

非银金融

募资+退出两端催化景气度提升，推荐龙头创投平台——私募股权基金行业深度报告（上）

“科技-制造-金融（直接融资）”的新三角循环下，私募股权基金将以基石角色充当经济发展的发动机。着眼当下和未来，“科技-制造-金融（直接融资）”的新三角循环将会取代过去“房产-土地财政-金融（间接融资）”的旧三角循环。私募股权基金作为直接融资中核心资本要素，将为推动科技兴国和制造业转型升级发挥重要贡献。参考美国私募股权基金发展历史，我们认为我国私募股权基金行业在政策层层催化下，将迎来高速增长期。

美国私募股权基金在养老金入场和纳斯达克小型资本市场设立两次催化下，开启了两段高速增长期。养老金入市为私募股权基金的发展提供了充沛的资金，解决了行业“募资”问题；纳斯达克小型资本市场的设立加速初创企业上市进程，拓宽私募股权投资的退出渠道，解决了私募股权基金投资中“退出”问题。两次催化下，行业开启两次高速增长期。

我国私募股权投资行业正在经历相似的过程，募资端和退出端双轮催化下行业景气度持续攀升。募资端，险资配置私募股权基金的标准持续放开，将持续为私募股权基金的募集提供增量，S基金兴起将改善投资流动性问题，提升募资吸引力；退出端，北交所的成立为专精特新创新企业提供了新的上市平台，私募股权基金的退出渠道更为通畅。我们认为，我国的私募股权行业正在历经类似美国私募股权行业早期的发展历程，募资端和退出端的双重利好将持续推升行业景气度。

经我们测算，未来十年我国私募股权基金资产管理规模 CAGR 将超 15%，2030 年达 56.2 万亿元。资金供给侧来看，险资面临投资收益率压力，其资产配置比例将向私募股权基金投资倾斜，而银行理财子、养老金也将持续提供增量资金；项目需求侧来看，中国正处于产业结构转型的关键期，科技创新需要私募股权基金提供资金支持，万余家“专精特新小巨人”企业将为私募股权基金提供源源不断的优质资产。

行业头部集中度持续提升，品牌辨识度是管理人的核心竞争力，这一优势在未来将持续强化。近年来私募股权基金行业从二八分化开始走向一九分化，头部平台的高品牌辨识度是其核心竞争优势，推动行业集中度持续提升。进入市场早、投资实力强大、产业资源丰富的头部机构经过时间的持续验证，形成高品牌辨识度。这一核心优势加持下，头部平台在募资难度、优质项目获取、投资胜率三方面具有显著优势，未来将持续推动行业集中度持续提升。

投资建议：推荐品牌辨识度高、底层资产优质的头部创投机构四川双马、中国光大控股。四川双马拥有来自 IDG 的顶级投资团队背书，在管基金底层资产集中于新能源、半导体等高景气先进制造赛道。中国光大控股是中国领先的跨境私募股权资产管理机构，在 PEI300 中国机构中排名第 4，优秀投资能力和丰富的产业资源引导规模持续增长。在行业集中度持续提升的背景下，头部机构更能受益于私募股权基金行业的高速发展，新发基金将为公司带来管理费增量；此外，项目退出渠道的拓展将显著降低项目退出难度，推升投资收益率，业绩报酬和跟投投资收益有望带来利润的超预期增长。

风险提示：资本市场大幅波动；政策推动不及预期；测算具有主观性。

证券研究报告

2022 年 01 月 27 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

周颖婕

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060002

zhouyingjie@tfzq.com

刘金金

联系人

liujinjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业研究周报:财富管理周报：2021 年私募证券基金高速增长，私募股权、创业基金增长加速》2022-01-16
- 2 《非银金融-行业研究周报:财富管理周报：券商基金投顾展业步伐加快，继续看好具备优秀顾问能力的券商》2022-01-02
- 3 《非银金融-行业深度研究:行业规模与盈利齐升，资本+人才积累和财富管理能力是未来制胜关键——期货行业研究报告》2021-12-27

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2022-01-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000935.SZ	四川双马	22.86	买入	1.16	1.32	1.93	2.87	19.71	17.32	11.84	7.97
00165.HK	中国光大控股	8.93(港元)	买入	1.34	1.64	1.97	2.54	7.73	5.45	4.53	3.51

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS。四川双马 2021-2023 年 EPS 为团队预测数据；中国光大控股 2021-2023 年为 wind 一致预测

内容目录

1. 美国经验：私募股权基金历经四次高速增长，募资端养老金入市和退出渠道的打开造就前两次繁荣	5
1.1. 第一次加速：养老金入场，募资端获得稳定资金来源	5
1.2. 第二次加速：纳斯达克小型资本市场设立，拓宽项目退出渠道	6
1.3. 第三次加速：美联储降息，杠杆收购兴起	7
1.4. 第四次加速：公开市场回报率下降，私募市场吸引力提升	7
2. 国内历程：起步较晚、发展迅速，资管新规后行业正本清源	8
2.1. 第一阶段（1992-2007）：外资机构主导下，中国私募股权投资行业从无到有	8
2.2. 第二阶段（2008-2014）：创业板落地，本土机构崛起	9
2.3. 第三阶段（2015-2021）：流动性充裕下，“影子银行”扩张，资管新规后已正本清源	9
3. 未来发展：资金端供给+资产端需求双轮驱动，行业将迎重大发展机遇	10
3.1. 资金端（供给）：保险、银行、养老金等资金加速入场，S 基金转让增强私募股权基金投资吸引力	10
3.1.1. 保险、银行、养老金等长期优质资金加速入场	10
险资：投资门槛大大降低，在长端利率下行趋势下，增配股权投资是必然选择	12
银行：理财子公司开始入场，投资金额已超百亿	14
养老金：社保基金投资私募股权基金扩张，其他养老金入场是大势所趋	16
3.1.2. S 基金体系建设逐步完善，流动性症结有将有所改善，募资吸引力将进一步增加	17
3.2. 资产端（需求）：万余家“专精特新”企业需要私募股权基金支持，北交所成立将拓宽项目退出渠道、加快退出周期	19
4. 增长空间：2030 年市场规模或将达 56 万亿元，长期资金占比提升	21
4.1. 规模测算：2030 年私募股权基金规模将达到 56.2 万亿，CAGR 为 17.6%	21
4.2. 结构测算：长期、稳定资金占比提升	24
5. 竞争格局：集中度持续提升，品牌辨识度是核心竞争力	25
5.1. 集中度持续提升，原因是头部机构的高品牌辨识度深入人心	25
5.2. 头部平台品牌辨识度这一核心竞争力未来将持续强化	27
5.3. 四川双马：拥有来自 IDG 的顶级投资团队，具有超高品牌辨识度	28
5.4. 中国光大控股：世界私募股权机构百强，品牌效应显著	29
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：未来“科技-制造-金融”将会取代过去“房产-土地财政-金融（间接融资）”的三角循环体系	5
---	---

图 2: 1978 年起, 养老金成为风险投资基金的稳定资金来源.....	6
图 3: 个人投资者占比显著降低, 机构化趋势明显	6
图 4: 1985 年-2000 年美国风险投资支持的 IPO 数量 (家)	6
图 5: 1999 年 VC 投资于互联网相关产业的投资额占比高达 60%	6
图 6: 2002 年前后美联储大幅降息.....	7
图 7: 2001 年后, 并购基金兴起	7
图 8: 全球公开市场等价 PME.....	7
图 9: 资产管理 AUM 中另类资产占比上升	7
图 10: 金融危机后, 私募股权基金市场募集规模重新加速	8
图 11: 2002-2021 年中国私募股权投资市场募资规模 (亿元)	8
图 12: 2018 年后资管计划出资占比大幅下降.....	10
图 13: 2018 年后, 私募股权基金存量规模增速放缓.....	10
图 14: 2020 年美国私募股权投资基金受益权占比	11
图 15: 截至 2020 年末中国私募股权、创业投资基金出资来源占比.....	11
图 16: 各国 10 年期国债收益率趋势性走低	13
图 17: 保险资金运用收益率与股市波动呈正相关	13
图 18: 保险资金大类资产配置结构.....	14
图 19: 保险资金各类资产 2020 年同比增长率情况	14
图 20: 2020 年保险公司股权投资结构	14
图 21: 2020 年保险公司股权投资配置模式	14
图 22: 2018 年后封闭式理财加权平均期限显著上升.....	16
图 23: 社保基金投资的私募股权基金一览.....	17
图 24: 2020 年后, S 基金交易金额大幅增长.....	18
图 25: 美国风险投资额及信息通信技术行业增加值占 GDP 比重	19
图 26: 中国 2012-2021 年 IPO 方式退出 PE/VC 渗透率.....	19
图 27: 2014-2020 保险资金运用余额及增速	21
图 28: 银行理财产品存续规模及增速	22
图 29: 大部分受访企业家真实资产回报率不及预期	22
图 30: 企业家资产配置中, 银行理财和储蓄现金占比超过 50%.....	22
图 31: 中国高净值人群持有可投资者资产规模及占比.....	22
图 32: 2015-2021 年私募股权、创业投资规模及增长率	23
图 33: 2030 年私募股权基金市场规模测算	24
图 34: 2030 年私募股权基金出资占比测算	24
图 35: 不同管理规模的管理人分布, 按规模	25
图 36: 政府引导基金筛选子基金管理机构要素.....	27
图 37: 市场化母基金筛选子基金管理机构要素.....	27
图 38: IDG 资本发展历史	28
图 39: 四川双马所管理基金的投资项目 (部分)	29
图 40: 2021 年 PEI300 中国上榜机构	30
图 41: 光大控股战略性产业平台 (截至 2021 年上半年末)	31
图 42: 光大控股基金管理规模 (亿港元)	31

表 1：1991 年-2008 年创业投资、股权投资相关法规	9
表 2：保险资金股权投资政策变化	12
表 3：私募股权行业收益率具有逆周期性	14
表 4：银行理财子公司参与私募股权投资已超百亿	15
表 5：全国社会保障基金和基本养老保险基金的投资范围	16
表 6：近年来设立的部分代表性 S 基金	18
表 7：北交所、科创板、创业板上市财务条件及对比	20
表 8：IDG 旗下的基金管理人	25
表 9：2001-2020 年清科主榜单上榜次数排名	25
表 10：私募股权基金各投资阶段特征	26
表 11：保险公司投资股权投资基金对基金管理人的资质要求从严执行	27
表 12：IDG 资本“先进制造”全产业链布局（代表企业）	29

未来，“科技-制造-金融（直接融资）”新三角循环将会取代中国过去“房产-土地财政-金融（间接融资）”旧三角循环。自 1998 房改启动商品房市场以来，房地产成为中国过去二十余年的经济支柱产业。房地产带动地方政府土地财政收入，成为信贷扩张的载体。房地产、土地财政、信贷三者形成正反馈循环拉动经济增长。

着眼现在与未来，“科技-制造-金融（直接融资）”的新三角循环将成为未来发展的支柱，私募股权基金将成为新经济增长引擎的重要推力。中国未来的高质量发展需要科技带动高端制造业的发展，私募股权基金作为直接融资的重要组成部分，将在“科技-制造-金融”这个新三角循环中起到至关重要的作用。未来，金融服务于科技，科技带动制造业高质量增长的“科技-制造-金融（直接融资）”的新循环将会取代旧三角循环，成为中国经济高质量发展的新动力。

图 1：未来“科技-制造-金融”将会取代过去“房产-土地财政-金融（间接融资）”的三角循环体系



资料来源：天风证券研究所

1. 美国经验：私募股权基金历经四次高速增长，募资端养老金入市和退出渠道的打开造就前两次繁荣

现代意义上的私募股权投资基金¹起源于美国，1946 年美国研究与发展公司的成立标志着私募股权投资行业的开端，至今已有 70 多年历史。目前，美国私募股权基金占据全球约一半的市场份额。

美国私募股权行业经历了四段加速发展期，养老金入市、Nasdaq 小型市场拓宽退出渠道、低利率环境和公开市场收益率走低分别为核心驱动因素：1）1978 年，养老金入场，募资端获得稳定的资金来源；2）1992 年，纳斯达克小型资本市场设立，退出渠道拓宽；3）2002 年前后，美联储降息，并购基金兴起；4）2008 年后，公开市场回报率下降，投资人目光由公开市场向私募市场转移。

1.1. 第一次加速：养老金入场，募资端获得稳定资金来源

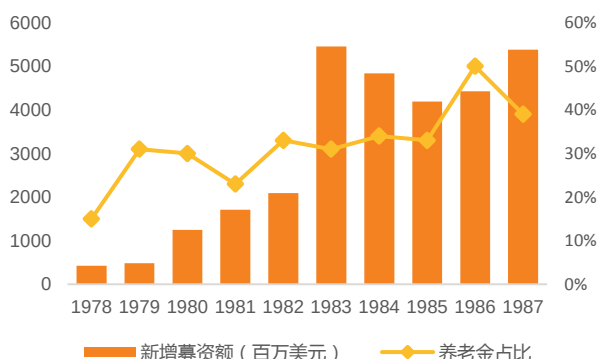
1946 年至 1978 年，私募股权基金的制度、组织形式逐步建立，为后期发展加速奠定了良好的基础。1946 年，美国研究与发展公司成立，成为第一家风险投资公司。1958 年，美国通过了《小企业投资法》，规定小企业投资公司可以获得税收优惠和低息贷款，私募股权机构迎来了短暂的扩张，同时有限合伙制在 20 世纪 70 年代开始出现。但由于此时的投资者以个人投资者为主，行业仍处于萌芽期。

1978 年，养老金入场，私募股权基金行业迎来第一次加速发展。1978 年，美国劳工部在《雇员退休收入安全法案》中明确，允许养老金和企业年金投资私募股权基金。此后，

¹ 国际上对私募基金分类的目的是统计，而不是实施分类管理，出于不同的统计目的，类别和标准也不一致。本文所指的私募股权基金是指广义的私募股权基金，包括风险（创业）投资基金（Venture Capital）和狭义的私募股权基金（Private Equity）。其中，狭义的私募股权基金又包括并购基金、夹层资本等。并购基金是指专注于目标企业进行并购的基金，即通过收购目标企业的股权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。夹层资本是收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本。风险（创业）投资基金主要投资于创业型企业，并购基金和夹层资本的投资对象是成熟企业。

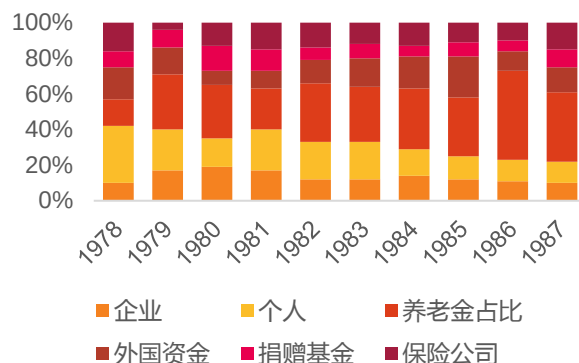
机构投资者成为了美国私募股权基金的主要资金来源。机构资金推动风险投资基金募资额高速增长，从 1978 年的 4.27 亿美元提升至 1980 年的 12.45 亿美元。其中养老金贡献巨大，其占比从 1978 年的 15% 提升至 1980 年的 30%；个人资金占比从 1978 年的 32% 降至 1980 年的 16%。

图 2：1978 年起，养老金成为风险投资基金的稳定资金来源



资料来源：Gompers P, Lerner J. What drives venture capital fundraising? [J]. 1999, 天风证券研究所

图 3：个人投资者占比显著降低，机构化趋势明显



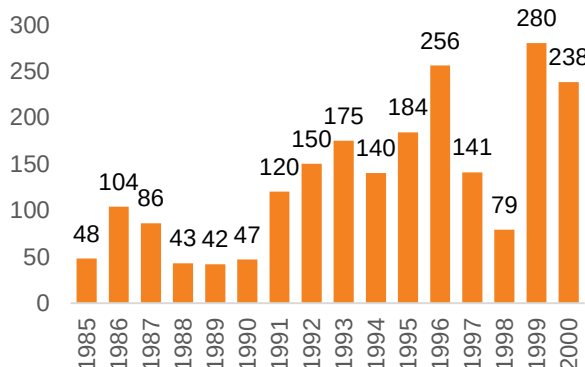
资料来源：Gompers P, Lerner J. What drives venture capital fundraising? [J]. 1999, 天风证券研究所

1.2. 第二次加速：纳斯达克小型资本市场设立，拓宽项目退出渠道

1992 年，纳斯达克小型资本市场正式成立，美国私募股权市场迎来第二次加速。纳斯达克于 1971 年成立。1982 年，纳斯达克在其报价系统的基础上开发出了纳斯达克全国市场系统（NMS 系统），将部分规模大、交易活跃的股票强制划入新成立的纳斯达克全国市场，主要采用做市商交易制度，其它不满足全国上市标准的股票组成的市场被称为纳斯达克常规市场。1992 年 7 月，纳斯达克常规市场被正式命名为纳斯达克小型市场，同时开始提供与纳斯达克全国市场一样的成交信息。

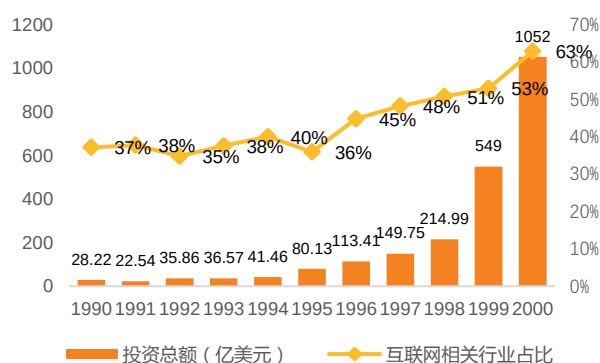
纳斯达克小型资本市场拓宽项目退出渠道，风险投资背景 IPO 数量持续攀升。纳斯达克小型资本市场正式成立前五年（1987-1991 年），风险投资支持的 IPO 年均数量为 68 家，而成立后五年（1992-1996 年），风险投资支持的 IPO 年均数量达到 181 家。纳斯达克小型资本市场面向初创期的科技型中小公司，极大地促进了风险投资的顺利退出。90 年代后期互联网的兴起使得一些 VC 早期投资的公司逐渐发展壮大，如苹果、微软、英特尔等。

图 4：1985 年-2000 年美国风险投资支持的 IPO 数量（家）



资料来源：NCVA, 天风证券研究所

图 5：1999 年 VC 投资于互联网相关产业的投资额占比高达 60%

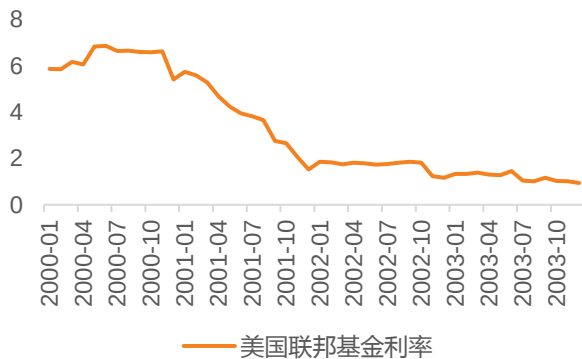


资料来源：NCVA, 天风证券研究所

1.3. 第三次加速：美联储降息，杠杆收购兴起

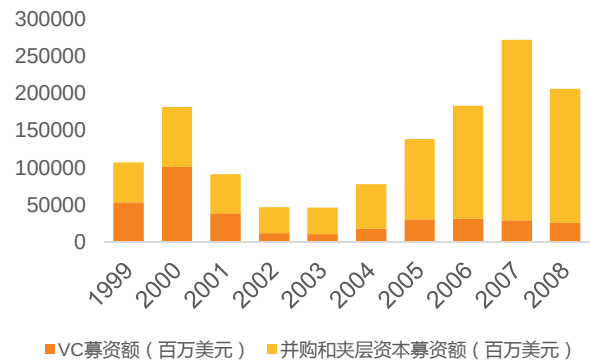
2002 年前后美联储大幅降息，资本成本下降驱动杠杆收购兴起，私募股权基金行业再度迎来加速发展。这一阶段的加速主要是由并购基金驱动的，美联储大幅降息降低了资金成本，杠杆收购兴起。2000 年前后，并购基金募资额在私募股权基金行业总募资额中的占比不到 50%，2002 年后占比达到 80%以上。2007 年私募股权基金的年募资额达到 2726 亿美元，是 2002 年的 5.8 倍。

图 6：2002 年前后美联储大幅降息



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2001 年后，并购基金兴起

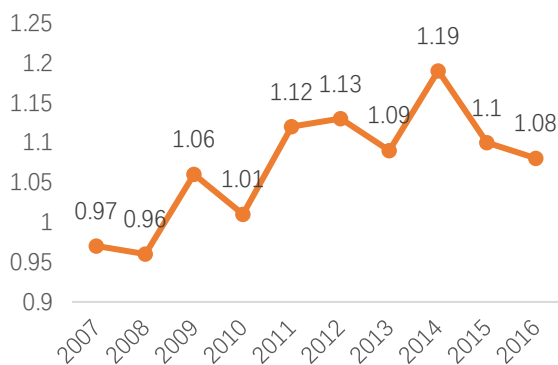


资料来源：NVCA，天风证券研究所

1.4. 第四次加速：公开市场回报率下降，私募市场吸引力提升

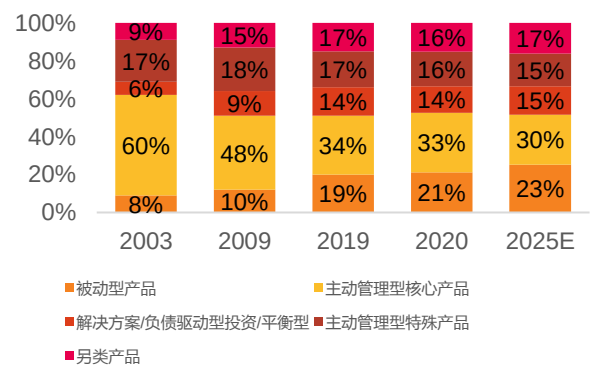
2008 年金融危机之后，利率持续下行，公开市场投资回报率走低。2008 年之后，公开市场等价 PME 均大于 1（PME 是测度私募股权基金相对于公开市场投资绩效的指标。若 PME 大于 1，表示私募股权基金的表现优于公开市场；若 PME 小于 1，表示私募股权基金的表现不如公开市场），这意味着投资私募股权市场的收益要好于投资公开市场。投资人的目光逐渐向以私募股权投资为代表的另类资产转移，全球资产管理规模中另类投资的占比从 2009 年的 10% 提升至 2020 年的 21%，私募股权基金行业再次加速。

图 8：全球公开市场等价 PME



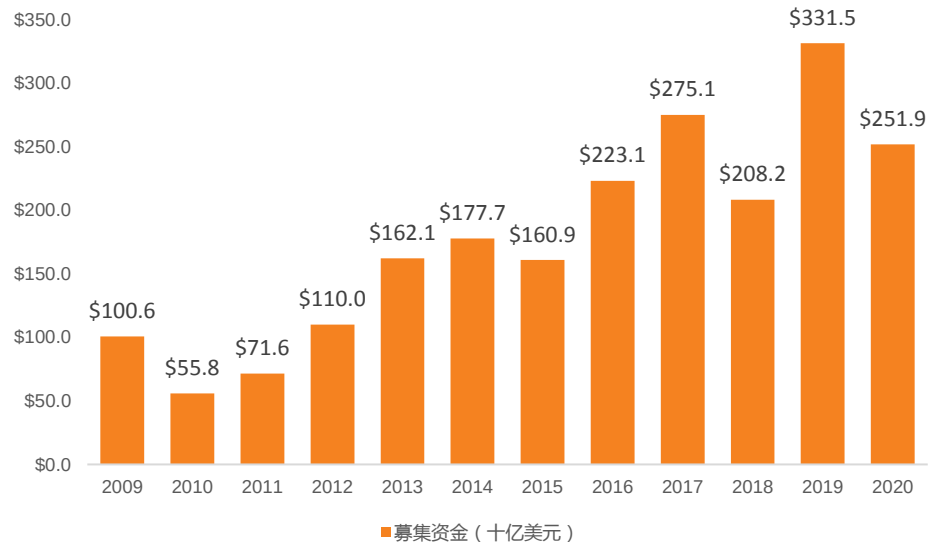
资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图 9：资产管理 AUM 中另类资产占比上升



资料来源：BCG, 天风证券研究所

图 10：金融危机后，私募股权基金市场募集规模重新加速

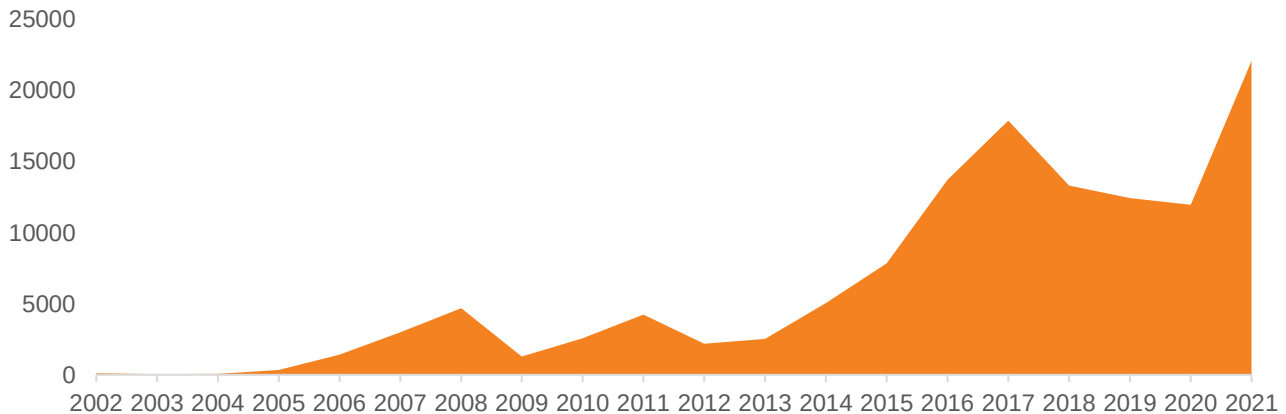


资料来源：pictbook (该统计口径可能与 NVCA 不一致)，天风证券研究所

2. 国内历程：起步较晚、发展迅速，资管新规后行业正本清源

中国的私募股权基金行业已经历三个阶段：1) 第一阶段是在外资机构的主导下，中国私募股权基金行业正式诞生；2) 第二阶段是中国创业板落地之后，打通了私募股权基金国内的退出渠道，本土机构开始登上历史舞台；3) 第三阶段是资金面流动性充裕背景下，行业政策利好+“影子银行”扩张，带来私募股权市场高速增长，资管新规后行业已正本清源。

图 11：2002-2021 年中国私募股权投资市场募资规模 (亿元)



资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

2.1. 第一阶段 (1992-2007)：外资机构主导下，中国私募股权投资行业从无到有

在外资机构的主导下，中国私募股权投资行业实现了从无到有的快速发展。1993 年，IDG 资本进入中国，标志着中国创投时代的正式开启。二十一世纪初，以 IDG 资本为代表的美元基金开启了互联网泡沫后的新一轮布局，外资机构发展迅速，占据我国私募股权投资市场的主导地位。腾讯、百度等互联网公司在港股和美股上市，为外资风投机构带来了丰厚的回报。据清科研究中心统计，我国私募股权投资行业募资额从 2002 年的 107 亿元增长至 2008 年的 4676 亿元。

私募股权投资的基础法律法规及配套设施初步建立。1998 年，成思危在全国政协九届一次会议上提交了《关于尽快发展我国风险投资事业的案例》(后来被称为“一号提案”)，本土机构开始设立。引导创业投资、风险投资发展的国家政策相继提出，为私募股权投资的发展创造了良好的环境；《信托法》、《合伙企业法》相继确立，为私募股权基金的组

织形式提供了设立依据；证监会正式同意深圳证券交易所设立中小企业板块，为 VC/PE 机构提供了退出通道。

表 1：1991 年-2008 年创业投资、股权投资相关法规

时间	政策法规
1991 年	《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》，提出“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产业开发区”。
1996 年	《关于“九五”期间深化科技体制改革的决定》，强调要发展科技风险投资。受国家政策引导和相关制度发展的影响，国内出现一批风险投资公司，国际资本也采取新的投资战略进入中国市场。
1996 年	《中华人民共和国促进科技成果转化法》，首次将创业投资概念纳入法律条款。
1998 年	《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》，成思危提出“一号提案”，引发国内风险投资热。
2001 年	《中华人民共和国信托法》：成为契约型私募投资基金设立依据之一。
2003 年	《外商投资创业投资企业管理规定》，对外商在中国境内开展创投业务进行规范。
2004 年	证监会正式同意深圳证券交易所设立中小企业板块，为 VC/PE 机构提供退出通道。
2005 年	《创业投资企业管理暂行办法》，从官方层面对创业投资、创业企业、创业投资企业等概念作出法律界定，从多个方面对创业投资企业提供特别法律保护；也明确了对创业投资企业的政策扶持措施。首次以法规的形式确认了创投资本退出方式。
2006 年	《中华人民共和国合伙企业法》，确立有限合伙制度，为合伙型私募股权基金企业的设立构建了法律基础。
2007 年	《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》，规定对投资中小型高新技术企业的投资额的 70% 抵扣该创业投资企业的应纳税所得额。中国首家私募股权基金协会正式在天津成立。
2008 年	《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，创业引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。社保基金被获准投资 PE 基金。

资料来源：人民网，人大网，中国政府网等公开网站，天风证券研究所

2.2. 第二阶段（2008-2014）：创业板落地，本土机构崛起

2008 年起，本土创投开始登上历史舞台。2008 年 3 月，证监会决定在中信、中金直投试点的基础上适度扩大券商直投试点范围，华泰、国信等八家符合条件的证券公司相继获准开展直投业务。4 月，全国社保基金获准自主投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，本土机构融资渠道大为拓宽，带动人民币基金强势崛起。在此期间，鼎晖投资和弘毅投资旗下的人民币基金首批获投。

创业板落地，为国内私募股权基金的退出打通了渠道。2009 年 10 月 30 日，创业板正式开板，企业上市门槛降低和较高的新股发行市盈率为股权投资提供了退出平台，它打通了整个人民币基金的募投管退全链条，使得“本土募集、本土投资、本土退出”的创投模式形成，一批投资机构借助创业板平台获取高额回报。同时，“4 万亿”刺激政策使得资金充足，大批 PE 机构成立。2014 年，我国私募股权投资行业募资额达到 5052 亿元。

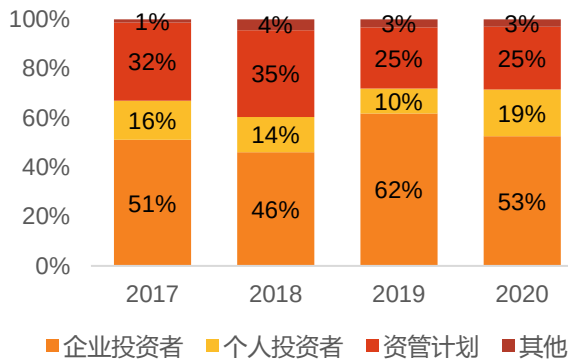
2.3. 第三阶段（2015-2021）：流动性充裕下，“影子银行”扩张，资管新规后已正本清源

2014 年后，移动互联网、人工智能等新兴技术崛起，受政府主导的“大众创业、万众创新”的鼓舞，资金面流动性充裕，促成了私募股权市场高速增长。2017 年全年资金募集规模约 1.8 万亿元，是 2013 年的 7 倍，在中基协备案的基金管理规模超过 7 万亿元。

但此次私募股权基金的扩张加速主要建立在过度扩张的影子银行体系上，即通过私募基金形式，投向非标债权，而不是投向股权的私募基金（明股实债）。银行理财资金通过资管计划、信托计划等通道，从事其不得直接投资的私募投资基金领域，并最终通过私募投资基金为场外配资、上市公司股权质押、房地产、地方政府隐性负债、过剩产能、现金贷等难以从银行表内融资的领域提供资金。银保监会发布的《中国影子银行报告》指出，2019 年非股权私募基金的规模为 4 万亿人民币，占私募股权基金的 40% 左右，占整个私募基金行业的 29%。

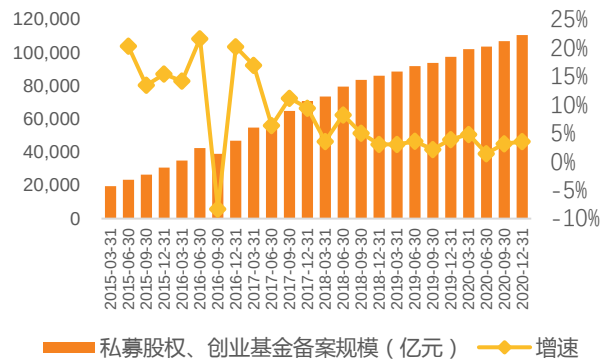
2018 年资管新规落地，影子银行信用收缩，私募股权行业正本清源。从中基协公布的 2017-2020 年私募股权基金各类出资人结构占比可以看出，2018 年之后，资管计划出资占比大幅下降，2018 年及之前资管计划出资占比在 30% 以上，2019 年降至 25%。原因即是资管新规对禁止资金池业务与刚性兑付、对通道业务及多层嵌套的限制，影响银行资金投资明股实债的“私募股权基金”。2020 年，中国私募股权投资行业募资额为 1.2 万亿元；截至 2020 年底，在中基协备案的私募股权、创业投资基金规模超 11 万亿元。

图 12：2018 年后资管计划出资占比大幅下降



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图 13：2018 年后，私募股权基金存量规模增速放缓



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

3. 未来发展：资金端供给+资产端需求双轮驱动，行业将迎重大发展机遇

美国私募股权基金早期发展中，募资端和退出端的两次催化为行业带来两段高速增长期。养老金入场、纳斯达克小型资本市场设立分别造就了私募股权投资行业的两次繁荣。养老金入市为私募股权基金的发展提供了丰沛的资金，解决了行业“募资”问题；纳斯达克小型资本市场的设立为加速初创企业上市进程，拓宽私募股权投资的退出渠道，解决了行业“退出”的问题。

我国的私募股权投资行业正在经历相似的过程，募资端和退出端双轮催化下行业景气度持续攀升。募资端，险资配置私募股权基金的标准持续放开，将持续为私募股权基金的募集提供增量，叠加 S 基金兴起，私募股权基金流动性提升进一步增强募资吸引力；退出端，北交所的成立为专精特新创新企业提供了新的上市平台，私募股权基金的退出渠道更为通畅。我们认为，我国的私募股权行业正在历经类似于美国私募股权行业早期的发展历程，募资端和退出端的双重利好持续推升行业景气度。

2021 年，中国私募股权募资总额打破历史记录，达到 2.21 万亿元，同比增长 84.5%；截至 2021 年底，私募股权、创业基金在中基协备案存量规模达 12.8 万亿元，同比增长 16%，增速较 2018 年（+13%）、2019 年（+13.5%）显著提升。

我们判断，中国私募股权投资市场即将迎来真正意义上的加速发展期。供给侧方面，险资在投资收益率压力下，资产配置比例将向私募股权基金倾斜，而银行理财子、养老金也将持续提供资金；项目需求侧方面，中国正处于产业结构转型的关键期，科技创新需要私募股权基金支持，万余家“专精特新小巨人”待支持，将为私募股权基金提供源源不断的优质资产。

3.1. 资金端（供给）：保险、银行、养老金等资金加速入场，S 基金转让增强私募股权基金投资吸引力

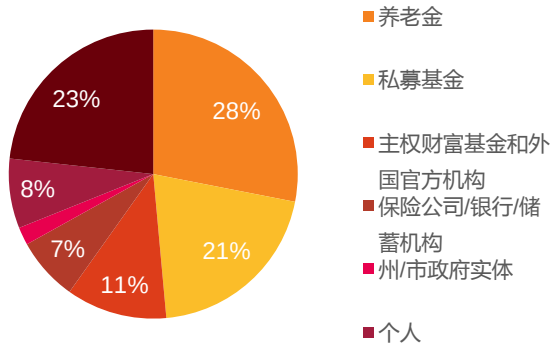
3.1.1. 保险、银行、养老金等长期优质资金加速入场

美国私募股权投资基金以专业的机构投资者为主，以养老金为代表的长期资金占据半壁江山。SEC 数据显示，截至 2020 年末，美国私募股权基金中，养老金受益权占比为 28%，母基金受益权占比 21%，主权财富基金占比 11%，保险公司等金融机构占比 7%（主要为保险机构，占比 6%），非盈利机构占比 6%。其中，母基金也大多来自养老金，因此，养老

金占据私募股权基金资金的半壁江山。

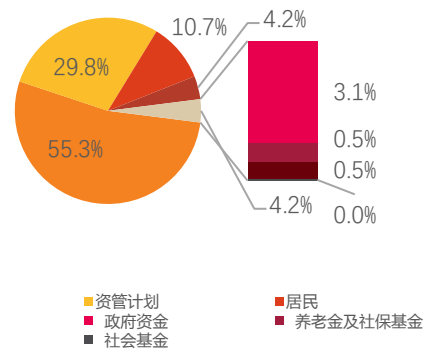
我国长期、稳定资金明显不足。截至 2020 年末，中国私募股权、创业投资基金中，企业投资者出资金额占比 55.32%，居民投资者出资占比 10.65%，各类资管计划出资占比 29.84%，养老金出资占比仅 0.5%。与美国的投资人构成相比，中国企业、居民投资者出资占比较高，且大多进行直接投资或通过含有资金池属性的各类资管计划间接投资，银行、保险、社保等稳定资金参与私募股权基金的比例较低。

图 14：2020 年美国私募股权投资基金受益权占比



资料来源：SEC，天风证券研究所

图 15：截至 2020 年末中国私募股权、创业投资基金出资来源占比



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

2021 年 1 月 31 日，中共中央及国务院办公厅正式印发《建设高标准市场体系行动方案》，指出要培训资本市场机构投资者，鼓励银行及理财子公司依法依规与符合条件的证券基金经营机构和创业投资基金、政府出资产业投资基金合作，研究完善保险机构投资私募理财产品、私募股权基金、创业投资基金、政府出资产业投资基金和债转股的相关政策，提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展周期考核。我们判断，保险、银行、养老金等长期稳定资金有望加速入场。

险资：投资门槛大大降低，在长端利率下行趋势下，增配股权投资是必然选择

2021 年 12 月 17 日，中国银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的
通知》，1) 允许保险资金投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金，取消保险
资金投资单只创业投资基金的募集规模不超过 5 亿元的限制；2) 允许保险私募基金的发
起人及其关联保险机构根据投资策略自主选择投资比例（删除“出资额或认缴金额不低于
拟募集规模的 30%”的限制）。这意味着险资投资 PE/VC 的门槛大大降低。

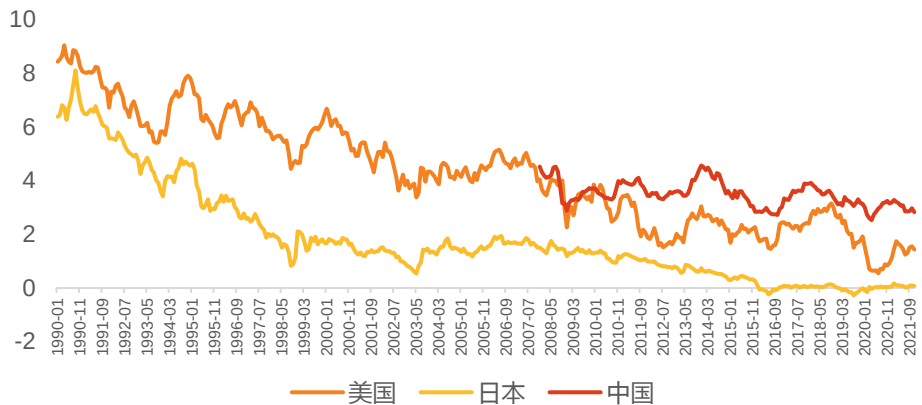
表 2：保险资金股权投资政策变化

发布时间	政策名称	政策要点
2010 年 9 月	《保险资金投资股权 暂行办法》	正式开放保险资金直接投资非上市公司股权及参与股权投资基金。 投资限制： 1) 投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司 上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%； 2) 直接投资股权的账面余额，不超过本公司净资产，除重大股权投资外，投资同一 企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的 30%； 3) 投资同一投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 20%。
2012 年 7 月	《关于保险资金投资 股权和不动产有关问 题的通知》	增加直接投资的行业范围，在原有基础上增加了能源企业、资源企业和保险业务相 关的现代农业企业、新型商贸流通企业的股权；降低了可进行间接投资的股权投资 基金的门槛；扩大了可进行投资的股权投资基金的范围，并将并购基金、成长基 金、新型战略产业基金纳入其中， 但不允许投资天使、创业投资基金 ；扩大了股权 投资和不动产投资的比例，股权投资和不动产投资的账面余额占保险公司总资产的 比例分别扩大了一倍。
2014 年 12 月	《中国保监会关于保 险资金投资创业投资 基金有关事项的通 知》	保险资金获准投资创业投资基金。 《通知》要求保险机构投资的创投基金，不能是基 金管理机构的首只基金，单只基金募集规模不超过 5 亿元；单只基金投资单一创业 企业股权的余额不超过基金募集规模的 10%；基金普通合伙人（或基金管理机构） 及其关联方、基金主要管理人员投资或认缴基金余额合计不低于基金募集规模的 3%。《通知》要求保险公司应当强化分散投资原则，要求保险公司在遵守现有权益投 资监管比例基础上，投资创业投资基金余额不超过上季末总资产的 2%，投资单只基 金的余额不超过发行规模的 20%。同时规定还要求保险公司应当具备股权投资能 力，投资时上季度末偿付能力充足率不低于 120%，投资规范、风险控制、监督管理 等遵循《保险资金投资股权暂行办法》及相关规定。
2018 年 1 月	《保险资金运用管理 办法》	保险资金可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构， 专业保 险资产管理机构可以设立符合条件的保险私募基金 ，具体办法由中国保监会制定。
2021 年 12 月	《关于修改保险资金 运用领域部分规范性 文件的通知》	1) 允许保险资金投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金，取消保险资金 投资单只创业投资基金的募集规模限制 ，支持保险机构加强与专业股权投资机构合 作，丰富创业企业长期资金来源。2) 允许保险私募基金的发起人及其关联保险机构 根据投资策略自主选择投资比例 ，简化保险公司投资保险私募基金的决策流程，提 升产品市场化运作水平。

资料来源：银保监会官网，天风证券研究所

全球长期利率水平趋势性走低，险资通过债券收益覆盖负债端成本压力持续增大。目前国内长久期资产供给匮乏，叠加低利率市场环境，险资投资端压力较大。权益类资产是未来保险资金配置的方向。

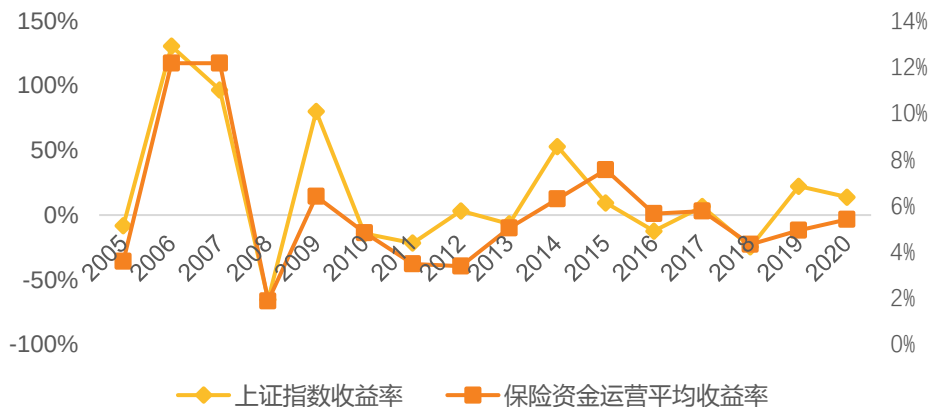
图 16：各国 10 年期国债收益率趋势性走低



资料来源：wind，天风证券研究所

权益资产配置中，一级市场股权投资不仅可以缓解投资端压力，同时可以平滑收益率。相比于二级市场权益投资的大幅波动性，一级市场股权投资具有逆周期性。Golding Capital²研究表明：在经济下行时期，私募股权相对于二级股票市场有显著的超额回报，而在经济高速发展时，回报不及二级市场。私募股权投资可以对冲保险公司其他资产收益率下滑的风险，平滑收益率。

图 17：保险资金运用收益率与股市波动呈正相关



资料来源：wind，天风证券研究所

² Golding Capital Partners 是欧洲领先的另类资产管理机构之一。

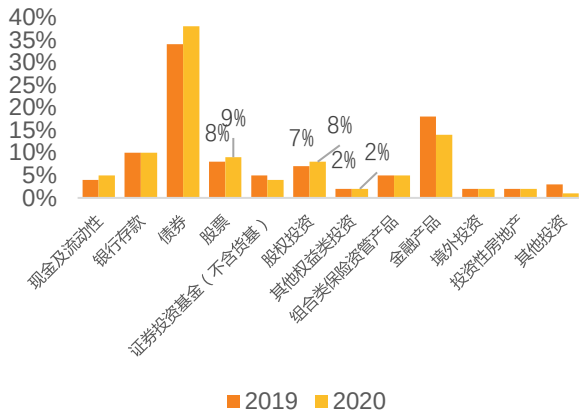
表 3：私募股权行业收益率具有逆周期性

经济周期	高速增长	匀速增长	经济稳定	经济萧条
二级市场年化收益率	>15%	5-15%	-5-5%	< -5%
私募股权的 α 收益	-7%	-2%	12%	18%

资料来源：Golding Capital Partners，天风证券研究所

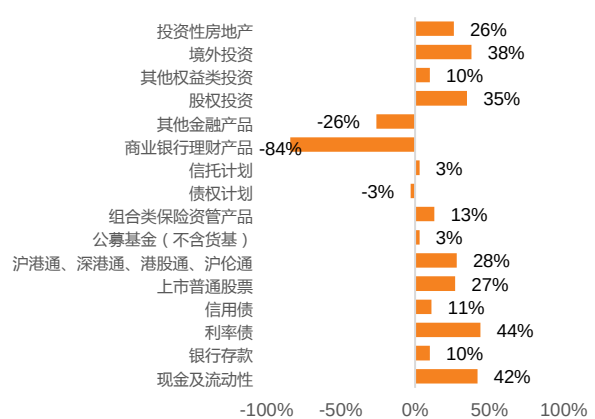
我们已经看到，险资股权投资配置正在持续上升。截至 2020 年底，中国保险资金运用余额为 21.68 万亿元。其中，险资股权投资占比 8%，同比上升约 1 个百分点，规模增长迅速，增速达到 35%，是 2020 年增速最快的资产类别之一。

图 18：保险资金大类资产配置结构



资料来源：中国保险资管协会，天风证券研究所

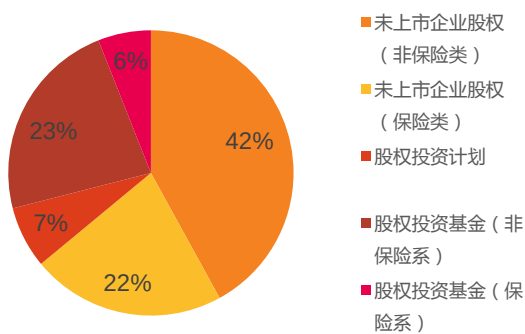
图 19：保险资金各类资产 2020 年同比增长率情况



资料来源：中国保险资管协会，天风证券研究所

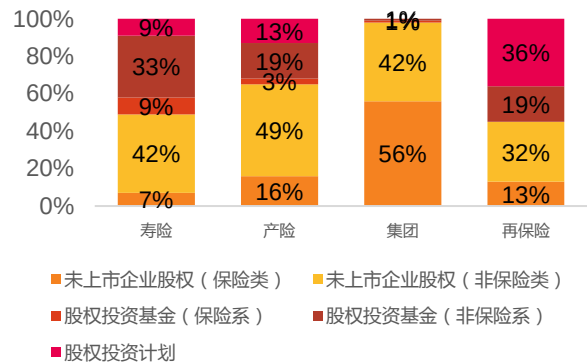
目前险资配置非保险系的股权投资基金占比较低，增长空间广阔。截至 2020 年底，险资配置中股权投资占比 8%；股权投资中，股权投资基金占比为 29%（保险系占比 6%，非保险系占比 23%）。可以判断，股权投资基金在险资配置中占比仅 2% 左右，未来增长空间广阔。

图 20：2020 年保险公司股权投资结构



资料来源：中国保险资管协会，天风证券研究所

图 21：2020 年保险公司股权投资配置模式



资料来源：中国保险资管协会，天风证券研究所

银行：理财子公司开始入场，投资金额已超百亿

银行理财子公司参与私募股权投资在制度上已经没有任何障碍。截至 2021 年 9 月，银行理财产品存续规模为 27.95 万亿元。根据银保监会 2018 年 12 月发布的《商业银行理财子公司管理办法》中的相关规定，银行理财子公司可以通过发行私募产品的方式参与私募股权投资，既可以采用直投的方式，也可以作为 LP 投资私募股权投资基金。2019 年 10 月，发改委发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》显示，银行理财资金投资于“创业投资基金”和“政府出资产业投资基金”两类基金产品时可以有穿透豁免和多层嵌套豁免。

银行理财子公司进行私募股权投资的方式主要为“直投+LP”模式或“LP模式”。截至2021年12月，21家正式开业的理财子公司中，已有11家进入私募股权投资市场，一般以“直投+LP”模式或“LP模式”为主。原因是理财子成立时间尚短，在私募股权投资领域的项目筛选、投后管理等方面尚不成熟，需要借助专业投资机构的力量，发挥资本优势。

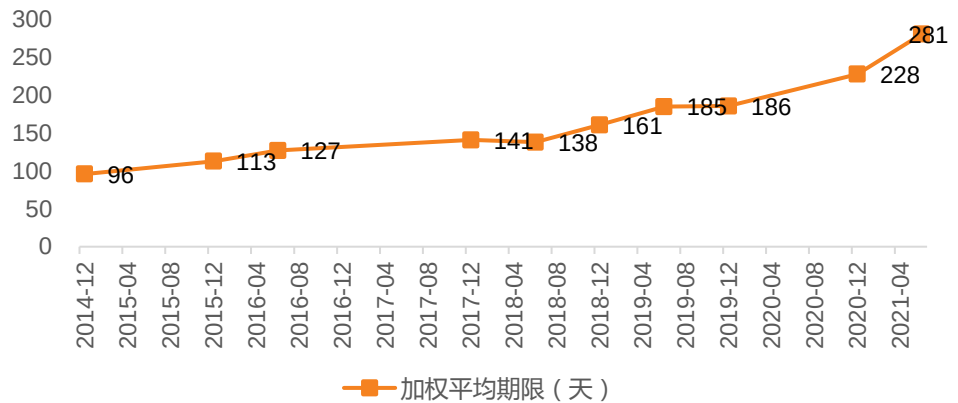
表 4：银行理财子公司参与私募股权投资已超百亿

银行理财子公司	投资基金/直投公司	基金管理人	投资比例	投资金额 (万人民币)
建信理财	四川建信兴川投资中心（有限合伙）	四川发展集团	98.10%	80000
	成都武侯武资投资管理中心（有限合伙）	武侯资本	80.00%	90000
	广东建恒乡村振兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）	恒信基金	75.00%	375000
工银理财	广盈博股一号科技创新投资（广州）合伙企业（有限合伙）	工银亚投	96.77%	6000
	成都天星股权投资基金合伙企业（有限合伙）	星润资产	50.00%	25000
	杭州浙盈锦蕴股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州金投集团	29.99%	60000
	杭州深改哲新企业管理合伙企业（有限合伙）	富浙资本	12.48%	20000
	上海乐永投资合伙企业（有限合伙）	正心谷	13.83%	10000
	珠海市铁建亚投股权投资合伙企业（有限合伙）	工银亚投	-	-
	广东省农恒乡村振兴投资合伙企业（有限合伙）	恒信基金	74.99%	375000
光大理财	杭州阳光蓝渤盛创业投资合伙企业（有限合伙）	泰达投资	91.45%	1069
	苏州光耀苏资企业管理中心（有限合伙）	苏州资管	80.00%	20000
招银理财	北京君联南海股权投资合伙企业（有限合伙）	君联资本	1.07%	1818
兴银理财	嘉兴兴睿兴元股权投资合伙企业（有限合伙）	福建能源	100.00%	50000
	上海信霖企业管理合伙企业（有限合伙）	佳讯投资（外资）	49.40%	7000
杭银理财	杭州和达新医药创业投资合伙企业（有限合伙）	和达投资	80.00%	24000
	杭州和达生物医药创业投资合伙企业（有限合伙）	和达投资	76.81%	26500
	杭州和达药谷创业投资合伙企业（有限合伙）	和达投资	80.00%	24000
	杭州如石文和股权投资合伙企业（有限合伙）	-	24.94%	10000
	杭州和达创芯创业投资合伙企业（有限合伙）	和达投资	80.00%	24000
	长三角数文（绍兴上虞）股权投资合伙企业（有限合伙）	浙江省文化产业投资	13.33%	20000
	杭州和达聚芯创业投资合伙企业（有限合伙）	和达投资	80.00%	24000
	杭州荷塘创新股权投资合伙企业（有限合伙）	-	-	-
徽银理财	合肥市海通徽银股权投资合伙企业（有限合伙）	海通开元	32.26%	10000
	上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）	浦东科技	0.99%	5000
信银理财	国投创合国家新兴产业创业投资引导基金（有限合伙）	国投系	1.93%	20000
	湖州市大数据运营有限公司	直投	0.90%	100
	杭州灵西机器人智能科技有限公司	直投	6.41%	8.33325
	宁波勤邦新材料科技有限公司	直投	1.49%	38.9292
苏银理财	苏州高新医疗产业投资合伙企业（有限合伙）	苏高新创投	50.00%	50000
	昆山市台商发展投资基金合伙企业（有限合伙）	昆山创业集团	43.19%	39000
华夏理财	北京首发展华夏龙盈接力科技投资基金（有限合伙）	首都科技集团	99.00%	49500
合计				1447034

资料来源：wind，企查查，天风证券研究所

我们判断，随着政策支持、投资者结构优化，银行理财子将成为私募股权基金的重要资金来源。1）大力发展私募股权基金，提高直接融资比重已经成为共识，商业银行作为规模最大、覆盖人数最广的资管机构，我们判断，未来政策会进一步放宽。2）在打破刚兑、净值化转型加速的背景下，投资者投资理念也将改善，长周期理财产品占比将逐渐提升。在这两方面的共同推动下，我们认为，未来银行理财子将成为私募股权基金重要、稳定的资金来源。

图 22：2018 年后封闭式理财加权平均期限显著上升



资料来源：中国理财网，天风证券研究所

养老金：社保基金投资私募股权基金扩张，其他养老金入场是大势所趋

养老金中，目前仅社保基金允许投资私募股权投资基金。截至 2020 年底，我国养老金结存余额约 12 万亿元，其中第一支柱全国社保基金为 2.46 万亿，基本养老保险 5.81 万亿，第二支柱企业年金 2.25 万亿，职业年金余额已突破 1 万亿。但目前仅有社保基金允许投资私募股权基金。

表 5：全国社会保障基金和基本养老保险基金的投资范围

	投资范围
全国社会保障基金	经批准的境内投资范围包括银行存款、债券、信托贷款、资产证券化产品、股票、证券投资基金、股权投资、股权投资基金等； 经批准的境外投资范围包括银行存款、银行票据、大额可转让存单等货币市场产品、债券、股票、证券投资基金，以及用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等。
基金养老基金（包括企业职工、机关事业单位工作人员和城乡居民养老基金）	养老基金限于境内投资。投资范围包括：银行存款，中央银行票据，同业存单；国债，政策性、开发性银行债券，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券，债券回购；养老金产品，上市流通的证券投资基金，股票，股权，股指期货，国债期货。 国家重大工程和重大项目建设，养老基金可以通过适当方式参与投资。 国有重点企业改制、上市，养老基金可以进行股权投资。范围限定为中央企业及其一级子公司，以及地方具有核心竞争力的行业龙头企业，包括省级财政部门、国有资产管理部出资的国有或国有控股企业。（投资国家重大项目和重点企业股权的比例，合计不得高于养老基金资产净值的 20%。）

资料来源：中国证券投资基金业协会，中国政府网，天风证券研究所

社保基金投资私募股权基金规模占比仅 2.4%，较上限 10%还有较大空间。2008 年 4 月，国务院批准全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，总体投资比例不超过全国社保基金总资产（按成本计）的 10%。中基协数据显示，截至 2020 年末，社保基金出资私募股权、创业基金规模为 592 亿元，出资额占社保基金总资产仅 2.4%，较 10%的投资上限仍有较大空间。

图 23：社保基金投资的私募股权基金一览

出资时间	出资规模 (亿人民币)	被投资基金名称	基金管理机构
2021/4/29	-	杭州余杭龙磐健康医疗股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	龙磐资本
2020/8/27	12.00	北京中关村龙门基金投资中心 (有限合伙)	中关村大河资本
2020/6/9	25.00	北京君联晟源股权投资合伙企业 (有限合伙)	君联资本
2019/11/25	10.00	宁波梅山保税港区华兴领源股权投资合伙企业 (有限合伙)	华兴新经济基金
2019/10/30	-	杭州创乾投资合伙企业 (有限合伙)	经纬中国
2019/8/7	25.00	苏州工业园区元禾秉胜股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	元禾控股
2019/7/2	30.00	博裕景泰 (上海) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	博裕资本
2019/6/19	24.00	北京首璟丰泰管理咨询中心 (有限合伙)	首钢基金
2019/4/8	30.00	宁波梅山保税港区红杉铭盛股权投资合伙企业 (有限合伙)	红杉中国
2019/2/13	10.00	北京信润恒股权投资合伙企业 (有限合伙)	中信资本
2018/12/26	20.00	厦门鼎晖晨淳股权投资合伙企业 (有限合伙)	鼎晖投资
2018/11/23	5.00	弘毅贰零壹伍 (深圳) 股权投资基金中心 (有限合伙)	弘毅投资
2018/6/13	24.00	深圳市招银朗曜成长股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	招银国际资本
2018/4/10	24.00	和谐成长二期 (义乌) 投资中心 (有限合伙)	IDG资本
2018/3/23	15.00	北京君联慧诚股权投资合伙企业 (有限合伙)	君联资本
2018/1/16	10.00	宽帝诚柏长江 (湖北) 投资基金合伙企业 (有限合伙)	宽帝资本
2017/4/12	40.00	珠海高瓴天成二期股权投资基金 (有限合伙)	高瓴投资
2017/3/17	25.00	镇江金浦城市发展投资基金 (有限合伙)	金浦产业投资
2017/1/9	24.00	上海临港园开股权投资合伙企业 (有限合伙)	临港华宝投资
2016/9/1	40.00	南京江北基础设施股权投资基金 (有限合伙)	扬子国投
2016/8/4	10.00	海富长江成长股权投资 (湖北) 合伙企业 (有限合伙)	海富产业投资基金
2016/3/4	50.00	中国政企业务投资基金股份有限公司	政企业务基金管理
2016/1/14	60.00	北京中交建壹期股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	中交基金
2015/11/30	40.00	中电创新基金 (有限合伙)	中电鑫安
2013/4/8	40.00	上海国投协力发展股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	国投创新
2013/3/19	15.00	北京信事投资中心 (有限合伙)	CPE源峰
2012/11/21	2.57	北京赛富弘元投资中心 (有限合伙)	赛富投资基金
2012/11/21	2.37	北京赛富创元投资中心 (有限合伙)	赛富投资基金
2012/4/23	6.00	上海复星惟实一期股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	复星创投
2011/6/9	10.00	天津新远景优盛股权投资合伙企业 (有限合伙)	尚城&鸿为资本
2011/4/2	10.00	中金佳泰 (天津) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	中金资本
2011/3/30	10.00	上海金融发展投资基金 (有限合伙)	金浦产业投资
2011/3/16	10.00	天津君睿祺股权投资合伙企业 (有限合伙)	君联资本
2011/2/28	30.00	天津鼎晖嘉尚股权投资合伙企业 (有限合伙)	鼎晖投资
2011/1/30	3.00	北京君联睿智创业投资中心 (有限合伙)	君联资本
2010/12/30	30.00	北京弘毅贰零壹零股权投资中心 (有限合伙)	弘毅投资
2010/12/7	10.00	弘毅道远 (天津) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	弘毅投资
2010/8/26	12.00	北京和谐成长投资中心 (有限合伙)	IDG资本
2008/12/16	20.00	绵阳科技城产业投资基金 (有限合伙)	CPE源峰
2008/6/12	20.00	天津鼎晖股权投资一期基金 (有限合伙)	鼎晖投资
2008/4/24	20.00	弘毅投资产业一期基金 (天津) (有限合伙)	弘毅投资
2008/4/21	5.00	天津诚柏股权投资合伙企业 (有限合伙)	宽帝资本

资料来源：清科研究中心，企查查（根据公开信息整理，可能不完全），天风证券研究所

我们判断，未来养老金入场是大势所趋。截至 2020 年末，社保基金出资私募股权、创投基金的规模占养老金总规模的比例仅 0.5%。随着长端利率持续下行，市场逐步成熟，我们判断，未来基本养老保险、企业年金、职业年金及第三支柱资金放开私募股权基金投资是大势所趋。

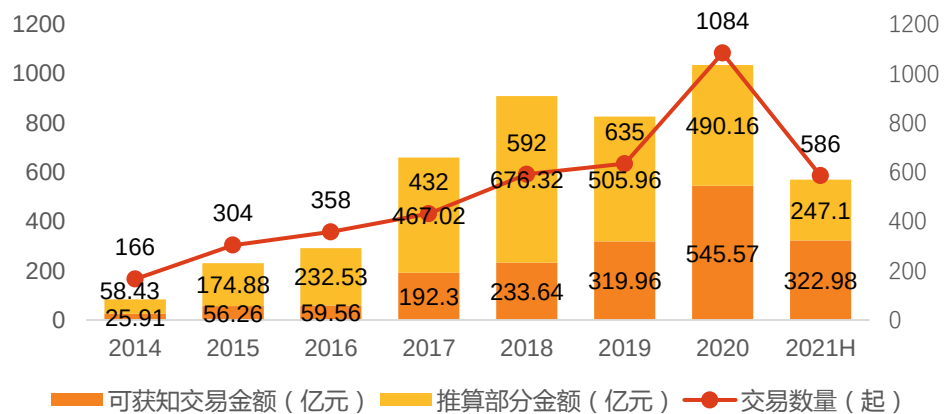
3.1.2. S 基金体系建设逐步完善，流动性症结有望有所改善，募资吸引力将进一步增加

流动性问题成为投资人出资私募股权基金越来越关注的因素。早年成立的大量基金已进入退出期，但由于项目退出过度依赖于 IPO，仍有部分项目面临退出难问题，使得 LP 资金无法回流。据清科中心统计，截至 2021 年 12 月 31 日，2009-2012 年成立的基金中，依然有约 6500 亿规模的资金尚未实现退出。叠加近年经济下行、市场波动等影响，流动性成为桎梏 LP 出资的重要因素。

北京、上海相继开展 PE/VC 份额转让试点，S 基金（私募股权二手份额基金）发展有所突破，流动性症结有望得到改善。自 2020 年以来，S 基金在募资规模、交易形式、市场参与主体等方面都有所突破。2020 年，我国股权投资基金二手份额可获知交易金额达 546 亿元，是 2014 年的 21 倍；全国首家开展 S 交易的私募股权投资和创业投资份额转让平台试点落地北京股权交易中心，全国首个针对 PE/VC 份额转让的政策正式颁布。2021 年 11 月，上海也开展 PE/VC 份额转让试点，三亚、苏州、青岛等也开始进行 S 基

金交易的研究和探索。我们判断，未来各地政府会设立更多 S 基金交易平台，国内市场、政策环境、配套设施将不断完善。S 基金的发展使得 LP 资金回流不再仅依赖于项目的退出，私募股权基金流动性将显著提升，这将提高私募股权基金募资吸引力。

图 24：2020 年后，S 基金交易金额大幅增长



资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

表 6：近年来设立的部分代表性 S 基金

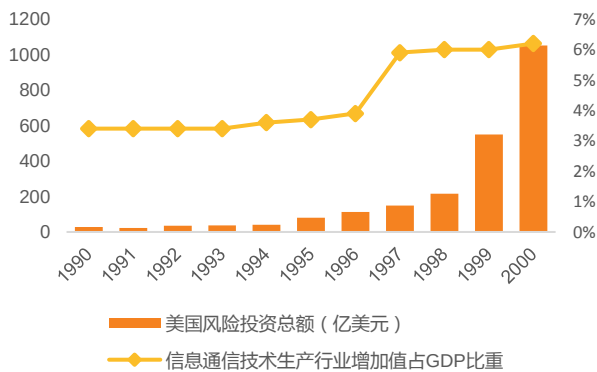
设立时间	基金名称	管理机构	投资策略	基金规模
2019/9/12	上实盛世 S 基金	上实盛世 S 基金	关注医疗健康、智能科技、消费升级等领域中后期基金份额及项目	5.1 亿人民币
2019/10/16	深创投 S 基金	深创投 S 基金	以私募股权基金 LP 份额或投资组合为主要投资对象	25 亿人民币
2020/4/24	TR 资本四期美元基金	TR 资本	人民币基金重组、资产组合收购、美元直接投资等	3.5 亿美元
2020/12/22	越秀金信 S 基金	越秀产业基金	生物医药、人工智能、半导体集成电路、消费科技等	5 亿人民币
2020/12/29	北京清科和嘉二期投资管理合伙企业（有限合伙）	清科母基金	硬科技、高端装备制造等领域的基金份额和项目	20 亿人民币
2021/1/21	广州新型成长股权投资合伙企业（有限合伙）	广州基金	Primary+Secondary+Direct 模式	3.96 亿人民币
2021/5/24	LGT 双 S 基金	LGT 资本	以私募股权二级市场策略为 GP 提供单一资产流动性解决方案	60 亿美元
2021/6/1	苏州纽尔利新策股权投资 S 基金	纽尔利资本	母基金+直接投资+私募股权二手份额投资	20.88 亿人民币
2021/9/8	北京科创接力基金	国科嘉和基金		200 亿人民币

资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

3.2. 资产端（需求）：万余家“专精特新”企业需要私募股权基金支持，北交所成立将拓宽项目退出渠道、加快退出周期

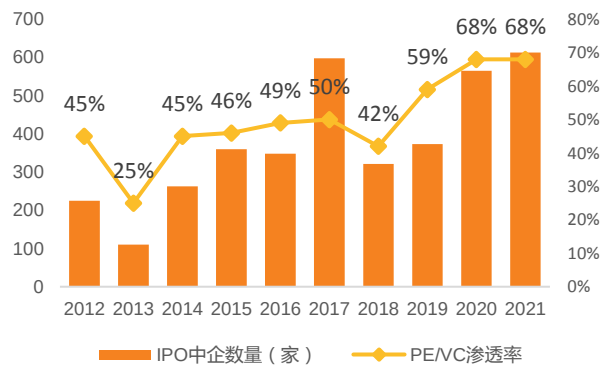
中国正处于产业结构转型的关键时期，科技创新需要私募股权机构支持。1）海外经验表明，私募股权投资有效地推动了科技创新发展。美国从 60 年代的半导体、大型计算机到 70 年代的微处理器、微型计算机，从 80 年代的电脑软件到 90 年代的网络、生命科学，每个阶段都有一批如谷歌、微软、苹果、甲骨文等优质企业，在私募股权投资的支持下迅速成长。2）在我国，私募股权基金在支持科技创新中发挥着中重要的基础性、战略性作用。投中网数据显示，2021 年共有 421 家具有 PE/VC 背景的中企上市，PE/VC 渗透率为 68.68%，其中科创板 PE/VC 渗透率高达 85.8%，人工智能、IT 及信息化、医疗健康 PE/VC 渗透率分别为 100%、83.64%、81.72%。

图 25：美国风险投资额及信息通信技术行业增加值占 GDP 比重



资料来源：wind, NVCA, 天风证券研究所

图 26：中国 2012-2021 年 IPO 方式退出 PE/VC 渗透率



资料来源：投中网, 天风证券研究所

万余家“专精特新小巨人”待支持，这将为私募股权基金提供源源不断的优质资产。“十四五规划”指出，要在中小企业里培育出一批专精特新小巨人企业，集中于新一代信息技术、高端制造、新能源、新材料、生物医药等领域，解决中国目前面临的很多“卡脖子”的技术问题。根据《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》，2021-2025 年，中央财政累计安排 100 亿元以上奖补资金，引导地方完善扶持政策和公共服务体系，分三批(每批不超过三年)重点支持 1000 余家国家级专精特新“小巨人”企业，并将带动 1 万家左右中小企业成长为国家级专精特新“小巨人”企业。

北交所的成立为专精特新创新企业提供了新的上市平台，大幅拓宽私募股权基金项目的退出渠道、缩短退出周期。2021 年 9 月，北京证券交易所注册成立，11 月正式开市。北交所是以新三板精选层为基础组建的，专注于服务中小企业创新发展。与科创板、创业板相比，北交所作为多层次资本市场体系的下层板块，上市门槛更低、容纳的上市公司数量更多，私募股权基金的退出渠道将大大扩容。此外，北交所对于持股比例低于 10% 以下的普通股东未设限售期，私募股权基金未来可以根据判断自由选择退出时机。这将缩短私募股权基金的退出周期，加快创新资本的流动，提升基金利用率及回报率。北交所首批 81 家“专精特新”上市公司中，至少有 63 家获得 PE/VC 机构的支持，渗透率近 80%。

表 7：北交所、科创板、创业板上市财务条件及对比

上市标准	北交所	科创板	创业板
市值+净利润	• 市值 ≥ 2 亿元 • 最近两年净利润均 $\geq 1,500$ 万元 • 加权平均 ROE 平均 $\geq 8\%$ 或： • 市值 ≥ 2 亿元 • 最近一年净利润 $\geq 2,500$ 万元 • 加权平均 ROE 平均 $\geq 8\%$	• 市值 ≥ 10 亿元 • 最近两年净利润均为正 • 累计净利润 $\geq 5,000$ 万元	• 最近两年净利润均为正 • 累计净利润 $\geq 5,000$ 万元
市值+净利润+收入	无	• 市值 ≥ 10 亿元 • 最近一年净利润为正 • 营业收入 ≥ 1 亿元	• 市值 ≥ 10 亿元 • 最近一年净利润为正 • 营业收入 ≥ 1 亿元
市值+收入+经营活动现金流	• 市值 ≥ 4 亿元 • 最近两年营业收入平均 ≥ 1 亿 • 最近一年营收增长率 30% • 最近一年经营活动现金流净额为正	• 市值 ≥ 20 亿元 • 最近一年营业收入 ≥ 3 亿元 • 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计 ≥ 1 亿元	无
市值+收入+研发投入	• 市值 ≥ 8 亿元 • 最近一年营业收入 ≥ 2 亿 • 最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例 $\geq 8\%$	• 市值 ≥ 8 亿元 • 最近一年营业收入 ≥ 2 亿 • 最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例 $\geq 8\%$	无
市值+研发投入（技术优势）	• 市值 ≥ 15 亿元 • 最近两年研发投入合计 $\geq 5,000$ 万元	• 市值 ≥ 40 亿元 • 符合科创板定位需具备的技术优势 或 • 条件（医药企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验）	无
市值+收入	无	• 市值 ≥ 30 亿元 • 最近一年营业收入 ≥ 3 亿元	• 市值 ≥ 30 亿元 • 最近一年营业收入 ≥ 3 亿元

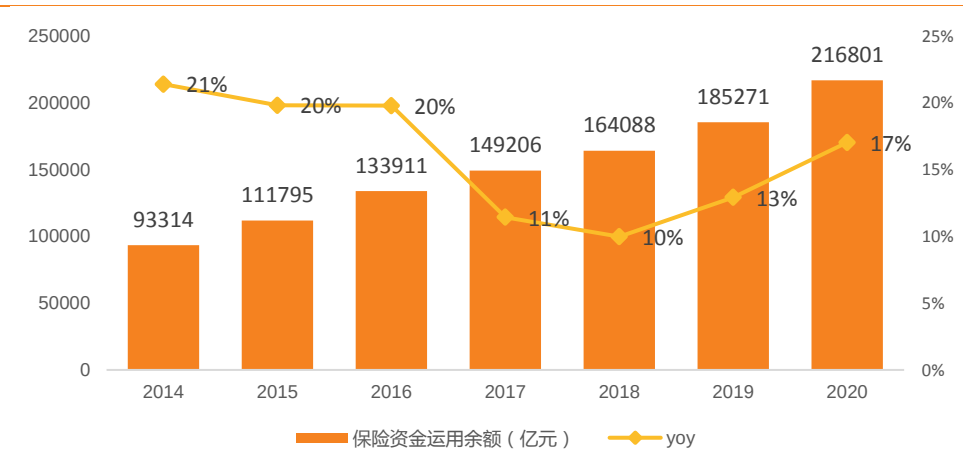
资料来源：北京证券交易所，天风证券研究所

4. 增长空间：2030 年市场规模或将达 56 万亿元，长期资金占比提升

4.1. 规模测算：2030 年私募股权基金规模将达到 56.2 万亿，CAGR 为 17.6%

假设 1：2021 年至 2030 年保险资金运用余额年复合增速为 15%，2030 年保险资金股权投资的比例将达到 20%，其中 50% 的资金以 LP 的投资私募股权基金。过往实质刚兑的资管产品（信托、银行理财等）的收益率和安全性双降，居民资产正面临迁移加速的拐点。一方面，居民资产会向预期收益率高的权益类资产转移；另一方面，居民资产会向“绝对”安全的产品转移，保险产品能够为客户锁定未来长期收益率，实质上具有“刚兑”属性，是家庭资产配置中不可或缺的安全性资产。2014-2020 年保险资金运用余额增速在 10%-21% 之间，随着部分居民资产向保险类产品转移，我们预计未来保险资金运用余额的年复合增速为 15%。截至 2020 年底，保险资金运用余额为 21.68 万亿元，保险资金参与股权投资的比例为 8%，其中以基金（非直投）的形式占比 29%。根据前文分析，我们预计，保险资金参与股权投资的比例将持续上行，假设 2030 年将达到 20%，其中 50% 的资金以基金形式参与。

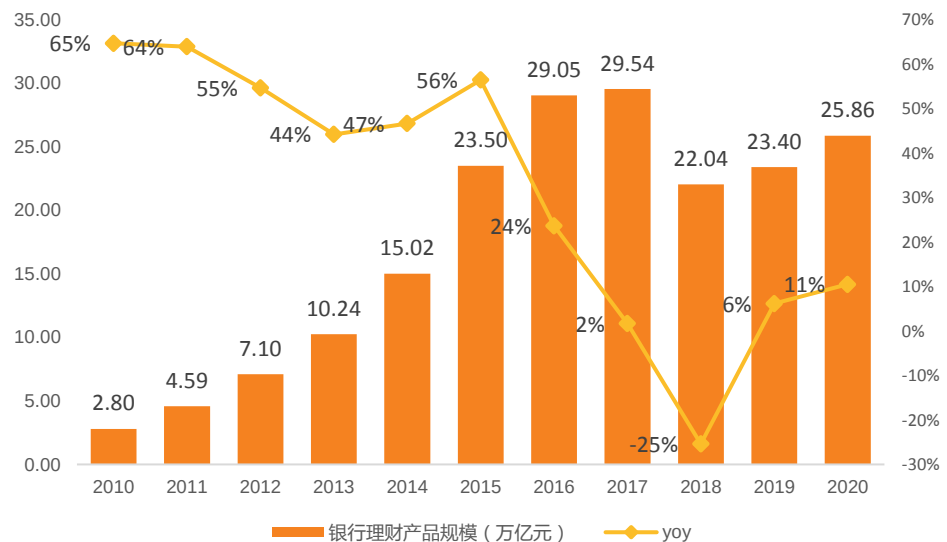
图 27：2014-2020 保险资金运用余额及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

假设 2：银行理财产品规模年复合增速为 10%，投向私募股权投资基金的比例为 10%。截至 2021 年 9 月，银行理财产品存续规模为 27.95 万亿元，理财子公司市场份额占比稳步增长，占比达 48.97%，已成为理财市场绝对主体。我们预计，未来理财产品将全部转移至理财子公司。2018 年之前，银行理财以“高收益+实质刚兑”成为最具吸引力的金融产品，2010-2017 年存续规模复合增速达 40%。2018 年后，随着刚兑打破，净值化转型，吸引力已相对下降。经过 2018 年的调整后，银行理财规模逐渐企稳，2021 年增速达 11%，我们假设 2021 年至 2030 年维持复合增速为 10%。根据前文分析，我们预计，银行理财子公司资金参与股权投资的比例将持续上行，假设 2030 年将达到 10%，考虑到理财子公司特点，我们假设全部以投资基金形式参与。

图 28：银行理财产品存续规模及增速



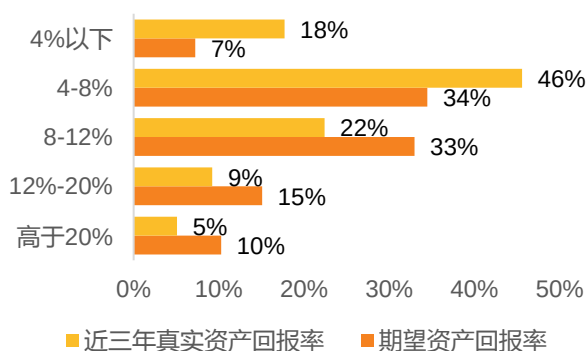
资料来源：中国理财网，天风证券研究所

假设 3：2030 年养老金总规模占 GDP 的比重达到 20%，投向私募股权基金的比例将提升至 10%。按照可比口径，2019 年中国各类养老金总计大约 11.6 万亿元，在 99.1 万亿元的 GDP 总量中仅占 11.7%，这个比重远低于 OECD 国家的平均值 49.7%。随着养老金制度的不断完善，第二支柱和第三支柱的建设，我们假设 2030 年养老金总规模占 GDP 的比重达到 20%。其中，投向私募股权基金的比例将提升至 10%。

假设 4：居民可投资者资产 2021 年至 2025 年保持 6.5%左右增速，2026 年至 2030 年保持 5%增速，2030 年高净值人群可投资资产占比维持 36%水平，2030 年高净值人群资产中配置私募股权投资基金的比例达到 10%。我们预计，未来高净值人群配置私募股权投资基金将从直接投资转向机构管理。

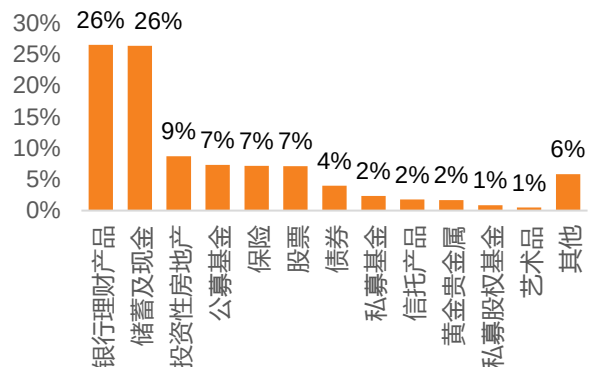
截至 2020 年底，中国高净值人群持有可投资资产规模达 84 万亿元。在利率下行和房住不炒的趋势下，企业家增配私募股权资产是必然选择。目前，企业家资产配置中银行理财和储蓄现金占比高，实际投资回报率难达预期。与成熟金融市场国家的高净值客户相比，我国企业家私募股权资产配置比例还非常低。根据瑞士银行 2020 年对全球 121 家最大的家族办公室调研，这些家族办公室另类资产（以私募股权、REITS、对冲基金为代表）配置比例达 35%。利率下行是大概率趋势，国内房住不炒政策坚定不移，国内企业家想要达到期望回报率，需增配权益类资产，包括私募股权资产。受到市场行情波动及产品丰富度提升等影响，资产配置的复杂性越来越高，高净值人群投资决策过程中，更愿意寻求专业机构（包括私人银行机构、券商财富管理机构、第三方财富管理机构等）的配置意见。我们判断，高净值人群配置私募股权基金将从直接投资转向财富机构管理。

图 29：大部分受访企业家真实资产回报率不及预期



资料来源：中国银行《中国企业家家族财富管理白皮书》，天风证券研究所

图 30：企业家资产配置中，银行理财和储蓄现金占比超过 50%



资料来源：中国银行《中国企业家家族财富管理白皮书》，天风证券研究所

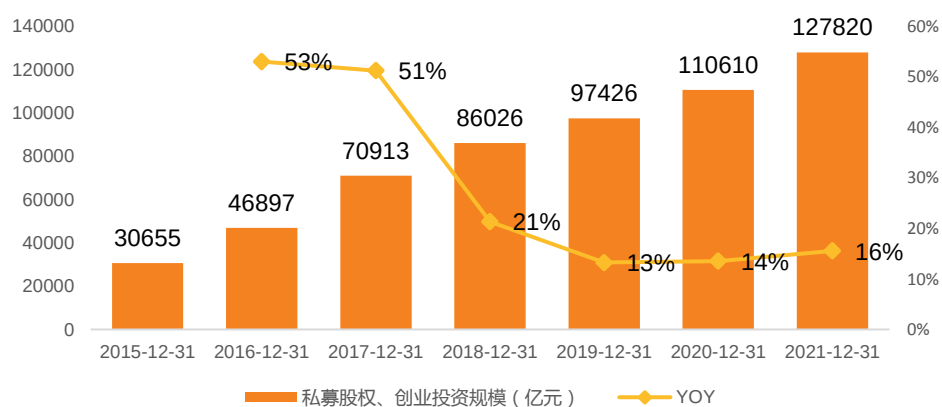
图 31：中国高净值人群持有可投资者资产规模及占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

假设 5: 政府资金和企业资金稳步增长。在目前私募股权基金的出资来源中, 50%的资金均来自于企业资金, 其中企业资金中大部分来自于国有企业, 亦可视为政府资金。我们判断, 在未来国家的大力支持下, 该部分资金保持稳步增长。2019-2021 年, 私募股权、创业投资基金规模增长率分别为 13%、14%、16%, 我们假设 2021-2023 年政府资金和企业资金出资增长率与私募股权、创业投资基金规模近年增长率维持相同水平, 即假设 2021-2023 年政府资金和企业资金出资增长率为约 15%, 随着市场化进程加快, 2024-2030 年增长率逐渐下降, 2030 年降至 10%。

图 32: 2015-2021 年私募股权、创业投资规模及增长率



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 天风证券研究所

在以上假设下，我们测算，2030 年私募股权投资基金市场规模达 56.18 万亿，CAGR 为 17.6%。

图 33：2030 年私募股权投资基金市场规模测算

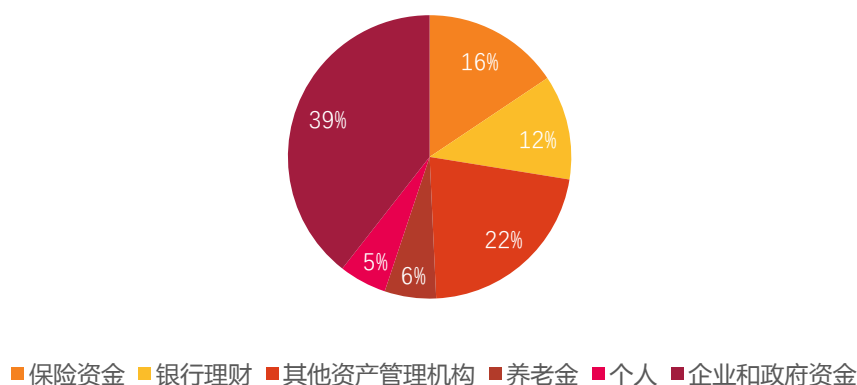
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金												
保险资金运用余额 (亿元)	185271	216801	249321	286719	329727	379187	436065	501474	576695	663200	762680	877081
yoy	13%	17%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
其中：股权投资占比	7%	8%										20%
其中：股权投资基金占比		29%										50%
股权投资金额 (亿元)		17344										175416
股权投资基金金额 (亿元)		5030										87708
银行理财												
银行理财规模 (亿元)	234000	258600	284460	312906	344196.6	378616.3	416477.89	458125.67	503938.24	554332.07	609765.27	670741.8
yoy		11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
其中：投向私募股权基金占比												10%
投向私募股权基金规模测算 (亿元)												67074
养老金												
GDP	986515.2	1013567	1064245	1117458	1173330	1231997	1293597	1358277	1426191	1497500	1572375	1650994
yoy		3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
养老金占GDP比重	12%	12%	12%	13%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
养老金规模测算	116000	117000	127709	139682	152533	172480	194040	217324	242452	269550	298751	330199
其中：投向私募股权投资基金占比												10%
投向私募股权投资基金金额 (亿元)												33020
高净值客户												
中国居民可投资资产 (亿元)	2000000	2410000	2573880	2746330	2927588	3117881	3317425.3	3483296.6	3657461.4	3840334.5	4032351.2	4233968.8
yoy	5.3%	20.5%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其中：高净值人群资产占比	35%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
高净值人群可投资资产 (亿元)	700000	840000	926597	988679	1053932	1122437	1194273	1253987	1316686	1382520	1451646	1524229
其中：私募股权基金占比												10%
高净值人群投资私募基金规模估算 (亿元)												152423
其中：直接投资 (亿元)												30485
其中：委托财富管理机构投资 (亿元)												121938
企业资金+政府资金 (亿元)		63649	73197	84176	96802	111323	126908	144675	163483	183101	201411	221552
yoy			15%	15%	15%	15%	14%	14%	13%	12%	10%	10%
私募股权基金规模合计 (亿元)		110610										561777
cagr												17.6%

资料来源：wind，中国理财网，天风证券研究所

4.2. 结构测算：长期、稳定资金占比提升

根据上文测算，2030 年保险资金、银行理财、养老金等稳定资金的占比分别为 16%、12%、6%，占比合计达 34%，长期、稳定资金占比显著提升。

图 34：2030 年私募股权基金出资占比测算



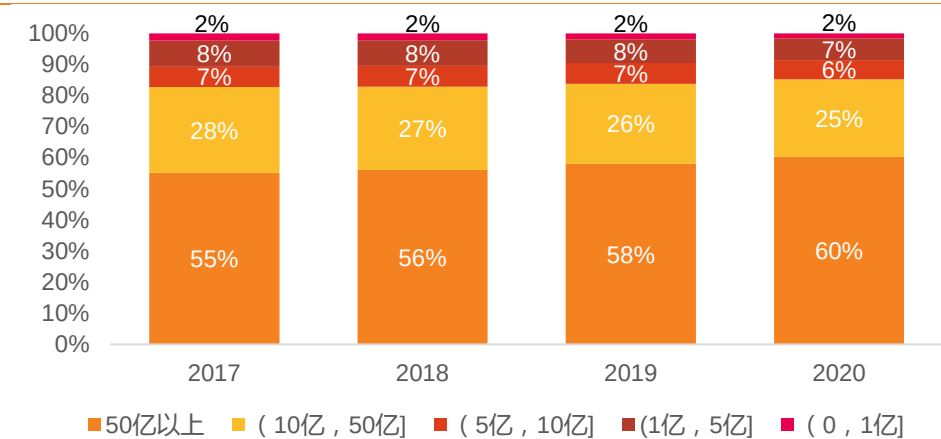
资料来源：wind，中国理财网，天风证券研究所

5. 竞争格局：集中度持续提升，品牌辨识度是核心竞争力

5.1. 集中度持续提升，原因是头部机构的高品牌辨识度深入人心

私募股权基金行业集中度持续提升。根据在中基协备案的数据显示，50 亿规模以上的私募股权基金管理人管理规模从 2017 年的 55.2% 提升至 2020 年的 60.4%，10 亿规模以上的管理人管理规模从 2017 年的 82.8% 提升至 2020 年的 85.2%，行业集中度持续提升。

图 35：不同管理规模的管理人分布，按规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

我们认为私募股权基金的真实集中度将更高，原因是同一机构常设多个基金管理人主体。例如，清科研究中心数据显示，IDG 资本至少下设 13 家基金管理人，其中 5 家基金管理人的规模在百亿以上。如果以投资机构为主体统计，我们判断，私募股权基金行业集中度将更高。

表 8：IDG 旗下的基金管理人

基金管理人	管理规模	设立时间
海南和谐恒兴私募股权投资基金管理有限公司	0-5 亿	2021/2/10
天津宸辉投资管理有限公司	20-50 亿	2020/5/25
珠海由德投资控股有限公司	5-10 亿	2017/9/21
横琴和谐荣泰投资管理有限公司	0-5 亿	2017/5/9
中青旅红奇（横琴）基金管理有限公司	10-20 亿元	2017/3/9
西藏爱奇惠德创业投资管理有限公司	100 亿元以上	2016/5/16
珠海爱奇道口投资管理有限公司	10-20 亿元	2017/4/12
和谐汇股权投资管理（北京）有限公司	20-50 亿元	2015/7/30
和谐天明投资管理（北京）有限公司	100 亿元以上	2015/2/10
和谐卓睿（珠海）投资管理有限公司	100 亿元以上	2016/8/15
珠海和谐博时资本管理有限公司	0-5 亿元	2015/7/29
和谐浩数投资管理（北京）有限公司	100 亿元以上	2014/2/19
和谐爱奇投资管理（北京）有限公司	100 亿元以上	2009/1/7

资料来源：清科研究中心，中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

集中度的不断提升源于头部机构的品牌辨识度已深入人心，品牌辨识度的形成依赖于其先发优势、投资实力和投后管理能力。三十年大浪淘沙，进入市场较早的机构能够依靠其历史业绩的展现获得更良好的口碑；投资实力是获取投资人信赖的核心，强大的投资实力是品牌辨识度建立的关键；创投管理人的重要意义在于与企业共同成长，优异的投后管理能力在企业家中形成的口碑也是品牌辨识度建立的核心因素。

1) 品牌辨识度需要长期积累，进入市场早是必要条件。由于私募股权基金投资回报期较长，成立时间较短的机构因项目未进入退出期，没有历史业绩参考，只有进入市场较早的机构才有机会通过其历史业绩的展现而获得更好的口碑。

表 9：2001-2020 年清科主榜单上榜次数排名

机构简称	成立时间	上榜次数
IDG 资本	1992 年（进入中国）	20
君联资本	2001 年	20
赛富投资基金	2001 年(SAIF)	20
深创投	1999 年	20
达晨财智	2000 年	19
华平	1994 年（进入中国）	19
英特尔投资	1991 年	18
鼎晖投资	2002 年	17
凯雷投资	1998 年（设立亚洲办事处）	17
软银中国资本	2000 年	17
DCM	1995 年	16
北极光	2005 年	16
红杉中国	2005 年	16
纪源资本	2000 年	16
金沙江创投	2003 年	16

资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

2）三十年大浪淘沙，投资实力强大的机构才能形成品牌辨识度。投资实力是获取投资者信赖的核心因素，只有在长期投资过程中成功经历周期考验，依然保持稳健投资收益率的机构才能真正建立自身的品牌辨识度。

2001 年至今，股权投资市场格局发生了巨大变化，2001 年上榜的机构到 2020 年榜单中仅剩 21 家。“潮水退去方知谁在裸泳”，众多机构因市场环境变化、投资竞争加剧被淘汰出局，只有真正依赖扎实的投研基础获取超额收益的机构才是真正投资实力的展现。这些投资实力强的头部机构投资不依赖于某段特殊时期的行业红利，投资领域涵盖各个阶段和各个行业（而非仅投资某热门赛道）。

表 10：私募股权基金各投资阶段特征

轮次	阶段	风险	收益率	投资期限
种子轮	种子期	技术不成熟等不确定因素较多，风险最大	最大	最长
天使轮 Pre-A 轮	初创期	产品开发、管理费用增加，但仍没有销售收入，风险较大	较大	较长
A 轮 B 轮 C 轮	成长期	项目已开始营运，能够获得一定的收入，风险较小	较小	较短
Pre-IPO	成熟期	项目营运已稳定，且市场地位较高，产生利润，风险最小	最小	最短

资料来源：天风证券研究所

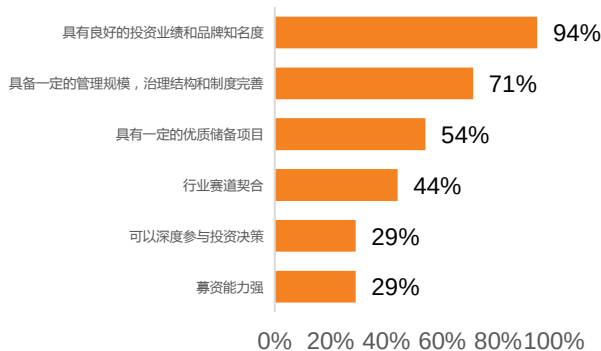
3）投后管理能力是头部机构在企业家中形成口口相传口碑的关键，也是建立品牌辨识度的重要手段。创投管理者的不仅在为企业家提供创业资金，更为重要的是涵盖被投企业的生命周期，与企业家和被投资企业共同成长。头部创投牌机构品牌辨识度的形成过程中，成功企业家的口口相传至关重要。未来，以“商业评估+投后增值”形式与企业共成长的商业逻辑将取代过往“快速投资+资本市场套利”的方式，拥有优秀的投后管理能力的创投基金管理人将更受青睐，品牌辨识度将得到持续提升。

5.2. 头部平台品牌辨识度这一核心竞争力未来将持续强化

强大的品牌辨识度已经成为私募股权管理机构的核心竞争力，未来这一优势将持续强化。高品牌辨识度的机构能够在募资端的资金来源、资产端的优质项目获取能力、投资端的胜出概率上获取巨大优势。

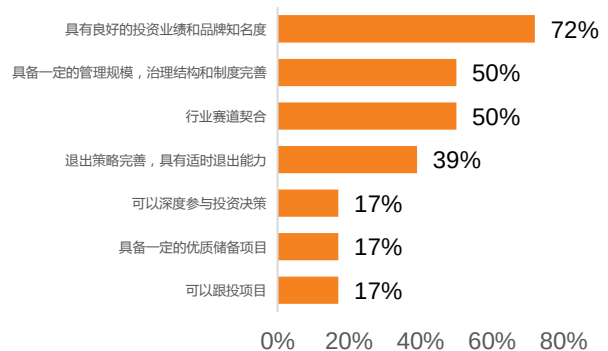
拥有更强品牌辨识度的头部机构在募资端能够获取更多优质资金。1) 政府引导基金、市场化母基金等 LP 筛选子基金管理机构考虑的首要因素即具有良好的投资业绩和品牌知名度。2) 保险资金方面，监管对于私募股权基金管理人的适当性要求从严执行。自 2010 年正式开放保险资金参与股权投资基金开始，对基金管理机构的要求如注册资本不低于 1 亿元，管理资产余额不低于 30 亿元等要求一直未改变。根据中国保险资产管理业协会 2021 年保险资金投资的私募股权投资基金管理人评价结果，A 类名单中，管理规模在 100 亿以上的机构占比达 60%。

图 36：政府引导基金筛选子基金管理机构要素



资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

图 37：市场化母基金筛选子基金管理机构要素



资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

表 11：保险公司投资股权投资基金对基金管理人的资质要求从严执行

保险公司投资股权投资基金管理机构资质要求	
1	具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；
2	注册资本不低于 1 亿元，已建立风险准备金制度；
3	投资管理适用中国法律法规及有关政策规定；
4	具有稳定的管理团队，拥有不少于 10 名具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于 3 个，其中具有 5 年以上相关经验的不少于 2 名，具有 3 年以上相关经验的不少于 3 名，且高级管理人员中，具有 8 年以上相关经验的不少于 1 名；拥有不少于 3 名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员；
5	具有丰富的股权投资经验，管理资产余额不低于 30 亿元，且历史业绩优秀，商业信誉良好；
6	具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；
7	建立科学的激励约束机制和跟进投资机制，并得到有效执行；
8	接受中国保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况；
9	最近三年未发现投资机构及主要人员存在重大违法违规行为；
10	中国保监会规定的其他审慎性条件。

资料来源：保监会，中国政府网，天风证券研究所

拥有更强品牌辨识度的私募机构能够获取更为优质的项目。在私募一级市场，投资是相互选择的过程，资金在遴选优质项目的同时，优质项目也在同时头部机构靠拢。投中数据显示，2021 年上半年，占比 9%的头部机构为 51%的企业提供了 53%的资金支持。原因在于，被投企业不仅需要长期资金的支持，还需要人才、技术、品牌建设、运营管理、产业资源等全方位的创新要素支持。一方面，已经形成品牌辨识度的头部机构在长期发展中已经具备了各方面的管理经验以及各行业的产业资源，能够直接给被投企业提供配套资源支持。另一方面，高品牌辨识度机构的投资对被投资企业本身就是一种品牌背书，可以间接为企业吸引人才、获得客户的肯定，提高企业价值。

沿产业链进行投资，投资胜出概率更高。初创企业存在的问题有二，一是面向上游缺乏议价权，导致成本高企；二是销售渠道有限，产品销路不畅。头部私募股权机构在同一

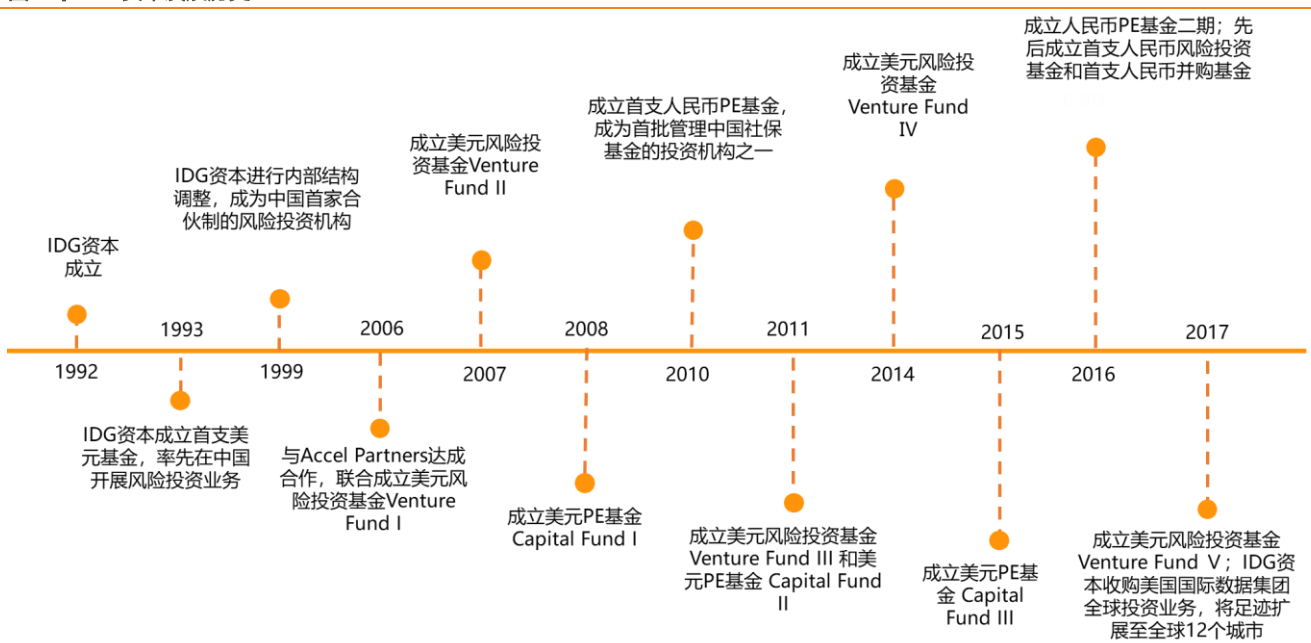
产业链中进行长期投资，积累下了与大量企业的关系，可以帮助被投企业对接优质的供应商和客户资源。通过建立研发联盟、产业链联盟、市场合作联盟等方式，帮助被投资企业扩产降本，提升投资胜出概率。

5.3. 四川双马：拥有来自 IDG 的顶级投资团队，具有超高品牌辨识度

私募股权基金管理业务已成为公司主营业务，实际控制人为 IDG 合伙人。公司上市之初的主营业务为水泥的制造和销售，2016 年，北京和谐恒源科技有限公司取得公司 26.52% 股份，公司实际控制人变为 IDG 合伙人林栋梁先生。此后，公司剥离部分水泥业务，开展私募股权基金业务。2021 年 12 月 16 日，公司发布公告，拟将公司名称从“四川双马水泥股份有限公司”变更为“四川和谐双马股份有限公司”，经营范围从“水泥、水泥处理、技术服务”变为“企业总部管理；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；大数据服务；人工智能应用软件开发；智能控制系统集成；建筑材料销售”。随着经营业务的逐步发展，公司已成为一家从事产业投资及管理 and 股权投资基金管理的上市公司。

投资团队来自 IDG 资本，具有超高品牌辨识度。IDG 资本是中国最早的私募股权投资机构之一，1993 年 IDG 进入中国，是中国私募股权基金时代开启的重要标志。近三十年来，IDG 凭借其超强的投资能力和投后管理能力，经历周期考验，保持稳健投资收益率，在历年各大评选机构的私募股权管理机构榜单上常年位居前列。在 2001-2020 年清科主榜单中，6 次位居最佳 VC 机构榜首，是历年位居榜首最多的机构；常年位列“投中网中国最佳创业投资机构”TOP10。

图 38：IDG 资本发展历史



资料来源：IDG 官网，天风证券研究所

IDG 深耕“先进制造”赛道，积累了深厚的投资经验和行业资源，四川双马有望成为“中国先进制造”一级市场投资龙头。IDG 多年来深耕“先进制造”赛道，投资领域覆盖高端制造全产业链，深厚的投资经验和积累的行业资源可以为四川双马所管理的基金有效赋能。目前四川双马共管理两家基金，合计规模约 175 亿元：①河南省和谐锦豫产业投资基金，基金规模 66.74 亿元，主要投资大消费方向；②义乌和谐锦弘股权投资合伙企业，投资规模为 108.02 亿元，投资方向主要是芯片、半导体等高端科技方面的先进制造。

目前公司投资企业里有 2 家已上市（中微公司，2020 年 6 月末持股 2.39%，目前降至 1.58% 以下；翱捷科技，持股 5.61%），1 家已过会待上市（屹唐股份，持股 2.5%）；1 家待上市（捷氢科技，2021 年 11 月 25 日上汽集团公告拟分拆旗下捷氢科技单独至科创板上市）。除以上四家公司外，四川双马的投资项目还包括：卫蓝新能源科技、蜂巢能源、重塑能源集团、时空电动、高景太阳能、数智星辰科技、格盛科技等 40 余家企业，均为半

导体、新能源等“先进制造”高度景气赛道、且处于快速发展期。

表 12: IDG 资本“先进制造”全产业链布局（代表企业）

相关领域	代表公司	公司简介
半导体及关键元器件	Amlogic	业界领先的半导体公司
	美新半导体	微电子机械集成电路（MEMS，IC）的研发、制造与销售（已在纳斯达克上市）
信息通信设备	ASR	致力于移动智能通讯终端、物联网、导航及其他消费类电子芯片的平台研发、方案提供、技术支持和服务等，产品线覆盖包括 2G、3G、4G 在内的多制式通讯标准
操作系统及工业软件	云景智维	室内定位技术研发公司
新型显示	易美芯光	集 LED 芯片、封装和应用于一体的外资高新技术企业
智能设备制造	富士康工业互联网	鸿海精密旗下公司，为客户提供以工业互联网平台为核心的新形态电子设备产品智能制造服务（已于 A 股上市）
新能源	欣旺达	专注于锂电池模组整体研发、制造及销售（已在 A 股上市）
	茂硕电源	国内知名专业电源制造和节能减碳新能源企业（已在深交所上市）
	蔚来汽车 Nio	通过提供高性能的智能电动汽车与极致用户体验，蔚来致力于为用户创造愉悦的生活方式（已于纽交所上市）

资料来源：IDG 官网，天风证券研究所

图 39: 四川双马所管理基金的投资项目（部分）

和谐锦豫	和谐锦弘
深圳市智岩科技有限公司	中微半导体（上海）股份有限公司（已上市）
杭州微拍堂文化创意有限公司	时空电动汽车股份有限公司
致欧家居科技股份有限公司	树根互联股份有限公司
广州蓝深科技有限公司	北京屹唐半导体科技股份有限公司（已过会）
天津锋物科技有限公司	翱捷科技股份有限公司（已上市）
准时达国际供应链管理有限公司	上海重塑能源集团股份有限公司
上海锦煊信息技术有限公司	天津格盛科技有限公司
河南省知行太极文化旅游有限公司	广东高景太阳能科技有限公司
彼悦（北京）科技有限公司	北京卫蓝新能源科技有限公司
今麦郎食品股份有限公司	蜂巢能源科技有限公司
湖南文和友小龙虾有限公司	青海丽豪半导体材料有限公司
	天津格盛科技有限公司
	欣旺达电动汽车电池有限公司
	浙江正泰安能电力系统工程有限公司
	北京奕斯伟科技集团有限公司
	上海捷氢科技有限公司（拟上市）

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

在行业集中度提升背景下，四川双马将凭借 IDG 的高品牌辨识度，显著受益于私募股权基金行业的高速发展。新发基金募资额将为公司带来管理费增量；项目退出渠道的拓展将显著降低项目退出难度，推升投资收益率，业绩报酬和跟投投资收益有望带来利润的超预期增长。

5.4. 中国光大控股：世界私募股权机构百强，品牌效应显著

光大控股已有超 20 年私募股权投资管理经验，是世界私募股权机构百强。中国光大控股于 1997 年在香港成立，拥有超过 20 年跨境资产管理及私募股权投资经验，是香港唯一一家以另类资产管理为核心业务的上市公司，母公司为中国光大集团。2021 年，光大控股在国际权威机构 PEI300 评选中排名 75 名，中国上榜的机构仅有 29 家，光大控股在中

国排名第 4。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，与投资者共同培育了众多具高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。

图 40：2021 年 PEI300 中国上榜机构

排名	机构名称	近五年募集金额（百万美元）	地点
27	招商局资本	19106	深圳
35	高瓴集团	16079	香港
59	CPE	8736	北京
75	中国光大控股	7544	香港
78	春华资本	7320	北京
90	PAG	6694	香港
91	骏麒投资	6374	香港
101	中信资本	5956	香港
103	博裕投资	5700	香港
108	IDG 资本	5250	北京
113	鼎晖投资	4643	香港
118	德弘资本	4500	香港
120	弘毅投资	4473	北京
136	方源资本	3966	香港
139	启明创投	3777	上海
156	联想集团	3100	香港
167	华兴资本	2975	北京
168	高榕资本	2952	北京
171	五源资本	2872	上海
180	源码资本	2746	北京
196	云锋基金	2500	上海
223	EMR 资本	2200	香港
241	厚朴基金	2000	北京
243	大钲资本	2000	北京
250	CMC 资本	1949	上海
286	HTC 集团	1660	台湾
294	金沙江创业投资	1590	北京
296	挚信资本	1580	上海
299	平安资本	1568	上海

资料来源：PEI 官网，天风证券研究所

光大控股凭借多年投资经验积累了丰富的产业资源，以产业联动资产管理，形成“产融结合”的独特模式。光大控股以自有资金培育四大产略型产业平台，包括中国最大的独立经营飞机租赁商中飞租赁、人工智能物联网独角兽公司特斯联、优质养老品牌光大养老，中国不动产私募股权基金领导者光大安石。在产业平台持续发展的同时，光大控股发挥资产管理优势，以产业联动资产管理，打造自有资金+基金管理协同联动，形成“产融结合，相互促进”的独特模式。2020 年围绕特斯联产业能力，光智系列基金新增募资规模 36.1 亿港元；围绕中飞租赁产业能力，航空主题基金新增募资规模 17.8 亿港元。

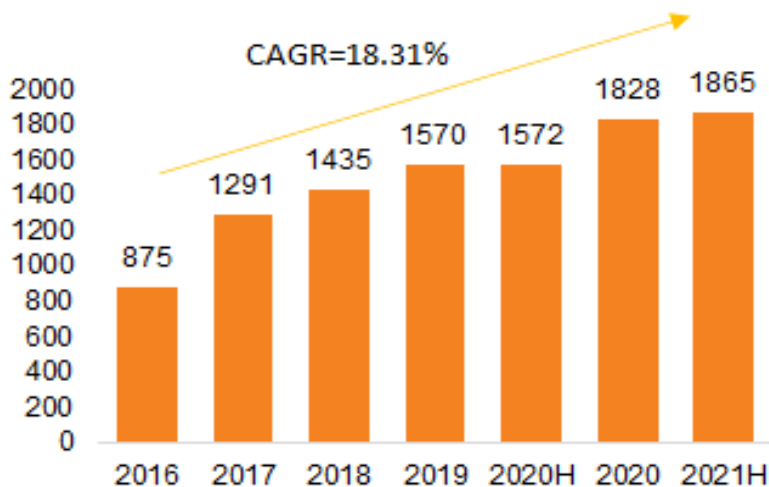
图 41：光大控股战略性产业平台（截至 2021 年上半年末）

飞机租赁 CALC	人工智能物联网 TERMINUS 特斯联	养老健康 光大养老 EVERBRIGHT	不动产管理 光大安石 EBA INVESTMENTS
 一站式飞机全产业链解决方案供应商 - 中飞租赁于2018年连续第四年获《全球运输金融》杂志评选为「年度最佳飞机租赁商」,并连续两年被《Airline Economics》杂志授予「亚太区年度最佳飞机租赁商」 - 持续保持世界飞机租赁行业前10名 目前机队规模 129 2021年上半年飞机交付 6架 飞机处置 4架	 中国AIoT的独角兽企业 - 位列《2020胡润全球独角兽榜》全球人工智能独角兽企业中第33位 - 六次入选 IT 研究与顾问咨询公司 Gartner 报告 2020迪拜世博会全球12家官方首席合作伙伴之一 专利数 千余项 发明专利数 660	 中国领先的高端养老健康服务公司 - 光大养老已进入全国10余个省份45个城市,管理各类养老机构近100余家, 管理床位数达到逾3万张。 - 稳居观点月度指数「中国养老运营发展指数」首位 管理床位 ~30,000 覆盖城市 45 运营机构数量 ~100	 中国房地产私募基金领导者 - 光大嘉宝通过光大安石管理项目37个,在管基金规模约为人民币460亿元 2021年正式发布自有写字楼资产管理品牌WELLBEING - 连续7年蝉联“中国房地产基金综合能力TOP10”榜首荣誉 大融城品牌项目 21个 在管项目 37个 管理建筑面积 220+万平方米

资料来源：公司年报、中飞租赁官网，特斯联官网、光大养老官网，天风证券研究所

凭借优秀的投资能力、丰富的产业资源形成的高品牌辨识度，光大控股资产管理规模稳步增长。2016-2021H，光控顺应银行、险资的另类资产配置需求，围绕大基金战略提升募资能力，基金规模从 2016 年的 875 亿港元增长至 2021H 的 1865 亿港元，年复合增速达 18.31%。

图 42：光大控股基金管理规模（亿港元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们判断，在私募股权基金行业利好政策的层层催化下，光大控股资产管理规模将进一步增长，业绩报酬和自有资金投资收益有望超预期增长。

6. 风险提示

资本市场大幅波动。资本市场大幅波动，私募股权基金退出不确定性加大，退出收益可能降低。

政策推动不及预期。私募股权基金行业募资端和退出端的利好政策推动效果可能不及预期，未来险资、银行理财子公司、养老金等配置私募股权基金比例不及预期。

测算具有主观性。私募股权基金未来规模增长基于一系列主观假设测算，与客观环境可能有所差异。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com