

非银金融

证券研究报告

2022年05月07日

从商业模式出发，看好私募股权基金业务的价值重估——私募股权基金行业深度报告（下）

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

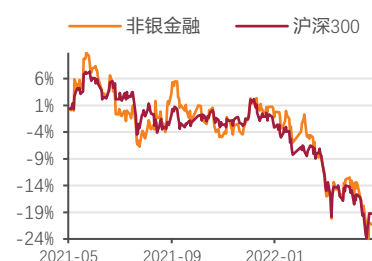
zhouyingjie@tfzq.com

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-行业点评:2022Q1 公募基金保有量点评:头部集中度提高,看好具有机构业务优势的券商》
2022-05-01

2 《非银金融-行业专题研究:公募基金全产业链回顾与展望:2021 年业绩斐然,2022 年成长性有望持续》
2022-04-27

3 《非银金融-行业点评:东方财富:业绩同比+13.6%,成长抵御波动!》
2022-04-23

私募股权基金的行业本质：连接初创企业（资产端/资金需求方）与长期投资者（资金端/资金供给方）的投资中介。资产端看，新旧发展动能切换正当时，发展动能由地产和基建向科创企业的转变为私募股权基金提供了大量优质资产，专精特新初创企业的发展更需要来自于私募股权基金的资金支持。资金端看，政策利好频出叠加加大财富管理转型浪潮，私募股权基金的资金供给有望更为充足。

私募股权基金的商业模式：分“募投管退”四阶段，管理费、业绩报酬、自有资金投资收益是管理机构三大利源，投资回报率是决定机构盈利能力的核心变量。创投机构的运作过程可以分为募集资金、投资项目、项目管理和项目退出四个阶段。在基金的存续期内，按管理认缴规模收取管理费，达到门槛收益率后收取业绩报酬，并通过自有资金跟投增厚业绩。通过对收入端和支出端的拆解，我们发现创投机构的盈利取决于三个变量：投资回报率、基金管理规模和成本费用率，其中投资回报率是决定创投机构盈利的核心变量。

私募股权基金业务的核心竞争优势：人才决定的基金投资回报率形成核心竞争力，海外成熟机构通过完善的激励机制构建人才护城河。投资家通过影响“募投管退”各环节的运营效果，决定投资业绩。因此，对于创投机构来说，选择优秀的投资家及保持投资团队稳定至关重要，海外头部机构通常设置完善的短、中、长期员工激励机制，构建核心人才护城河。

私募股权基金业务的估值：海外成熟机构多采用 P/AUM 估值，现金流贴现模型更适合我国的成长型机构。海外机构多采用 P/AUM 的方式进行估值，但这些机构均已处于成熟期，我国的创投机构多处于高速成长期，未来基金管理规模将持续高速增长，现有基金管理规模无法体现其价值。我们以现金流贴现法为基础，构建了能够体现成长性的估值模型：1) 构建适合于创投机构的自由现金流；2) 采用无风险套利的思想，假设 LP 期望的最低回报率与创投机构股权的折现率相同；3) 模型中设置基金管理规模增长参数，分别体现行业成长性 & 机构成长性。

估值结论：投资回报率提升、行业规模增长、利润率水平提升、自有资金投资比例降低可以提高创投机构估值，其中估值对投资回报率最为敏感。我们认为，中国头部创投机构有望受益于中国私募股权基金行业的黄金发展期，凭借其高回报率享有更高的估值水平。同时，随着中国私募股权基金行业的规模扩容及逐渐成熟，中国创投机构的自有资金比例将有所下降，规模效应下利润率也将提升，创投机构估值有望进一步提升。

投资建议：根据四川双马的具体情况，我们使用本文构建的模型对其估值。考虑到四川双马私募股权管理主业逐渐突出，因此不考虑水泥业务及第三方基金投资。**我们认为，2022 年四川双马的私募股权基金业务对应估值约 250 亿元（目前公司市值约 140 亿元）。**

风险提示：资本市场大幅波动；政策推动不及预期，私募股权基金规模增长不及预期；估值模型建立基于各项假设

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000935.SZ	四川双马	18.30	买入	1.30	1.93	2.90	4.52	14.08	9.48	6.31	4.05

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 行业本质：私募股权基金是连接初创企业与长期投资者的投资中介	4
2. 商业模式：募集资金进行投资管理，管理费、业绩报酬和跟投投资收益是三大利源 ...	5
2.1. 运作模式：管理人完成募、投、管、退，收取管理费和业绩报酬	5
2.2. 盈利模式：管理费和业绩报酬构成收入中枢，投资收益增厚利润	7
2.2.1. 收入侧：管理费和投资收益是中国创投机构的主要收入来源	7
(1) 管理费收入：最稳定的收入来源，头部机构收费基准更高	7
(2) 业绩报酬：头部机构高投资收益保证稳定提取业绩报酬	8
(3) 自有资金跟投：增厚管理方利润，增强 GP 与 LP 利益一致性	10
收入结构：管理费和投资收益是创投机构的主要利源	11
2.2.2. 支出侧：专业投资人员的薪酬及相关费用占比最高	12
2.2.3. 利润：投资回报率助推 AUM 提升，规模效应下提升利润率	13
3. 竞争优势：优秀的投资家及其能力是核心，完善的激励机制是构建人才护城河的关键	14
4. 估值模型：基金投资回报率是影响估值最重要的因素	16
4.1. 估值模型方法论：采用现金流贴现法，无风险套利是核心假设	16
4.2. 估值模型构建：估值对投资回报率最敏感	17
5. 投资建议	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：经济增长动力转变推动融资方式及金融底层资产转变	4
图 2：财富管理和资产管理转型	5
图 3：2011-2021 年中国股权投资基金募集金额与数量	5
图 4：私募股权基金运营模式	6
图 5：私募股权基金运作流程	6
图 6：创投机构的盈利模式	7
图 7：黑石、凯雷、KKR 管理费收入（单位：亿美元）	8
图 8：黑石、凯雷、KKR 测算管理费率	8
图 9：黑石、凯雷、KKR 已实现业绩提成收入（单位：亿美元）	10
图 10：黑石、凯雷、KKR 单位规模已实现业绩提成率	10
图 11：2018 年中国私募股权、创投类管理人平均收入构成（单位：万元）	11
图 12：中国不同规模私募股权基金管理人收入结构（2018 年）	11
图 13：海外头部管理机构收入结构（2018 年）	11
图 14：我国私募股权基金管理人营业支出结构	12
图 15：2018 年我国私募股权基金不同规模管理人成本收入比	12
图 16：黑石集团 2012-2021 年单位员工管理规模（亿美元）	13
图 17：黑石集团 2012-2021 年费用（亿美元）	13
图 18：创投机构盈利驱动因素	13

图 19: 估值的敏感度分析 (单位: 亿元)	19
表 1: 管理费收取模式口径对比	7
表 2: 部分上市创投机构管理费收取模式及收入对比	8
表 3: 业绩报酬提取模式	9
表 4: 上市管理机构披露的基金收益分配机制示例	9
表 5: 我国部分上市管理机构的业绩报酬收入与确认准则	10
表 6: 创投机构自有资金投资会计处理	10
表 7: 私募股权、创业基金管理人分层及总体财务数据	13
表 8: 黑石集团高管薪资结构 (单位: 万美元)	14
表 9: 各职级基本薪资占比	15
表 10: 黑石集团阶梯型奖金递延制度	15
表 11: 私募股权管理公司估值 (单位: 亿元)	18
表 12: 敏感性分析 (单位: 亿元)	18
表 13: 四川双马私募股权管理业务估值 (单位: 亿元)	20

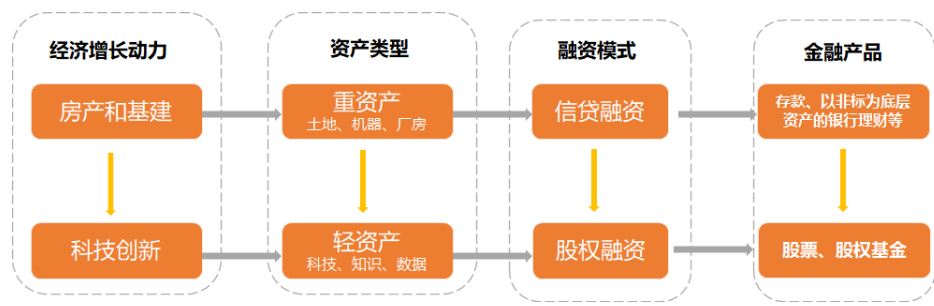
1. 行业本质：私募股权基金是连接初创企业与长期投资者的投资中介

私募股权基金是连接初创企业(资产端/资金需求方)与长期投资者(资金端/资金供给方)的投资中介。私募股权投资基金是指以私募形式完成资金募集,对非上市企业进行股权投资,在未来通过上市、并购或管理层回购等方式出售股权实现投资收益的投资基金。私募股权基金充当对接初创企业资金需求和长期投资者投资需求的桥梁,以一级股权投资的形式满足初创企业的融资需求,以非公开募集资金进行股权投资的形式满足长期投资者的资金增值需求。

我们认为,私募股权投资行业在我国或将迎来重大发展机遇,资产端和资金端的双重利好催化是推动行业未来持续高景气的主因。

资产端,新旧发展动能切换正当时,金融底层资产逻辑由地产和基建向科创企业转变,私募股权基金更能满足科创企业旺盛的资金需求。过去三十年,国民经济以地产和基建投资拉动,对应的底层资产即地产及城投平台,其拥有充足抵押品的特征决定其更适合银行间接融资,表内信贷和表外非标成为主要的形式,对应的金融产品即存款、“刚兑”银行理财(资管新规前)等。现在及未来,创新将代替地产和基建投资成为经济增长的新动力,对应的底层资产即科技创新企业。科创企业以科技、知识、数据为核心要素,具有创新活动周期长、发展速度快、不确定性高和股权结构复杂等特点,这决定了表内信贷和表外非标的间接融资方式难以为继,科创企业的发展需要与科创模式相匹配的股权融资方式。私募股权基金作为连接创新企业的投资中介,具有投资期限长、风险共担机制健全的特点,是能够长期陪伴企业成长、与科技初创企业最为匹配的金融产品。

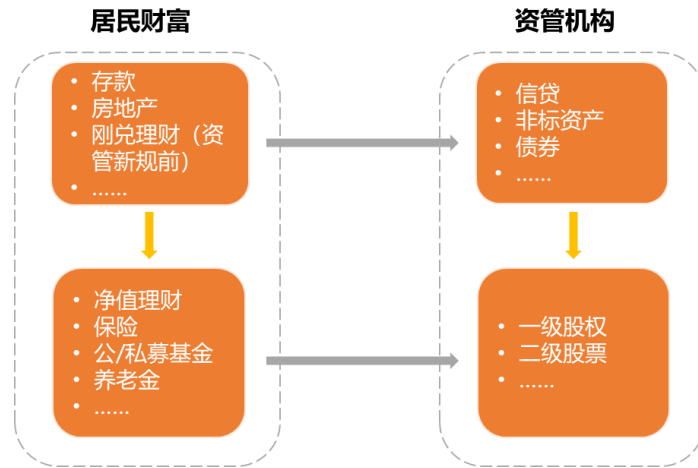
图 1: 经济增长动力转变推动融资方式及金融底层资产转变



资料来源: 天风证券研究所

资金端, 财富管理和资产管理转型浪潮下, 私募股权基金的资金供给有望更为充足。利率下行趋势+经济增长动能的转换, 使得房地产、以房地产为核心的非标资产收益率降低。因此, 我们判断: 1) 居民财富管理方面, 居民资产将从存款、房地产、以非标为底层资产的银行理财和信托等刚性兑付(资管新规前)的资产配置向权益资产等多元资产配置转变。2) 资产管理方面, 险资、养老金、银行理财子等资管机构的资产配置比例将向股权类倾斜。私募股权基金作为连接长期投资者的投资中介, 具有高收益、与其他资产低相关性等特征, 未来有望成为高净值人群和资管部门资产配置的重要组成部分。

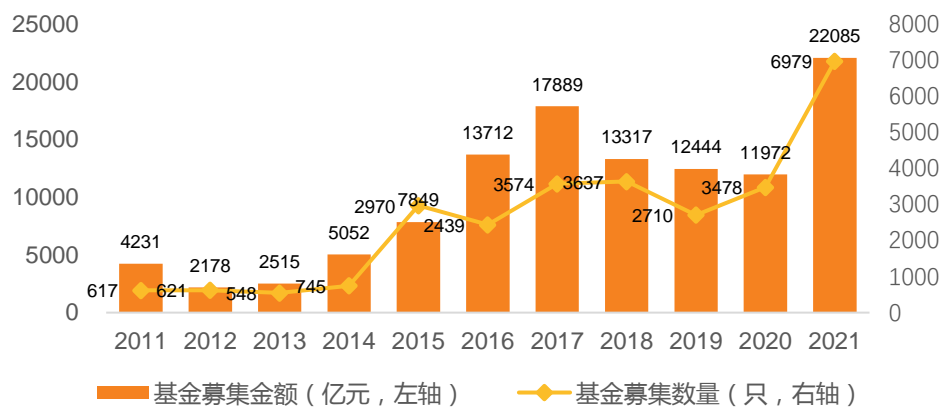
图 2：财富管理和资产管理转型



资料来源：天风证券研究所

在我们上篇深度报告《募资+退出两端催化景气度提升，推荐龙头创投平台》中，我们已经详细阐述了目前中国的私募股权基金将在资产端和资金端迎来双重催化，并将迎来快速发展。2021年，我国私募股权基金市场的加速已经显现，募资总额打破历史记录达到 2.21 万亿元，同比增长 84.5%。

图 3：2011-2021 年中国股权投资基金募集金额与数量



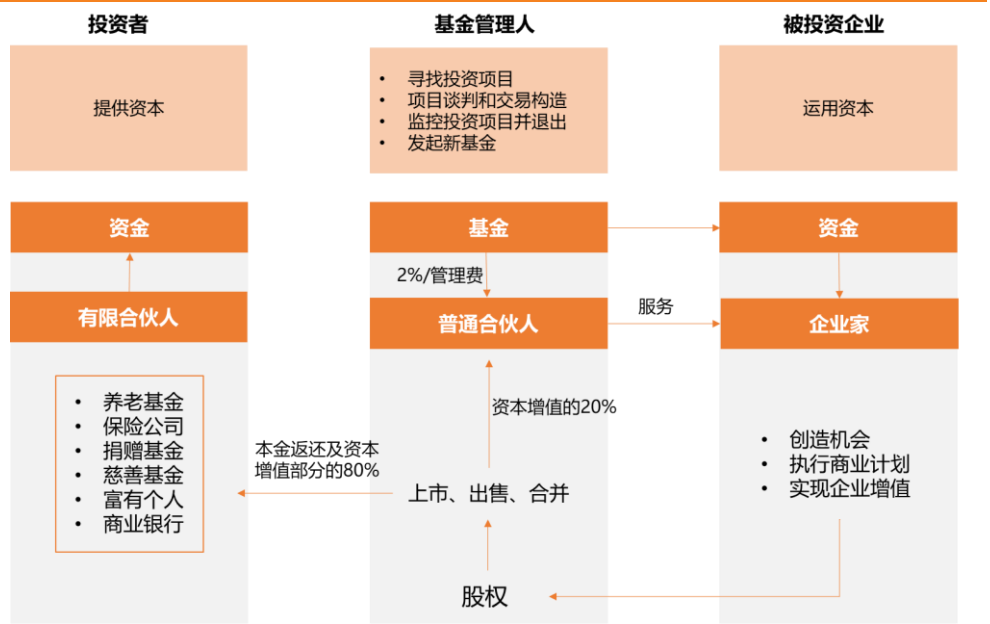
资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

2. 商业模式：募集资金进行投资管理，管理费、业绩报酬和跟投投资收益是三大利源

2.1. 运作模式：管理人完成募、投、管、退，收取管理费和业绩报酬

私募股权基金一般采用有限合伙企业的形式，即基金管理人（创投机构）作为普通合伙人（GP）、投资者作为有限合伙人（LP）共同设立一家有限合伙企业。LP 负责出资，并按出资比例分享基金收益。GP 负责基金的投资、运作和管理，并每年提取基金总额的一定比例作为基金管理费，并提取一部分基金收益作为业绩报酬。

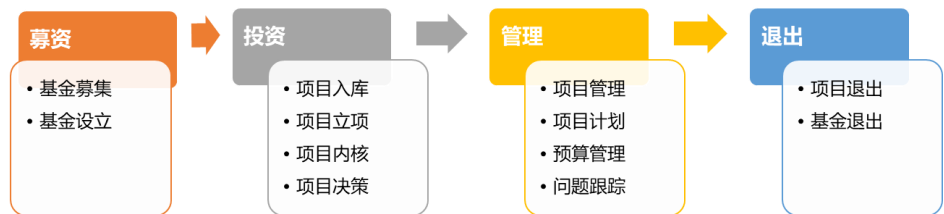
图 4：私募股权基金运营模式



资料来源：周哲聘《私募股权基金管理的国际经验与我国现有模式研究》，天风证券研究所

有限合伙企业（即私募股权基金）设有存续期（一般为 7-10 年），基金管理人要在存续期内完成募、投、管、退四个环节。1）募资：即管理人向资管机构、养老基金、银行、高净值客户等募集资金；2）投资：募资结束后，寻找具有增长潜力的初创企业，为其提供资金，将募集到现金转化为企业股权；3）管理：以投后管理的形式为被投企业提供一系列的资源及服务，与被投企业共成长；4）退出：在所持股份增值后，以 IPO、企业股权回购、股权转让等方式退出，将股权重新转化为现金流，增值部分即为投资收益。

图 5：私募股权基金运作流程



资料来源：谢燕《基于管理人视角的私募股权投资基金收益分配模式探析》，天风证券研究所

2.2. 盈利模式：管理费和业绩报酬构成收入中枢，投资收益增厚利润

创投机构¹的主要利源有三：管理费收入、业绩报酬、自有资金投资收入。私募股权基金管理业务收取的管理费和提取的业绩报酬构成收入中枢，自有资金跟投的投资收益进一步增厚利润。我们将创投机构的三大收入、成本费用进行了分解，以便从更为微观的视角把握其盈利模式。

图 6：创投机构的盈利模式



资料来源：投中信息，天风证券研究所

2.2.1. 收入侧：管理费和投资收益是中国创投机构的主要收入来源

(1) 管理费收入：最稳定的收入来源，头部机构收费基准更高

管理费收入 = 管理基金规模 (AUM) × 管理费率

基金管理费是基金管理人因投资管理基金资产而产生的费用，是基金正常运作的基础。基金管理费的收取可以使用“管理费=计算基数×管理费率×管理时间”这一公式简单概括。虽然业内已经形成了按照基金管理规模的 2%/年收取管理费率的商业惯例，但因计算基数、管理费率、管理时间的口径不同，形成了多种不同的管理费收取模式。这些口径的差异将显著影响实际收取的管理费金额的高低。一般来说，头部机构凭借其高品牌价值具有更强的议价能力，能够采用更有利于管理人的管理费收取口径，实际收取的金额较高。

表 1：管理费收取模式口径对比

	口径	含义	特点
计算基数	认缴出资额	以投资者对私募股权基金的认缴出资额为计算管理费的基数	管理费收取金额最高
	实缴出资额	以投资者对私募股权基金的实缴出资额为计算管理费的基数	管理费收取金额较高
	实际投资额	以基金实际对外投资的成本额为计算管理费的基数	管理费收取金额最低
	基金净值	以基金目前的实际净值为计算管理费的基数	管理费随实际净值波动
管理费率	固定费率	在管理费收取期限内，采用固定不变的管理费率	管理费收入比较稳定
	浮动费率	管理费收取的费率随某一特定因素而变化： 1) 随基金期限变化，如投资期内按照某一比率，管理及退出期按照某一比率，退出期按照某一比率。 2) 设置和 GP 考评、投资业绩表现、退出情况等商业要素相挂钩的浮动费率变化机制。	管理费收入有波动性
管理时间	投资期	在投资期内按基金认缴出资额支付管理费	收取的管理费最高
	管理退出期	计算基数的系数通常调整为“未退出成本”/不收取管理费	收取的管理费有所下降
	延长期	根据实际情况商定是否收取管理费	收取的管理费最低

资料来源：母基金周刊、金融界等，天风证券研究所

¹ 本文所指的创投机构即为私募股权基金管理机构或私募股权基金管理人，由于其本质并无区别，故在此不作区分，为节省篇幅，以下统称为“创投机构”或“机构”。

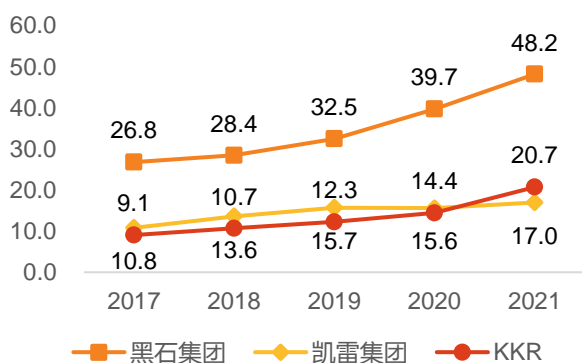
表 2：部分上市创投机构管理费收取模式及收入对比

上市机构	成立/业务开展时间	管理费收取模式	截至 2021 年末在管规模	2021 年管理费收入	2020 年管理费收入
四川双马	2017 年	投资期内按认缴规模的 2%收取，管理退出期和延长期内按未退出项目投资成本和对已投资项目预留的后续投资成本（如有）之总额的 2%收取	175 亿元	2.94 亿元	3.33 亿元
华兴资本	2013 年	主基金：投资期内按认缴规模或投资期后未退出成本的 1.5-2%收取； 专项基金：按认缴规模或投资期后未退出成本的 0-2%收取	产生管理费的管理规模：237.6 亿元	4.08 亿元	4.2 亿元
中国光大控股	2004 年	未披露	2031 亿港元	3.4 亿港元	2.96 亿港元

资料来源：各公司年报、公司公告，天风证券研究所

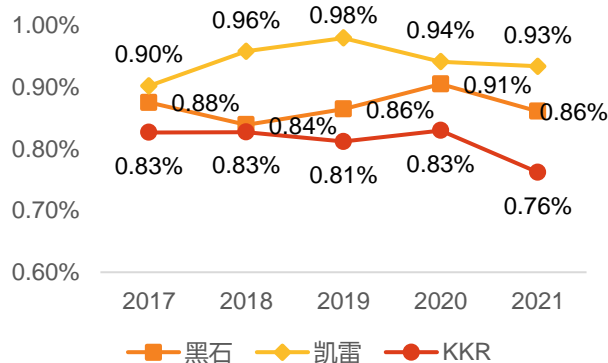
管理费是创投机构最稳定的收入来源。海外头部机构数据显示，管理费收入随其资产管理规模稳步增长，受投资业绩及经济环境变化的影响较小，管理费率相对稳定且差异不大，是投资机构能够穿越周期、最稳定的收入来源。

图 7：黑石、凯雷、KKR 管理费收入（单位：亿美元）



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 8：黑石、凯雷、KKR 测算管理费率



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

（2）业绩报酬：头部机构高投资收益保证稳定提取业绩报酬

业绩报酬 = 基金管理规模 × 基金投资回报率 × 业绩分成比例

业绩报酬（Carry）是基金管理人管理基金所收取的绩效补偿，通常在基金收益达到预期时发生。即基金回报达到一定的收益门槛后（如有），管理人可以在超额收益中提取一定比例作为绩效补偿。对于 Carry 的提取机制，业内形成了 GP 与 LP 进行二八分成的商业惯例。但因分配口径、分配时点、是否有门槛收益等，形成了多种不同形式的 Carry 提取模式。对基金管理人的当期收入和基金的运作均有较大影响。

表 3：业绩报酬提取模式

	模式	介绍	特点
分配时点	按照单个项目的退出收益进行分配	每个项目之间独立核算，若某个项目实现退出获得收益，则 GP 和 LP 按照协商好的比例进行收益分配	管理人收取 Carry 的条件更低，只要有项目存在超出该项目门槛收益的剩余收益就可单独收取该项目的 Carry，不受同基金内亏损项目的影响，对管理人更有利，LP 的利益没有得到充分保障。
	按照基金整体退出后进行分配	把基金当作一个整体，待基金清算时，将产生的投资回报按照“先回本后分利”原则进行收益分配	管理人只有在所有项目的收益总和超过对应门槛收益时才可收取 Carry，同基金内若有项目亏损将降低其收益。但因项目退出时点不同，不及时分配可能造成资金的闲置，GP 和 LP 获得收益的时间成本较高。
	按照周期进行分配	GP 与 LP 按照协议约定的时间进行收益分配，一般为一个标准年	这种方式会出现 GP 投的项目可能前期是亏损，后期是盈利（总回报亏损），但 GP 可以获取 Carry。一般会在协议中商定“回拨条款”，即若 GP 业绩提成超过约定比例，需要退还给 LP。
门槛收益	有	以全基金模式为例，基金首先偿还投资人本金后，投资人优先得到门槛收益，剩余收益部分“二八分配”	管理人获得 Carry 的时点被推迟至投资人获取门槛收益后，对管理人不利
	无	以全基金模式为例，基金首先偿还投资人本金后，收益部分直接“二八分配”	管理人可与投资人同时获得 Carry，对管理人更有利

资料来源：投中信息，天风证券研究所

不同机构不同基金采用的业绩报酬计提方式不同，从上市的部分投资机构披露的情况来看，目前 Carry 的提取方式以“按照周期进行分配”为主，并设置了相应的“回拨条款”和“门槛收益”，这符合 GP 与 LP 的利益一致性原则，有利于创投机构以及私募股权基金行业的健康发展。下面给出了目前我国私募股权基金典型的收益分配机制。

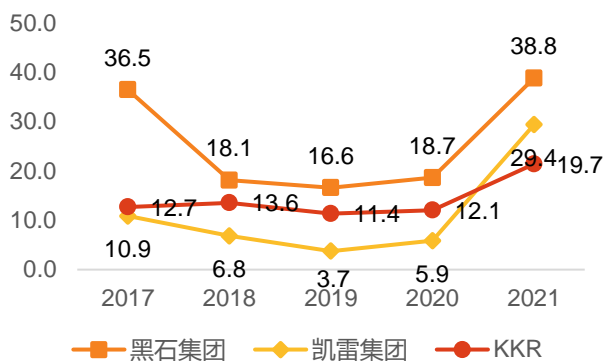
表 4：上市管理机构披露的基金收益分配机制示例

管理机构	基金	收益分配机制
四川双马	河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙） 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）	1) 返还合伙人之累计实缴资本：100%返还截止到分配时点合伙人的累计实缴资本，直至各合伙人收回其实缴资本； 2) 支付有限合伙人优先回报：在返还截止到分配时点所有合伙人的累计实缴资本之后，100%向有限合伙人进行分配，直至各有限合伙人之实缴资本实现 8%的年化单利； 3) 弥补普通合伙人回报：如在向有限合伙人支付优先回报后仍有余额，则应 100%向普通合伙人支付，直至普通合伙人本轮分配取得的金额合计达到优先回报/80%×20%的金额； 4) 80/20 分配：以上分配之后的余额的 80%归于所有合伙人，在所有合伙人之间按照其实缴资本比例进行分配，20%归于普通合伙人。

资料来源：四川双马公司公告，天风证券研究所

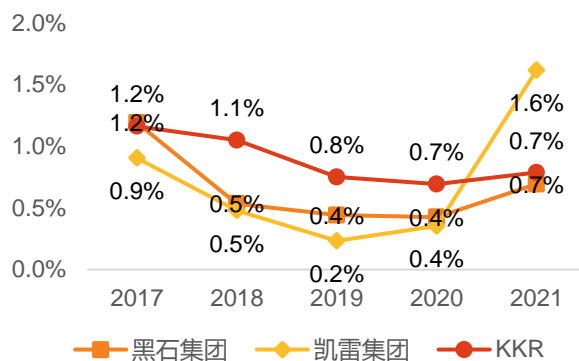
业绩报酬与管理基金业绩直接挂钩，是管理人投资管理能力的直接体现，也是相同规模水平下投资机构盈利分化的原因。公司项目的投资业绩受经济环境、退出周期以及公司自身投资能力、投后管理能力等多种因素的影响。相比管理费收入，创投机构的历年业绩报酬收入波动性明显较大。

图 9：黑石、凯雷、KKR 已实现业绩提成收入（单位：亿美元）



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 10：黑石、凯雷、KKR 单位规模已实现业绩提成率



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

表 5：我国部分上市管理机构的业绩报酬收入与确认准则

利润表科目	确认准则	截至 2021 年管理规模	2021 年业绩报酬收入	2020 年业绩报酬收入
华兴资本 已实现附带权益收入	基金的门槛收益率为 8%，基金的总回报成功超过管理该基金的协议所协定的回报水平，而累计回报金额不大可能大幅撤回时，公司有权收取绩效费，并将该绩效费确认为附带权益收入。	488.5 亿元	0.29 亿元	0.21 亿元
光大控股 表现费收入	未披露	2031 亿港元	1.32 亿港元	1.21 亿港元
同创伟业 管理报酬收入	项目管理报酬收入系公司按照合伙协议约定的比例从基金投资收益中获取的业绩报酬。公司在基金每次确定向出资人分配收益时，直接确认管理报酬收入。	283 亿元	0.93 亿元	0.47 亿元

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

(3) 自有资金跟投：增厚管理方利润，增强 GP 与 LP 利益一致性

自有资金投资收入=自有资金投资规模×投资回报率

自有资金投资业务，即基金管理人以自有资金投资于企业股权直接获取投资收益（直投），或出资公司管理的私募股权基金，间接获取股权投资收益。一方面，公司可以通过投资直接获取收益，扩大收入及利润来源；另一方面，通过对管理的私募股权基金注入适当比例的自有资金，可以与投资人保持利益一致，并彰显对基金长远发展的信心和承诺。

自有资金投资业务的收入在利润表中表现为“投资收益”和“公允价值变动损益”。其中，投资收益包括 1) 持有期间被投资企业/基金所分配的股利和分红；2) 对被投资企业的投资形成共同控制或重大影响时，被投资企业实现的净利润或亏损；3) 退出或处置被投资企业时收回的金额与账面价值的差价。公允价值变动损益是对被投资企业的投资不形成控制及重大影响时，被投资企业公允价值的变化。

表 6：创投机构自有资金投资会计处理

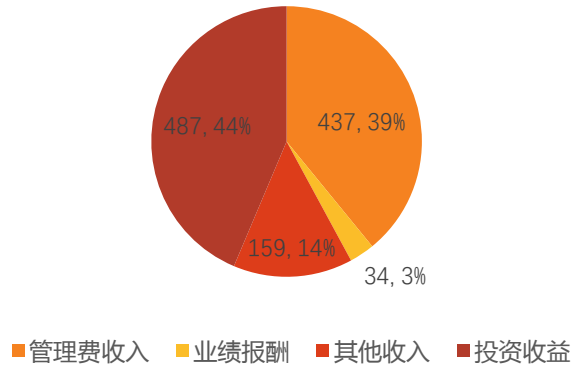
分类	会计科目	持有期间	退出或处置
控制	长期股权投资——成本法	1) 股利、分红：投资收益 2) 除资产减值外，被投股权公允价值变动不调整账面价值	以收回的金额减去初始投资成本确认投资收益
共同控制或重大影响	长期股权投资——权益法	1) 股利、分红：投资收益 2) 被投资企业实现净利润或亏损：投资收益	以收回的金额减去账面价值余额确认投资收益
其他	交易性金融资产/权益工具	1) 股利、分红：投资收益	公允价值变动损益转为投资收益
	投资/其他非流动金融资产	2) 公允价值变动：公允价值变动损益	收益

资料来源：财政部，天风证券研究所

收入结构：管理费和投资收益是创投机构的主要利源

现阶段管理费收入和投资收益是中国创投机构的主要收入来源，业绩报酬占比较低。根据《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，管理人管理费、业绩报酬、投资收益、其他收入（一般为非主营业务的销售收入、投资顾问业务产生的收入）平均金额分别为 437 万元、34 万元、487 万元、159 万元，占总收入的比重分别为 39%、3%、44%、14%。

图 11：2018 年中国私募股权、创投类管理人平均收入构成（单位：万元）



资料来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，天风证券研究所

头部机构的业绩报酬收入占比远高于中小机构，反映了头部机构较强的投资管理能力。2018 年，100 亿及以上规模的管理人管理费收入和业绩报酬收入的平均金额分别为 8968 万元、981 万元，占比分别为 56%、6%，占比远高于 100 亿规模以下的管理人，且随着管理规模的下降，这两项核心收入占比也逐渐下降。中小基金管理人的收入更加依赖于投资收益和非主营业务的其他收入。

中国头部创投机构的收入结构与海外头部机构相比仍有较大差距。中国创投机构的业绩报酬收入占比远低于海外头部机构。2018 年，黑石集团、凯雷集团、KKR 的业绩报酬收入占比分别为 36%、31%、35%，而同期中国头部机构（管理规模在 100 亿元以上）的业绩报酬收入占比仅有 6%，自有资金投资收益占比达 1/3。

图 12：中国不同规模私募股权基金管理人收入结构（2018 年）

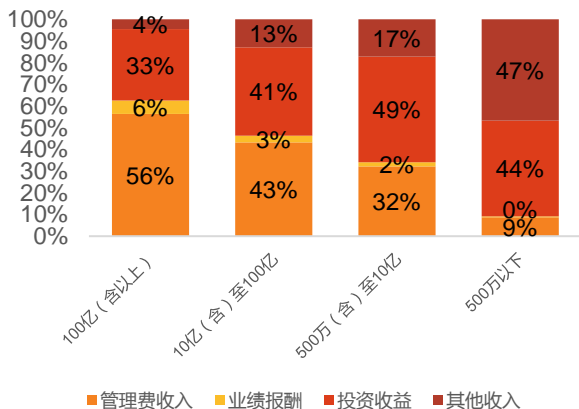
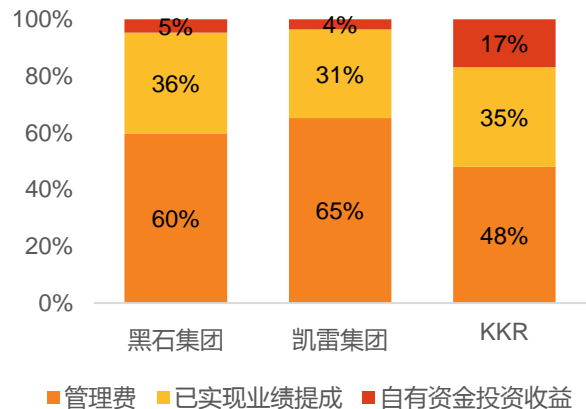


图 13：海外头部管理机构收入结构（2018 年）



资料来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，天风证券研究所

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

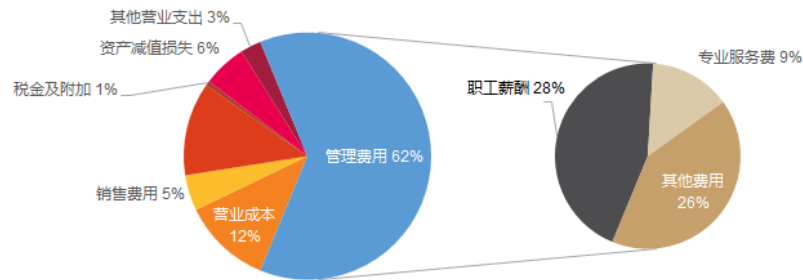
业绩报酬占比低源于我国私募股权基金的发展阶段。我们认为，1) 我国私募股权基金发展滞后，2008 年之后本土机构和人民币基金才正式崛起，2014-2017 年间才开始大幅扩张，按照股权基金的运营周期 7-10 年推算，2018 年我国私募股权基金大多尚未进入退出期，能够释放的业绩报酬有限；2) 由于长期资本长期缺位，对于管理人来说，需要一定的自

有资金支撑其业务开展，例如以自有资金的投资业绩去募集第三方资金，在基金中注入自有资金彰显信心并保持与投资人的利益一致性。我们判断，随着私募股权基金在中国发展的不断成熟，长期资金逐渐入场，近年及未来的创投机构的经营情况或将有所改善。

2.2.2. 支出侧：专业投资人员的薪酬及相关费用占比最高

以薪酬及相关费用为主的管理费用是创投机构最主要的营业支出。基金管理人的营业支出项目构成主要包括：营业成本、管理费用、销售费用、财务费用、税金及附加、资产减值损失和其他营业支出。其中，管理费用占比 62%，为占比最大的营业支出项目。管理费用主要是专业投资人员的薪酬及相关费用，包括职工薪酬、专业服务费、其他费用，分别占总支出的 28%、9%、26%。

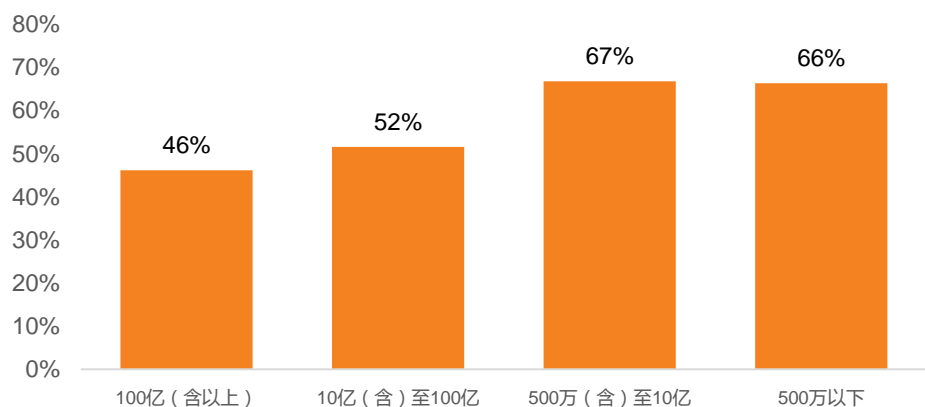
图 14：我国私募股权基金管理人营业支出结构



资料来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，天风证券研究所

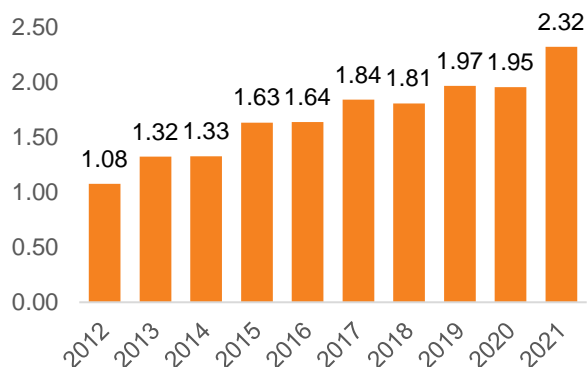
成本收入比随管理规模增加而下降，规模效应显著。以我国基金管理人 2018 年的横向数据对比，成本收入比随管理规模增加显著下降。以黑石集团历年业绩的纵向数据对比，1) 随着资产规模的扩张，单位员工资产管理规模提升，从而薪酬费用提升缓于收入增长。2012-2021 年，黑石集团管理规模复合增速达 17%，收入复合增速达 23%，薪酬费用复合增速仅为 14%。2) 其他经营费用基本固定，2012-2021 年复合增速仅为 7.5%，使得投资机构具有一定的运营杠杆。

图 15：2018 年我国私募股权基金不同规模管理人成本收入比



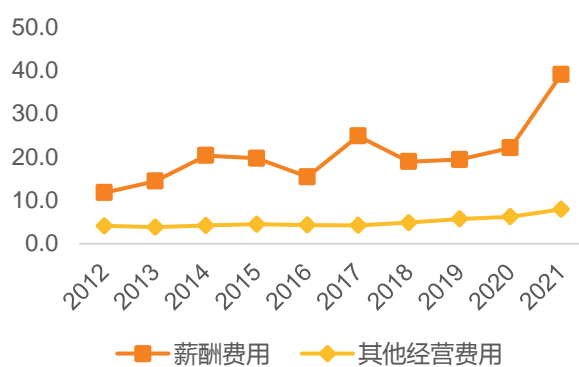
资料来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，天风证券研究所

图 16：黑石集团 2012-2021 年单位员工管理规模（亿美元）



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 17：黑石集团 2012-2021 年费用（亿美元）



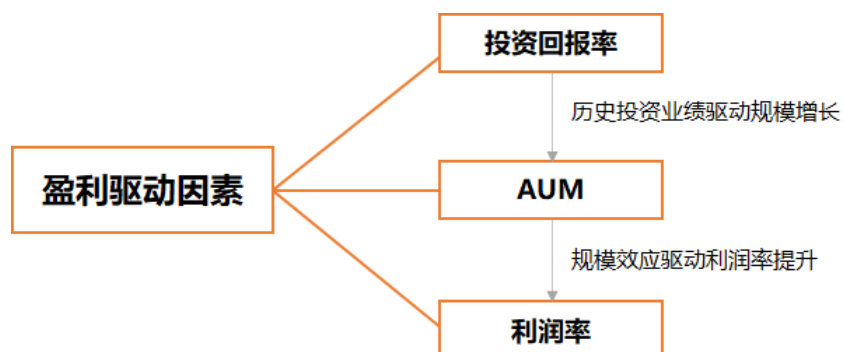
资料来源：各公司年报，天风证券研究所

2.2.3. 利润：投资回报率助推 AUM 提升，规模效应下提升利润率

基金管理规模、投资回报率、利润率是创投机构利润的三大驱动因素。通过对收入侧和支出侧的分解，可以发现基金管理规模是管理费收入和业绩报酬收入的基础，投资回报率是获取业绩报酬和投资受益的关键，利润率决定盈利水平。

投资回报率同时作用于 AUM 提升及利润率水平，是最核心驱动因素。历史投资业绩是投资人出资关注的首要因素，良好的投资回报率驱动管理规模增长，规模效应下驱动利润率提高。

图 18：创投机构盈利驱动因素



资料来源：天风证券研究所

行业中管理人业绩分化显著，盈利头部集中度高。根据中基协披露的数据，截至 2018 年末，我国在中基协备案的 1.3 万余家基金管理人管理规模 8.4 万亿元。其中，100 亿及以上规模的基金管理人平均净利润为 5327 亿元，ROE 达 24%；10 亿至 100 亿规模的基金管理人平均净利润超 1000 万元，ROE 为 15%。10 亿以下的基金管理人盈利难度较大，较小的资产规模带来的收入无法覆盖日常经营开支，近 70% 的管理人无法盈利。

表 7：私募股权、创业基金管理人分层及总体财务数据

	平均规模 (亿元)	总规模 (亿元)	占比	净资产利润率	资产负债率	盈利管理人数量 (家)	盈利管理人占比	平均净利润 (万元)
100 亿 (含以上)	226.65	34678	41%	24%	28%	139	91%	5326.53
10 亿 (含) 至 100 亿	28.88	34746	41%	15%	39%	860	71%	1128.35
500 万 (含) 至 10 亿	1.65	14267	17%	-3%	33%	3208	37%	86.98
500 万以下	0.02	54	0%	-14%	19%	412	12%	14.48
合计		83745	100%			4619	35%	

资料来源：中国证券投资基金业协会《2018 年度私募基金管理人财务分析报告》，天风证券研究所

3. 竞争优势：优秀的投资家及其能力是核心，完善的激励机制是构建人才护城河的关键

投资回报率是创投机构盈利最核心驱动变量，作为投资行为的主体，投资家及其能力是基金投资回报率的决定因素。因此，对于创投机构来说，选择优秀的投资家及保持投资家团队稳定至关重要。海外成熟机构通常设置完善的短、中、长期员工激励机制，构建核心人才护城河。

投资家通过影响“募投管退”各环节的运营效果，决定投资业绩。1) 募资：优秀的投资家具有良好的声誉，募资端能够获得更多优质资金，在基金管理费及收益分配机制方面具有更强的议价能力；2) 投资：优秀的投资家一方面具有完善的投资策略，另一方面，能够凭借其声誉背书获取更为优质的项目；3) 管理：优秀的投资家背后具有丰富的管理经验和产业资源，投资家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，与企业家和被投企业共同成长。4) 退出：退出时点的把握、退出渠道的选择，均需要投资家做出适当决策，这些会显著影响基金退出回报。

海外头部机构通过设置短、中、长期相结合的员工激励机制，构建核心人才护城河。以黑石集团为例，高管薪酬结构主要包括基本薪资、年终奖金、以 Carry 为主的投资收益、股权激励四大部分，而各类薪酬具体发放规则又涉及约束性或延迟发放等条款。由此在实现对高管充分激励的同时，将高管个人利益与公司的长期收益捆绑，避免高管过于激进采取高风险的投资策略，更利于公司经营管理稳定运行并实现长期发展目标。

表 8：黑石集团高管薪资结构（单位：万美元）

职位	年份	基本薪资	奖金	股权激励	其他薪资	总薪酬	基本薪资占比
董事长兼首席执行官	2021	35	-	-	15993	16028	0.22%
	2020	35	-	-	8603	8638	0.41%
	2019	35	-	-	5672	5707	0.61%
总裁兼首席运营官	2021	35	-	5241	10384	15659	0.22%
	2020	35	465	3684	8137	12321	0.28%
	2019	35	1000	3301	5564	9899	0.35%
前执行副主席	2021	35	1679	-	7938	9651	0.36%
	2020	35	1905	-	4537	6478	0.54%
	2019	35	2735	-	2827	5596	0.63%
首席财务官	2021	35	457	1128	1461	3081	1.14%
	2020	35	465	1216	1083	2799	1.25%
	2019	35	571	396	556	1558	2.25%
首席法务官	2021	35	356	962	426	1779	1.97%
	2020	35	374	685	234	1328	2.64%
	2019	35	369	456	138	999	3.50%

资料来源：黑石集团公司年报，天风证券研究所

1) 短期激励：以基本薪资为主，是高管薪酬结构中占比最小的部分，职级越高占比越低。黑石、KKR、凯雷高管的基本薪资在 30 万美元左右，占高管总薪酬的比例不超过 10%。

表 9：各职级基本薪资占比

机构	职级	基本薪资占比区间
KKR、黑石集团	首席管理官、首席运营官	约 0.3%-0.8%
	财务总监	约 2%-2.5%
	法务总监	约 3.5%-4.5%
凯雷集团	首席管理官	约 1%-2%
	财务总监	约 4%-6%
	法务总监	约 7%-9%

资料来源：各公司年报，清科研究中心，天风证券研究所

2) 中期激励：以 Carry 分配和年终奖金为主，与公司业绩紧密联系，在高管薪资结构中的占比超过 50%。Carry 分配结合最低收益率、回撤机制等约束员工长期行为。KKR 建立了 Carry 分配池，分配要求包括：1) 退出已经实现；2) 基金或投资工具自成立以来投资回报为正数，超过最低收益率，且已经产生投资收益。进入 Carry 池的比例约 40%-43%。黑石集团员工获得 Carry 分配需要在基金投资人、公司之后，且黑石制定了回撤机制与代管机制，由公司代管员工的部分收益分成，若基金后续投资业绩下降而无法获得预期投资回报，黑石将回撤分成。

3) 长期激励：以股权激励作为长期激励手段，稳定管理团队、督促高管实现公司长期战略目标。KKR、黑石集团、凯雷集团均于上市当年设立了股权激励计划，通过股权激励机制将公司长期业绩表现与员工利益捆绑。

4) 此外，通过建立奖金延迟、跟投机制，降低员工离职率。1) 黑石集团建立了阶梯型奖金递延机制，递延率随着奖励金额的增加而递增：年度奖金 10 万美元以下无需递延，年度奖励超过 500 万美元，累计递延比例超过 50%。2) 黑石集团要求高管以自有资金投资一定比例于黑石管理的基金（主要通过参投基金的 GP 份额），凯雷集团公司高管及员工均需随管理的基金自投一定比例。

表 10：黑石集团阶梯型奖金递延制度

年度奖励（美元）	边际递延率	整个年度的有效递延率
(0 万, 10 万]	0%	0.0%
(10 万, 20 万]	15%	7.5%
(20 万, 50 万]	20%	15.0%
(50 万, 75 万]	30%	20.0%
(75 万, 125 万]	44%	28.0%
(125 万, 200 万]	50%	34.4%
(200 万, 300 万]	50%	39.6%
(300 万, 400 万]	55%	43.4%
(400 万, 500 万]	60%	46.8%
大于 500 万]	65%	52.8%

资料来源：黑石集团公司年报，天风证券研究所

4. 估值模型：基金投资回报率是影响估值最重要的因素

目前，海外对于创投机构的估值方式主要采用 P/AUM 的方法，其原因在于 AUM 是资管机构创造利润的基础，能够较好的评估资产管理机构的长期价值。1) 成熟机构资管规模非常大，使得管理费收入稳定且占总收入的比例一般在半数以上；2) 虽然单个项目的退出具有一定的周期性，但成熟机构历经几十年发展，基金数量及项目数量基数较大，处于各时期（即投资期、管理期、退出期）的基金或项目分部均衡，使得每年都有一定比例的资金流入及退出。因此，成熟机构可以按照管理资产规模的一定比例进行估值。

但 P/AUM 估值法仅适用于成熟机构，不适用于成长型机构。成长型机构由于处于高速增长期，一旦前期管理基金及自有资金投资业绩有所体现，未来基金管理规模将大幅提升，现有基金管理规模无法体现其价值。因此，需要新的估值方法来体现成长型机构应享有的估值溢价。

以现金流贴现法为基础，根据成长型创投机构盈利特点构建估值模型。1) 采用符合创投机构再投资类型的自由现金流；2) 采用 LP 期望最低回报率作为折现率；3) 模型中设置基金管理规模增长参数，分别体现行业成长性及机构成长性。

4.1. 估值模型方法论：采用现金流贴现法，无风险套利是核心假设

现金流贴现法是企业价值评估的基础，即资产价值是资产的预期现金流按反映这些现金流风险的折现率折现后的现值。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中，CF 为自由现金流，r 为折现率。

1) 自由现金流的估计：调整的股权自由现金流

$$\begin{aligned} \text{股权自由现金流} &= \text{净利润} - \text{净资本支出} - \text{非付现营运资金净额} - (\text{已偿还债务} - \text{新增债务}) \\ &= \text{净利润} \times (1 - \text{股权再投资率}) \end{aligned}$$

对创投机构而言，再投资通常不包括对工厂、设备及其他固定资产的投资，而是对其他初创企业股权的投资。因此，净资本支出和非现金营运资金难以确定，现金流难以估计，需要调整股权自由现金流指标，使之符合创投机构的再投资类型。

因此，我们将创投机构的股权自由现金流调整为：

$$\text{创投机构的股权现金流} = \text{净收益} - \text{自有资金投资支付的现金} + \text{自有资金投资收回的现金}$$

2) 折现率的确定：股东期望回报率应与 LP 期望回报率相同

对于创投机构管理人的股权而言，其折现率即投资者要求的最低回报率，这一期望回报率和公司旗下基金 LP 期望回报率应遵循无风险套利的假设，即创投机构管理人股权的折现率应与 LP 投资人的期望回报率相同。

私募股权基金协议通常设置 8% 的门槛收益率，我们认为，该门槛收益率即 LP 期望的最低回报率。因此，我们将创投机构 DCF 模型的折现率确定为 8%。

3) 成长性参数：创投机构的新增认缴规模来自以下两方面。(1) 行业增长驱动 (β)：主要受外部宏观环境（市场流动性、政策推动、行业发展阶段等）的影响，以此来体现中国创投行业的成长性；(2) 公司内生增长 (α)：主要受基金管理公司投资管理能力影响，即管理基金的投资回报率越高，认缴规模增速越高，以此来体现创投机构的成长性。

4.2. 估值模型构建：估值对投资回报率最敏感

基于以上理论，我们来构建创投机构的估值模型。为了更为清晰的阐述估值过程，我们先设定一家私募股权基金管理人，主要假定如下：

- 1) 私募基金管理公司初始基金管理/认缴规模为 100 亿元。
- 2) 认缴余额表示投资者投入的未退出本金金额，则年末认缴余额=年初认缴余额-本年退出本金+本年新增认缴规模；管理余额表示未退出基金的本金及收益金额（包含资产增值部分），则年末管理余额=年初管理余额+本年基金收益-本年退出资金+本年新增认缴规模。
- 3) 在初始模型中，我们暂设定基金的 IRR 为 15%；现实中，私募股权基金的收益及 carry 提成一般在基金退出期才会体现，为简化分析，我们将基金收益和 carry 收入平滑到每年。则基金每年收益为年初管理余额的 15%。
- 4) 按照私募股权基金的存续期（7-10 年），基金每年退出 10%。因此，每年基金的退出成本为年初认缴余额的 10%，退出资金为年初管理余额的 10%。
- 5) 设定管理资产的新增认缴规模来自以下两方面：（1）行业增长驱动：在初始模型中，我们暂假定行业规模增长率为 15%；（2）公司内生增长：假定基金收益在 8% 的基础上每提高一个百分点，认缴规模增速提高一个百分点（例如，基金收益为 9%，公司内生增长增速为 1%）。
- 6) 按照商业惯例，管理费收入=年初认缴规模 × 2%；carry 提成比例为 20%。
- 7) 公司自有资金投资比例恒定，初始模型中暂假定自有资金认缴规模占基金认缴规模的 10%。
- 8) 存在规模效应，公司利润率随管理规模增长而增长，初始模型中暂假定公司利润率为 50%。
- 9) 投资支付的现金=新增认缴规模 × 自有资金投资比例。
- 10) 投资收回的现金=基金退出资金 × 自有资金投资比例。
- 11) 股权自由现金流=利润-投资支付的现金+投资收回的现金
- 12) 根据上节讨论，假定股权自由现金流的折现率为 8%。
- 13) 20 年后，股权自由现金流按 3% 永续增长。

在以上假定下，估值结果如下所示：

表 11: 私募股权管理公司估值 (单位: 亿元)

	T0	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T20
年初认缴余额A		100	112	125	140	157	176	197	221	248	277	861
年初管理余额B=Kt-1		100	126	156	192	232	279	331	391	459	537	2162
基金收益C(IRR=15%)		15	19	23	29	35	42	50	59	69	81	324
退出资金D=(B+C)×10%		12	13	16	19	23	28	33	39	46	54	216
退出成本E=A×10%		10	11	13	14	16	18	20	22	25	28	86
新增认缴F=G+H		22	25	28	31	35	39	43	49	54	61	189
行业增长驱动G		15	17	19	21	24	26	30	33	37	42	129
公司内生增长H		7	8	9	10	11	12	14	15	17	19	60
年末认缴余额J=A-E+F	100	112	125	140	157	176	197	221	248	277	311	965
年末认缴规模增长率		12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
年末管理余额K=B+C-D+F	100	126	156	192	232	279	331	391	459	537	625	2459
年末管理余额增长率			24.6%	22.6%	21.1%	19.9%	18.9%	18.1%	17.4%	16.9%	16.4%	13.8%
管理费收入L=A×2%		2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.5	3.9	4.4	5.0	5.5	17.2
carry提成M=(D-E)×20%		0.3	0.3	0.6	1.0	1.5	2.0	2.7	3.4	4.2	5.2	26.0
总收入Y=L+M		2.3	2.5	3.1	3.8	4.6	5.6	6.6	7.8	9.2	10.7	43.2
利润率r		50%	51%	52%	53%	54%	55%	56%	57%	58%	59%	60%
利润R=Y×r		1.2	1.3	1.6	2.0	2.5	3.1	3.7	4.5	5.3	6.3	25.9
利润增长率			0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
投资支付的现金P		2.2	2.5	2.8	3.1	3.5	3.9	4.3	4.9	5.4	6.1	18.9
投资收回的现金W		0.9	1.0	1.3	1.5	1.9	2.2	2.7	3.1	3.7	4.3	17.3
股权自由现金流CF=R-P+W		(0.1)	(0.2)	0.1	0.5	0.9	1.4	2.0	2.7	3.6	4.5	24.3
公司估值		145										

资料来源: 投中信息, 天风证券研究所

从估值过程可以看出, 影响创投机构估值的变量主要有: 投资回报率、行业规模增长驱动、基金认缴规模中自有资金投资比例、利润率水平。在其他变量保持原假设不变的情况下, 我们分别对四项因素进行敏感性测算。可以看出, 随着 IRR 水平、行业增长驱动、利润率水平的提升, 企业估值随之提升, 这也符合我们的判断; 随着自有资金投资比例的提升, 企业估值随之下降。

表 12: 敏感性分析 (单位: 亿元)

IRR(其他假设不变)	8%	10%	12%	14%	16%
公司估值	42	59	85	121	174
行业增长驱动(其他假设不变)	8%	10%	12%	14%	16%
公司估值	102	114	127	139	151
自有资金投资比例(其他假设不变)	8%	10%	12%	14%	16%
公司估值	173	145	118	91	64
利润率水平(其他假设不变)	30%	40%	50%	60%	70%
公司估值	89	117	145	174	202

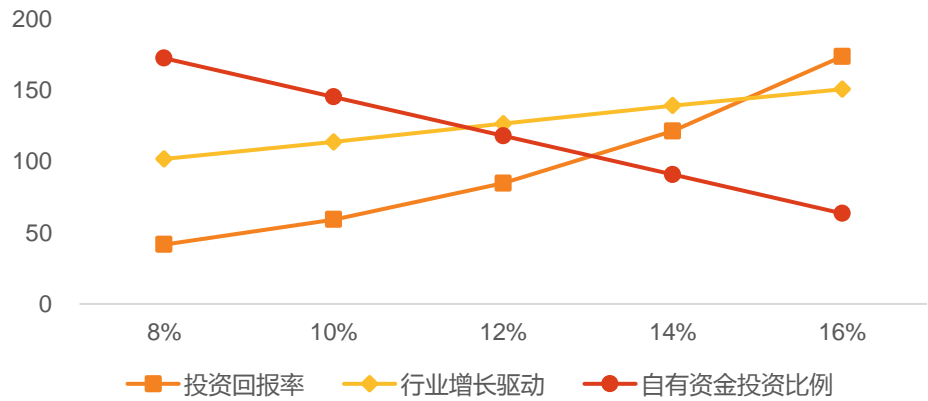
资料来源: 天风证券研究所

估值对投资回报率最敏感, 是影响私募股权管理机构估值和获得估值溢价的核心。1) 基金投资回报率是机构能否获取业绩报酬收入的最重要因素; 2) 基金投资回报率又间接作用于公司管理规模的增长。

行业规模增长驱动是影响私募股权基金行业估值的重要因素, 我国正处于高速发展阶段, 中国机构应获得估值溢价。在我们上篇深度报告《募资+退出两端催化景气度提升, 推荐龙头创投平台》中, 我们详细阐述了影响私募股权基金行业规模增长的影响因素: 资金端, 主要受政策推动、资管及高净值人群资产配置比例、退出渠道的畅通程度等因素的影响; 资产端, 主要受经济发展水平、国家所处发展阶段、政策推动等因素的影响。我们预计, 未来十年我国私募股权基金资产管理规模 CAGR 有望超过 15%。

轻资产机构可以给予的更高的估值。1) 自有资金投资作为现金流出直接减少公司自由现金流; 2) 自有资金挤占公司获得 carry 和管理费的机会, 减少净利润现金流入。

图 19：估值的敏感度分析（单位：亿元）



资料来源：天风证券研究所

5. 投资建议

四川和谐双马股份有限公司是 A 股上市的创投机构稀缺标的，目前管理规模约 175 亿元。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。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、半导体等高科技方面的先进制造。

两只基金的管理费用支付方式为：

- 1) 投资期内，合伙企业按照合伙企业认缴出资总额的 2%/年向管理人支付管理费。
- 2) 在管理期和延长期内，合伙企业按其尚未退出的项目投资成本和合伙企业对已投资项目预留的后续投资成本（如有）之总额 2%/年支付管理费。

两只基金的收益分配方式为：

- 1) 返还合伙人之累计实缴资本：100% 返还截止到分配时点合伙人的累计实缴资本，直至各合伙人收回其实缴资本；
- 2) 支付有限合伙人优先回报：在返还截止到分配时点所有合伙人的累计实缴资本之后，100% 向有限合伙人进行分配，直至各有限合伙人之实缴资本实现 8% 的年化单利；
- 3) 弥补普通合伙人回报：如在向有限合伙人支付优先回报后仍有余额，则应 100% 向普通合伙人支付，直至普通合伙人本轮分配取得的金额合计达到优先回报/80% × 20% 的金额；
- 4) 80/20 分配：以上分配之后的余额的 80% 归于所有合伙人，在所有合伙人之间按照其实缴资本比例进行分配，20% 归于普通合伙人。

普通合伙人根据以上（3）和（4）中“20% 归于普通合伙人”的所得金额应按各普通合伙人实缴出资占普通合伙人实缴出资之和的比例同时向两名普通合伙人进行分配。

根据四川双马具体情况，我们使用本文构建的估值模型对其估值，主要假设如下：

- 1) 公司现管理的两只基金已陆续进入退出期，我们假设公司 2022 年新增二期基金认缴 150 亿元。随着前期基金业绩的体现，后续基金募资节奏加快，假设 2025 年新增认缴规模 150 亿元，2027 年、2029-2031 年分别新增认缴规模 100 亿元。
- 2) 假设基金 IRR=15%。
- 3) 基金存续期为 10 年，其中投资期 5 年，退出期 5 年。基金设立的第 6 年，项目开始逐

渐退出，假设退出节奏为每年退出本金的 20%。

- 4) 后续新设基金管理费收取规则及收益分配方式与现有两只基金相同。
 - 5) 目前，公司自有资金持有约 12% 基金份额，假设后续公司自有资金持有新基金 10% 的份额。
 - 6) 假设公司未来利润率在 70% 水平。
 - 7) 折现率为 8%；股权自由现金流按 3% 永续增长。
 - 8) 为探讨公司私募资产管理业务价值，暂不考虑公司水泥业务及投资第三方基金价值。
- 在以上假设下，预计四川双马 2021-2031 年基金认缴规模复合增速为 11%。

四川双马私募股权基金业务估值过程如下：

表 13：四川双马私募股权管理业务估值（单位：亿元）

	2017	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
基金新募集认缴金额	175.0		150.0			150.0		100.0		100.0	100.0	100.0
退出本金 (每年退出20%)			35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	30.0	30.0	30.0	60.0	60.0
收费的基金认缴规模 (未退出本金余额)	175.0	175.0	290.0	255.0	220.0	335.0	300.0	370.0	340.0	410.0	450.0	490.0
IRR		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
基金公允价值	175.0	306.1	502.0	496.3	477.7	592.3	558.0	600.1	620.7	734.0	852.3	905.3
退出规模			70.4	81.0	93.1	107.1	123.1	60.3	69.4	79.8	152.1	174.9
基金存续公允价值 (退出后)												
返还投资人本金			70.4	81.0	23.6	0.0	0.0	60.3	69.4	20.3	60.3	69.4
投资人本金应还余额			104.6	23.6	0.0	0.0	0.0	89.7	20.3	0.0	89.7	20.3
返还LP优先回报(门槛收益)			0.0	0.0	69.5	42.5	0.0	0.0	0.0	59.5	36.5	0.0
弥补GP回报			0.0	0.0	0.0	28.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.0	0.0
四川双马回报 (双GP)			0.0	0.0	0.0	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.0	0.0
剩余收益			0.0	0.0	0.0	36.5	123.1	0.0	0.0	0.0	31.3	105.5
carry收入			0.0	0.0	0.0	3.7	12.3	0.0	0.0	0.0	3.1	10.6
新增投资金额			15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
管理费收入		3.5	4.2	4.9	4.3	5.0	5.7	6.0	6.4	6.8	7.7	8.5
基金管理业务收入		3.5	4.2	4.9	4.3	8.6	18.0	6.0	6.4	6.8	10.9	19.0
基金管理业务利润		2.5	2.9	3.4	3.0	6.1	12.6	4.2	4.5	4.7	7.6	13.3
投资支付的现金			15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
投资收回的现金			8.4	9.7	11.2	22.6	11.8	6.0	6.9	8.0	24.2	15.4
股权自由现金流			(3.6)	13.1	14.2	28.7	24.4	0.3	11.4	2.7	21.8	18.7
估值			249.8									

资料来源：四川双马公司公告，天风证券研究所

根据以上估值结果，四川双马的私募股权基金业务 2022 年对应估值为 249.8 亿元。

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，私募股权基金规模增长不及预期。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，私募股权基金行业规模增长率不及预期。

估值模型建立基于各项假设。私募股权基金管理机构估值模型及四川双马的估值过程基于各项假设，具有主观性。

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