PE 交易池。因此，PE 向新三板及更前端投资前倾，在实际的商业投资中，PE/VC 投资方式均为股权投资，且 PE 项目前移时与 VC 界限模糊，差别并不明显。

VC 更关注投后管理，PE 不断向 VC 靠拢更加凸显出对萌芽企业投后孵化器的关键性作用，且前端投资具不稳定性，更需要完善的投后体系保障退出的盈利性。新三板作为资本孵



化器，新三板股权投资的重心也会倾向投后管理，发挥孵化器全方位服务功能。

➤ 发展阶段及趋势：新三板崛起让从“投”到“管”时代趋近

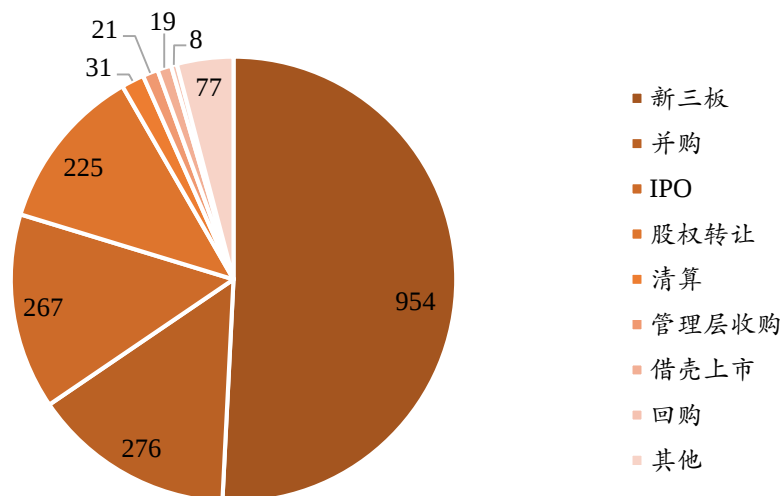
图表 2.中国股权投资发展历程

时间段	阶段表现
第一阶段：起步期 (1985~1997 年)	第一家中外合资私募股权投资公司：中国科招高技术有限公司； 第一家跨国风投机构：美国数据集团技术创业投资基金（IDGVC）
第二阶段：第一次高速发展期 (1998~2000 年)	1998 年“关于尽快发展我国风险投资事业的提案”被列为“一号提案”； 美国新经济和 NASDAQ 空前繁荣，引发全球效仿； 政府继续从政策上大力支持创业投资，同时开始规范创投企业的发展； 风险投资机构数量从 53 家增加到 246 家；管理的资金总量从 53 亿增加到 405 亿
第三阶段：调整期 (2001~2003 年)	美国股市网络泡沫的破灭，风险投资机构的数量从 266 家下降到 233 家，被投资企业的数量从 532 家下降到 501 家
第四阶段：第二次高速发展期 (2004~2007 年)	前期海外风险投资和本土创投播下的种子喜获丰收； 国内股票市场迎来牛市； 全球股市步入繁荣期，VC/PE 支持企业成功上市的“财富效应”引发“PE 热”； PE 业政策日趋规范，逐步法制化
第五阶段：金融危机后短暂调整期 (2008~2009 年)	中国私募股权基金业出现新的变化，又一个 PE 的冬天已经来临； 政府将加大对私募股权基金业的支持力度
第六阶段：后创业板期 (2009~2013 年)	私募股权基金行业参与者数量多、规模大； 市场参与者背景多种多样，水平参差不齐； 项目资源匮乏成为行业最主要的矛盾； 投资回报率大幅下降
第七阶段：新三板期 (2014 年至今)	新三板扩容全国，吸引众多中小企业挂牌，构建 VC/PE 机构退出新渠道； 中国市场发展迅猛，逐渐形成新的股权投资中心； 新三板暂停 PE 挂牌，资金运作监管加剧

数据来源：广证恒生，互联网

从历史的纵向发展视角，国内股权投资经历了从国外引进到本土化调整再到适应的跌宕起伏，新时期正出现从“投”到“管”的资本市场结构性拐点。一方面，注册制暂缓，IPO 暂停频现、战兴板“被删”等因素增加上市风险，“PE 差”引发的“财富效应”开始打折甚至风险频发；另一方面，新三板的横空出世及蓬勃发展让股权投资（主要是 PE）机构迎来了历史机遇。其一，新三板为 VC/PE 构建了全新的退出渠道，尽管流动性困局并未彻底扭转，但根据私募通数据，2015 年 51% 的 PE 选择新三板作为退出方式；其二，新三板作为中小企业快速成长的摇篮是 PE 全新的项目池，伴随分层制等机制优化，新三板投资功能愈加完善。

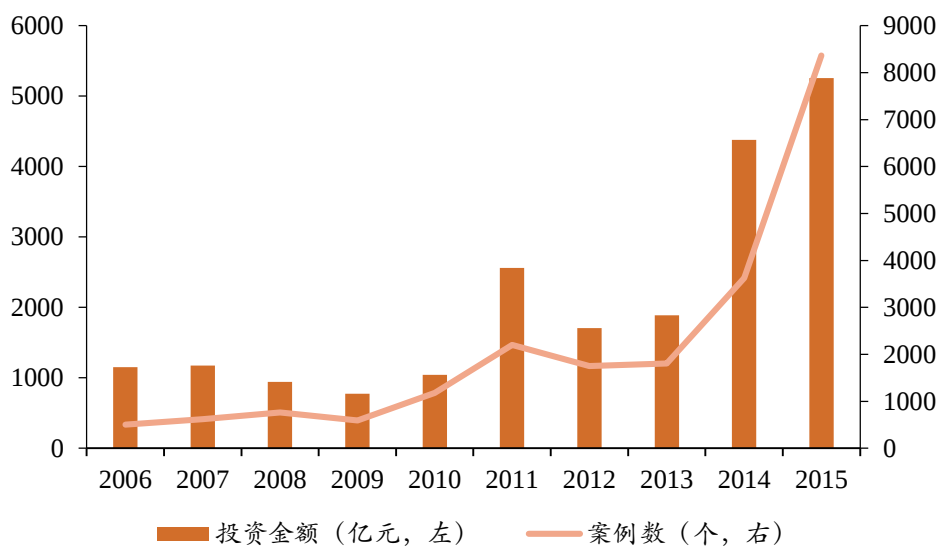
图表 3.2015 年 PE 退出方式分布



数据来源：广证恒生，私募通

➤ 现状及问题：重“投”轻“管”，增值服务体系建设匮乏

图表 4.2006~2015 年中国股权投资市场募资情况



数据来源：广证恒生，私募通

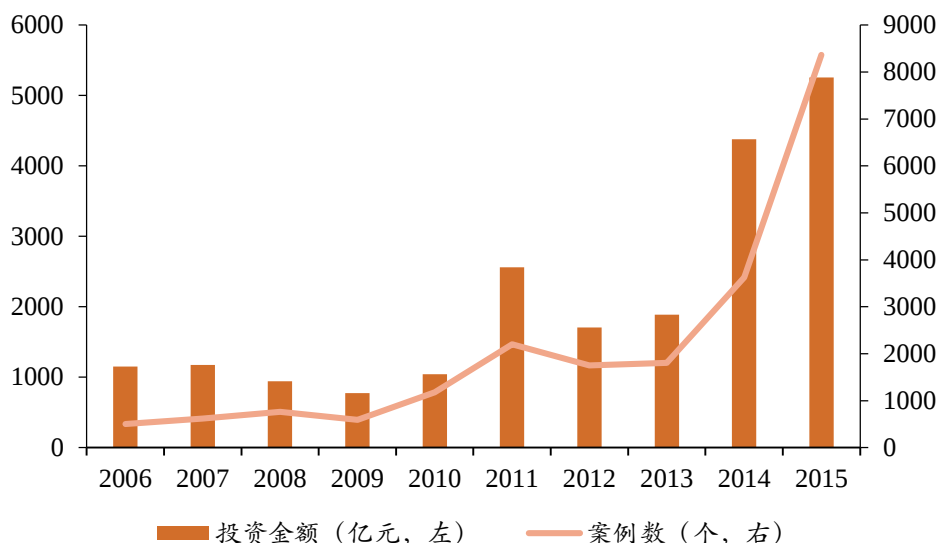
2015 年国内股权投资市场的基金（包括天使基金、风险投资基金和私募基金）募集情况可谓“盛况空前”，特别是在经济下行、股市动荡的大环境下，依然通过 2970 支基金募得近 8000 亿元人民币。相对于全球股权投资市场，中国在“双创”背景下的发展速度尤外引人注目。

从基金的 LP 构成来看，国外市场（主要是美国）的股权投资基金以养老金、FOF、主权财富基金、保险公司和银行等机构投资者为主，追求长期、稳定的较高收益，而国内的股权



投资基金则呈现出分散化特点，个人投资者仍占较大比例，且投资偏好趋向短期收益。

图表 5.2006~2015 年中国股权投资市场投资情况



数据来源：广证恒生，私募通

2015 年天使、VC 和 PE 投资案例数量和投资总金额同比均有上升，投资案例数量是 2014 年的 2 倍，而投资总金额为 2014 年的 1.2 倍，这表明平均投资规模在下降。其中，新三板在 2015 年发展迅速，PE 机构大量增加新三板投资，且越来越多的国内 PE 机构开始布局早期甚至天使轮投资，进而引致平均投资规模下降明显。

根据私募通，截止到 2015 年 11 月底，早期阶段投资 1807 起，占投资案例数的 58.4%，涉及投资金额 74.39 亿美元，占投资总金额的 42.6%。从结构性看，投资阶段前移趋势明显。投资和扶植高成长性的中小企业是股权投资高收益的本质，资金流向早期项目、流向实体经济同样是新三板的初衷，二者相合，未来不容小觑。

PE 引领股权投资高歌猛进，但潜在风险也日渐凸显：

第一，投后管理意识淡薄。PE 关注点聚焦投资阶段，主要将精力投入到项目的筛选、尽职调查和合约制定中，而在投资后，没有足够重视投后管理及对接企业的增值服务，有可能令后续企业发展陷入不利形势甚至致使创始人“净身出户”。

第二，赚快钱心态未减。前几年受 M2 超发的影响，热钱涌入创投圈，同时，中小板、创业板快速成长，使得股权投资过于关注后期阶段项目，直接导致没有精力和意愿提供投后管理服务。随着 IPO 暂停，退出渠道受阻，PE 经营难度渐增。

第三，服务水平良莠不齐。为早期或高速成长期企业提供增值服务，要求从业人员不单具备金融学、管理学素养，还需对被投企业的技术、行业趋势等了解，并能够利用关系网络提供外部资源。显然，同时具备上述能力的专业人士极度稀缺，增值服务能力受限。

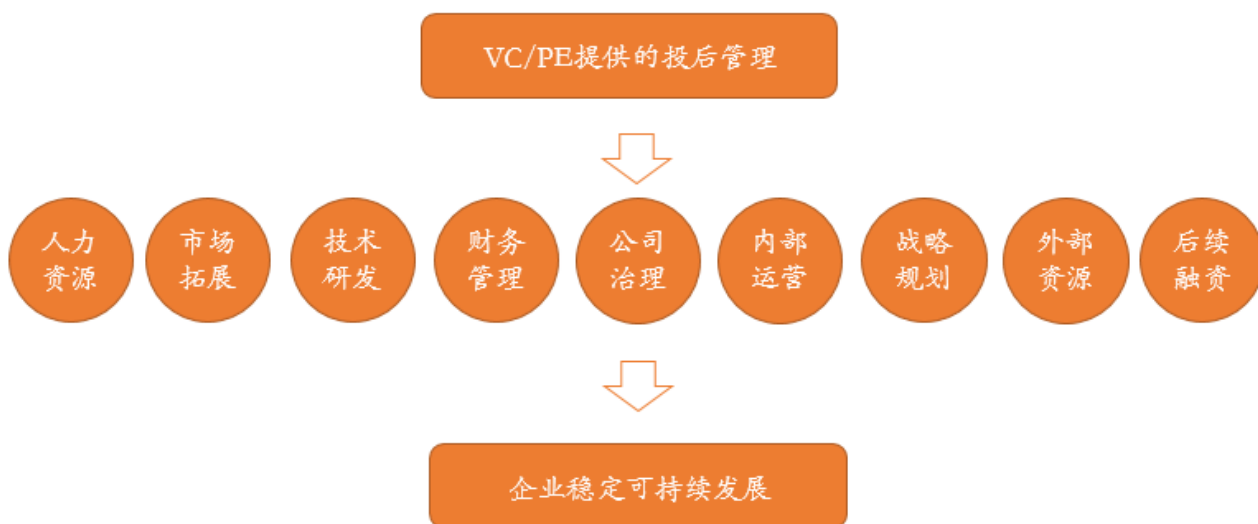
➤ “管”对“投”的意义：孵化潜力企业同时强化 PE 竞争力、盈利性

对被投企业而言，成长期企业缺少在市场竞争中获得成功的重要资源，这些资源一般需

要通过长期的发展才能逐步积累起来。投后管理则成为股权投资机构向企业提供这类资源的“绿色通道”。

“资金无差别,服务是关键”,有远见的企业选择 VC/PE,不仅要基于投资实力上的比较,更是要衡量选择的机构是否适合自身的发展,能否在专业领域对企业发展提供指导性意见,从而将资本与投资机构资源结合起来,最终实现“1+1>2”的效果。

图表 6.VC/PE 投后管理对企业意义

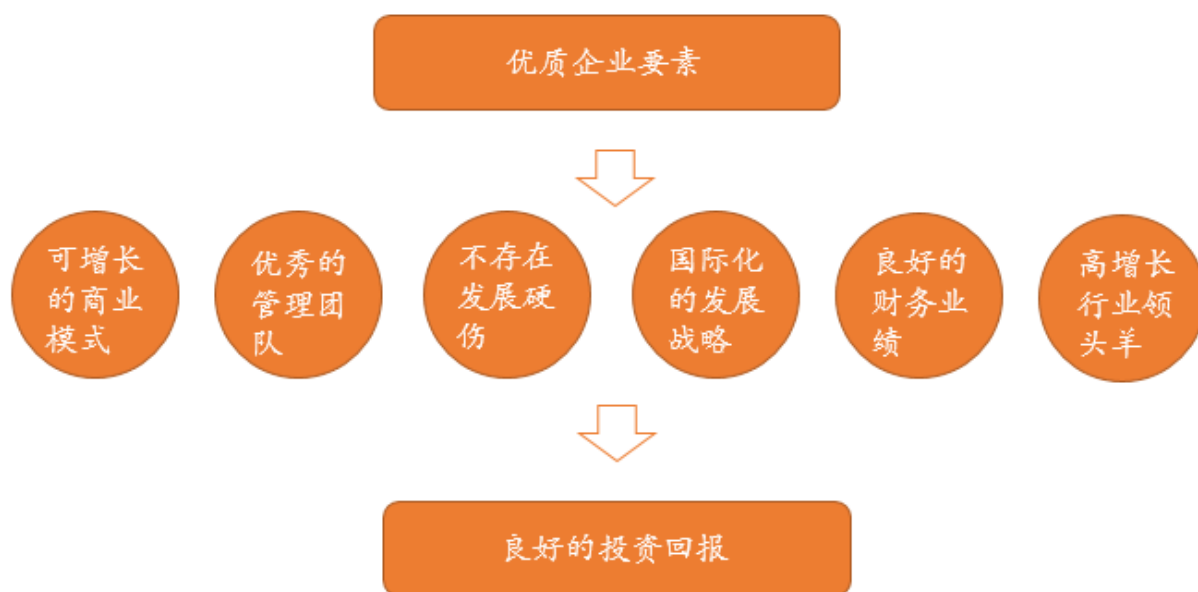


数据来源：广证恒生，互联网

对股权投资机构而言，第一，提供投后管理的水平是衡量机构实力的重要标志，良好的管理服务能够增加机构品牌的内涵和价值。此外，管理服务能力较强的机构在投资谈判时能获得较强的议价能力，获取项目能力更强。

第二，大量已投资但尚未退出的项目需要机构提供帮助，投后管理降低了企业治理、经营等风险，使企业能够持续增值并可持续发展，从而提高机构投资退出时的现实收益水平，增强 PE/VC 盈利确定性。

图表 7. 投后管理对 VC/PE 意义

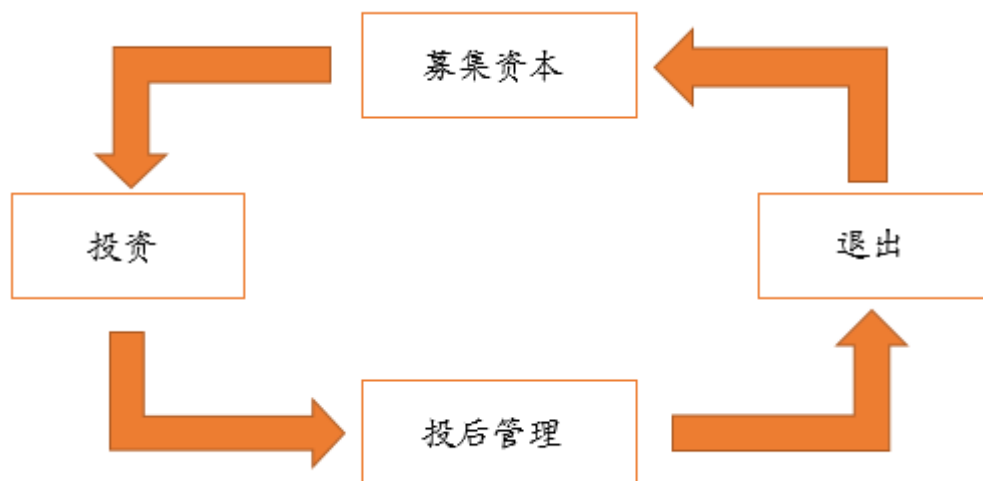


数据来源：广证恒生，互联网

二、解读投后管理：多样化增值服务彰显 PE 成色

➤ 投后管理是项目周期中至关重要的一环

图表 8. 股权投资运作流程示意图



数据来源：广证恒生

1984 年，投后管理第一次由 T.Tyebjee 和 Bruno 提出，股权投资机构帮助企业发展、提升企业价值的部分主要体现在投后管理环节。投后管理是 VC/PE 项目投资之后，短则 1~2 年，多则 3~5 甚至更长时间，对所投资项目进行管理的所有业务的总称。

项目投资的不确定性和来自市场以及政策方面的多重风险是客观存在的，而投后管理正

是减少或消除潜在的投资风险为实现投资保值增值而进行的一系列活动。

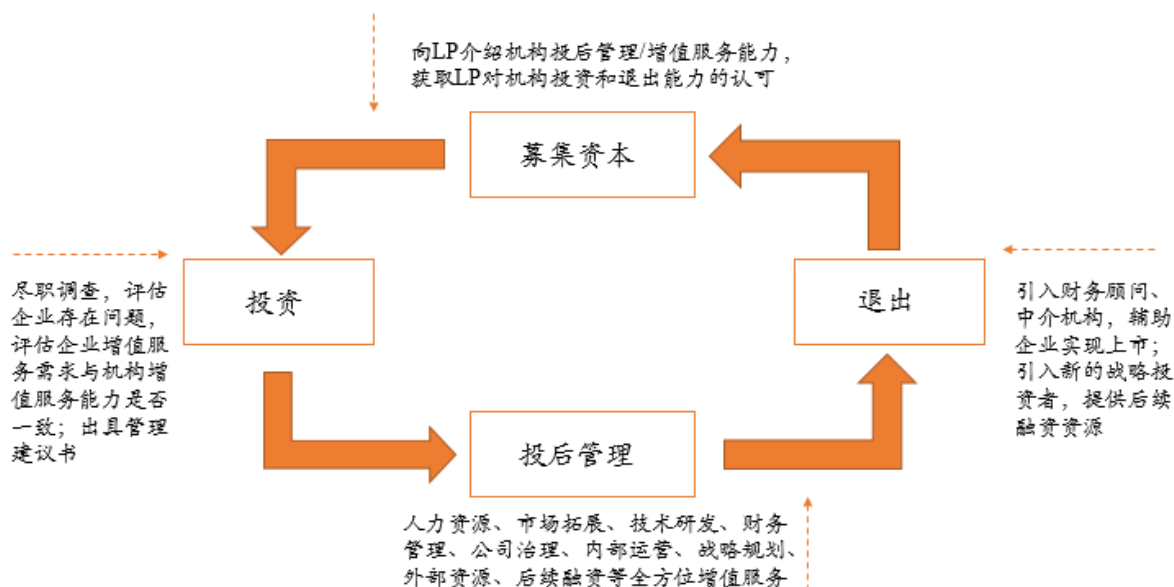
分时期来看，投后管理的前期目标是深入了解被投资企业，尽可能地达成一致的经营管理思路及企业管理形式，完成企业的规范管理。投后管理的中期目标是通过不断地帮助被投资企业改进经营管理，控制风险，推动其健康发展。投后管理的后期目标则是强化资本运作，发挥资本市场的功能帮助企业迅速扩张。

➤ 一点核心：增值服务

投后管理主要划分为监控与增值服务两方面内容。对于监控，要求投资方及时参与到被投资方的管理工作中去。一方面，投资方要确保被投企业在发展过程中决策的正确性，要让其增值最大化；另一方面，投资方要保护自己的股权利益，必须预防企业一切危害利益的行为出现。

对于增值服务，一方面，增值服务是投后管理的重点，它包括公司治理、业务扩张、资本运作三维度的增值服务内容；另一方面，专业化的增值服务贯穿于投资的整个进程，投后管理一环同样是增值服务的重心。

图表 9.增值服务在 VC/PE 运作周期内的重要作用



数据来源：广证恒生，互联网

➤ 三大需求：从管人管事到管资本

增值服务的供给对应于被投企业对投资机构的期望需求，归纳而言，分为公司治理、业务拓展、资本运作三大领域。

图表 10.增值服务三大领域及具体工作

增值服务领域	具体工作
规范公司治理	参与改制，平衡规范成本；派驻董事、监事，提名独立董事；建立股权文化（公众管理/信息透明/权利制衡）；监控风险要素，建立风险预警机制
助力业务发展	帮助完善战略发展规划；对接上下游等产业资源；对接行业专家；对接上市公司；研究并提供产业整合信息；密切跟踪企业经营情况
资本运作安排	制定资本市场规划；制定融资规划，拓宽融资成本；优化股权结构，设计股权激励方案；对接做市商和投行；投资者关系管理；并购重组；市值管理；股东财富管理

数据来源：广证恒生，互联网

公司治理方面，重在管人。一方面，投资机构帮助企业寻找相关人才，向企业推荐高级管理人才；另一方面投资机构利用关系网络帮助被投资企业聘请外部专家，尤其是高新技术企业的管理提升有必要借助外部专家的力量。除了人力资源外，还包括财务管理、内部运营等服务。

业务拓展方面，重在管事。投资方帮助被投资企业进行下游开拓，推广品牌，辅助市场营销。投资机构借助股东背景和已有关系网络为被投资企业提供合适的供应商、销售商等，帮助企业顺利进行生产、销售和售后服务。

资本运作方面，重在管资本。当被投资企业发展到快速成长阶段，投资机构可以为所投资企业策划增资扩股，吸引其他投资者进入企业，并通过整合银行贷款、担保公司等金融手段，配套解决企业融资问题。投资机构还可以通过策划兼并重组、上市等资本运作方式，为企业的后续融资进行安排。

三大需求结构方面存在先后发展路径。第一步，通过股权优化、人力资源等完善内部的治理，以此作为企业扩张的基石；第二步，待企业内控稳定，再引进外部资源如战略合作者，完善供应链，拓宽业务渠道；第三步，用金融手段为第一、二步的扩张做润滑剂，如并购重组再扩疆域等。

增值服务体系的全覆盖不可能一蹴而就，必然在不同发展阶段有轻有重，从管人管事到管资本，层层递进，最终实现企业价值增值。

三、解读投后管理模式：专职投后团队负责制渐成趋势

股权投资机构的投后管理模式大体分为 4 种：投资团队负责制、投后团队负责制、投资+投后团队负责制和子公司制。

投资团队负责制是指投资项目负责人除负责项目的开发、筛选、调查和投资外，也负责投资完成后对被投企业的管理工作。一站式是目前国内主流模式，投后管理完全取决于投资经理的个人专业能力和职业操守，易出现投而不管。从总体看，不少机构并没有对投后管理着力太多，或重视程度不够，或出于成本考量。



投后团队负责制是将投后管理这一职责独立出来，由专门人员负责，而投资团队更专注于项目开发，强调地是专业化分工。目前中信产业基金、凯鹏华盈以及九鼎投资等多家机构已经组建了专门的投后管理团队。

投资+投后团队负责制则将前两者模式结合，双管齐下，优势互补。达晨创投坚持实行专业投后团队与项目组成员联合管理的模式。

子公司制则是国外流行模式，如KKR拥有一支行业分析团队，这支团队与运营咨询团队以及高级顾问等对提高企业商业收入和业务等提出规划和建议。

图表 11.四大投后管理模式优缺点

增值服务模式	优点	缺点
投资团队负责	对企业全程了解，有针对的服务	投资经理无法集中精力服务，以及离职后续服务连续性
投后团队负责	专业分工的需要释放投资经理精力	后续投后管理前期没有与企业对接，需要再次磨合，时间成本
投资+投后团队负责	双重服务，无缝对接，服务更加全面与系统	双重负责，相互团队激励考核无法准确认定
设立子公司模式	分工及激励更加细化，专业服务体系更加完善	增加部分运营成本及协调成本

数据来源：广证恒生，互联网

目前主流模式是投资团队负责制，这也是投资机构发展初期在项目集中、管理成本未高阶段的首选。当VC/PE发展到一定阶段，规模化运作的基金中，在基金出资人关系管理、被投项目增值服务、项目退出路径选择与设计及相关中介机构协调等层面的事务越来越多，凭借个人力量已经难以周详兼顾，建立专职的投后管理团队进行专业化操作成为需要。

国内PE发展不过短短20余年，投后管理的专业团队远远达不到成熟、专业要求，伴随增值服务意识增强，专职化的投后团队会是投后管理模式的成熟路径。此外，如借助第三方咨询中介服务机构等创新服务模式亦待探索前行、被市场认可。

【结语】

PE能够取得较高收益的原因在于不仅提供狭义的货币资本，更是提供“企业家才能”这一生产要素，并且将资本与企业家才能二者有机的结合起来，以期实现“1+1>2”的效果。随着PE市场竞争的白热化，项目获取时越来越比拼PE的品牌、资金实力、成功案例、资源，其核心在于带给项目公司的增值服务能力。

最后，回到PE最重要的阵地——新三板。新三板设立的初衷是解决中小企业融资难，我们也可将其视为卓越的巨型创新性企业孵化器。融资后的有效管理，无论是公司治理，还是资本运作，都可以帮助新三板企业实现“质”的飞跃。

如果说单纯的融资是雪中送炭，那么投后管理便是锦上添花，投后管理会是股权投资行业下一轮抢滩地，意识端正后，再用机制解决投后管理短板，完善增值服务体系，用趋势眼光让股权投资稳步前行。

数据支持：倪赓

新三板团队介绍

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员

袁季（广证恒生总经理、首席研究官）：从事证券研究逾十年，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究团队长，副首席分析师，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，7 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（新三板研究副团队长，副首席分析师，教育行业研究负责人）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，6 年证券研究经验，2013 年获中国证券报“金牛分析师”通信行业第一名，对 TMT 行业发展及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物行业研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板 TMT 行业研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。撰写大数据专题基础篇、行业篇等系列深度报告，重点研究大数据产业链、精准营销、大数据征信等细分领域。

黄莞（新三板教育行业研究员）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板高端装备行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

熊斌（新三板新能源新材料行业研究员）：中国科学院广州能源研究所能源材料博士，发表多篇 SCI、EI 论文并拥有多项授权发明专利，拥有丰富实业从业经验，对新能源和新材料行业有深刻的认识和理解。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策等领域研究。

联系我们：

邮箱：lubinbin@gzgzhs.com.cn

电话：020-88831176

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。