

**OLIVER WYMAN**  
A MARSH BUSINESS

资本流动

# 私人市场的规模竞赛

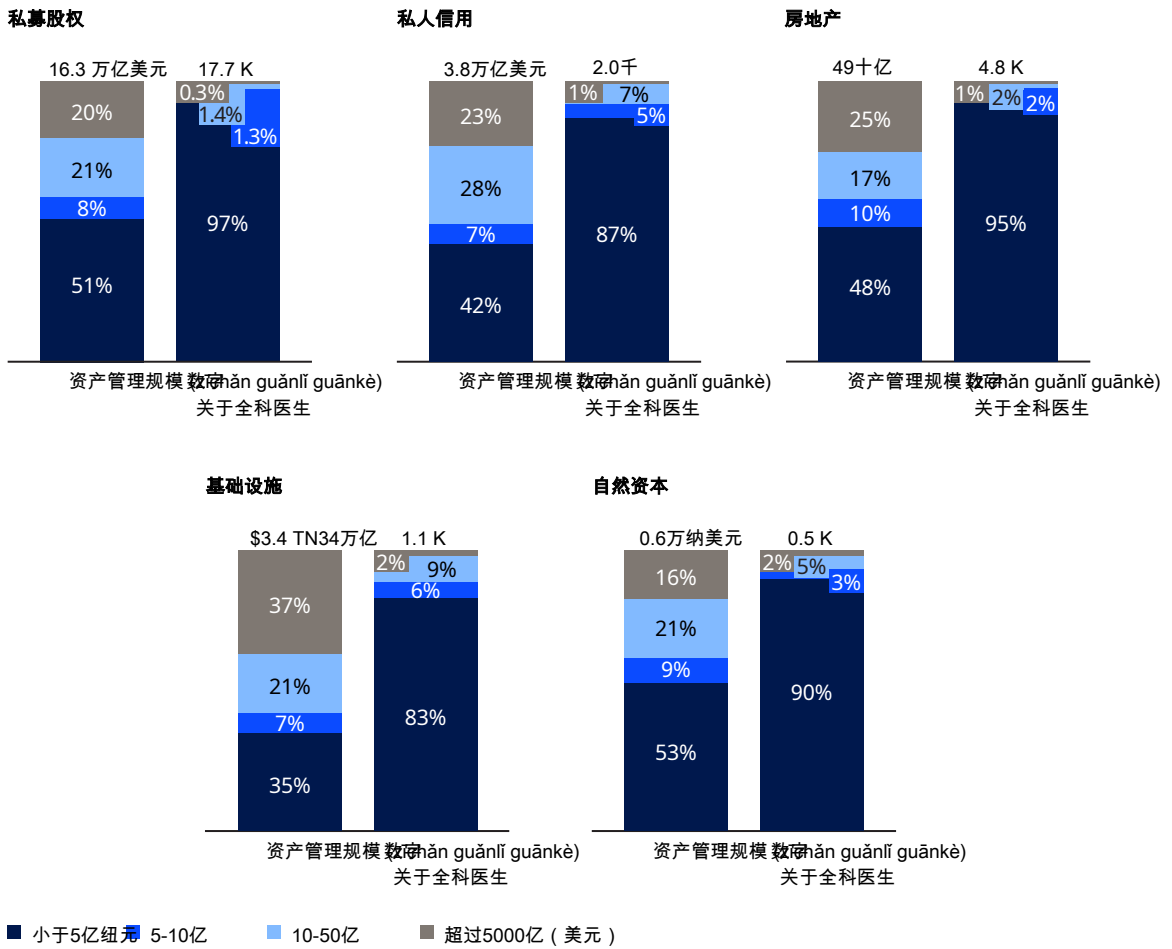


Capital Currents是一套跨行业系列节目，专注于提炼并购领域的关键趋势，并识别管理层如何实现价值捕获。

私募市场正成为资产管理领域最活跃的交易领域之一。尽管传统资产类别继续面临费用压力和增长放缓，但预计私募市场管理资产（AuM）在未来五年内将以约12%的年增长率增长，相比之下，流动性资产类别的增长率约为8%，这进一步强化了私募市场品牌对资产管理公司的战略重要性。

展览1：市场仍呈碎片化：按策略划分的普通合伙入（GP）数量及资产管理规模（AuM）

2025

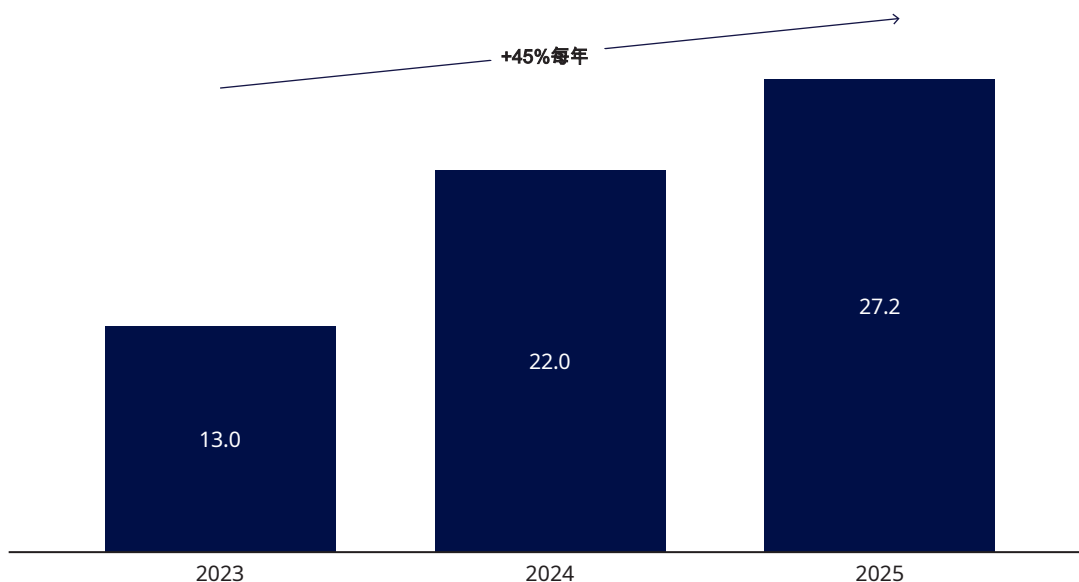


来源：eVestment，Preqin，奥利弗·威曼分析

在此背景下，私募市场正进入一个新的整合阶段。随着规模、多资产能力和承保复杂性的日益决定性，竞争优势正集中于少数几个大型、综合的平台。然而，尽管增长迅速，市场仍然高度分散，许多公司仍作为单一策略的私募股权经理运营。随着资产管理公司寻求关闭能力差距并增强筹资相关性，并购已成为构建更广泛和更具韧性的私募市场特许经营权的最快途径之一。2023年至2025年间，私募市场交易价值以每年超过45%的速度增长，我们预计这一整合浪潮将持续。

## 展示2：私募市场并购交易价值

BN, 2023-2025



来源：标普资本智谱，奥利弗·威曼分析

---

私有市场交易额在2023年至2025年期间年增长率超过45%，我们预计本轮整合浪潮将持续。

---

# 为什么合并正在加速

在私募市场中，竞争优势正日益集中在规模更大、功能更全面的平台上。随着规模、产品广度和承保能力成为越来越重要的区分因素，许多资产管理公司正转向并购，以填补能力差距并加强其竞争地位。

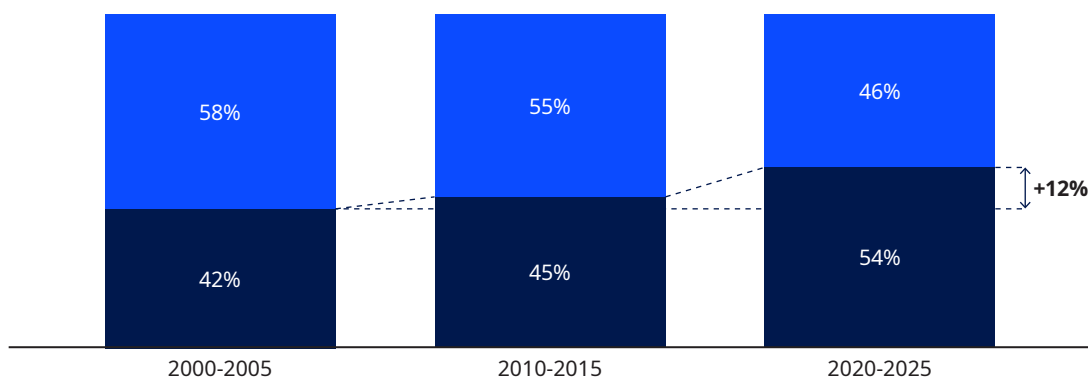
## 尺度

随着筹款活动集中和竞争加剧，规模正从优势转变为先决条件，使规模成为最直接的整合催化剂。管理规模超过1000亿美元的基金经理，其全球筹款份额从2000年至2005年的42%增长到过去五年的54%以上，反映出市场正在奖励平台深度和制度化。

大型公司从结构化采购优势中获益，包括更广泛的网络、品牌驱动的专有渠道以及跨行业和地理区域的并行采购。它们还更有效地保留人才。规模还赋予了他们在风险、合规、报告、数据和投资组合运营等方面的机构级能力；这些能力对于有限合伙人（LP）来说越来越重要。

### 展示3：规模经济：顶级私募股权基金筹款集中化

GP在AuM中筹集的资本总额占比超过10BN美元



■ GP with >100 billion yuan in AuM ■ 全科医生，资产管理规模低于10亿纽元

来源：Preqin；Oliver Wyman分析

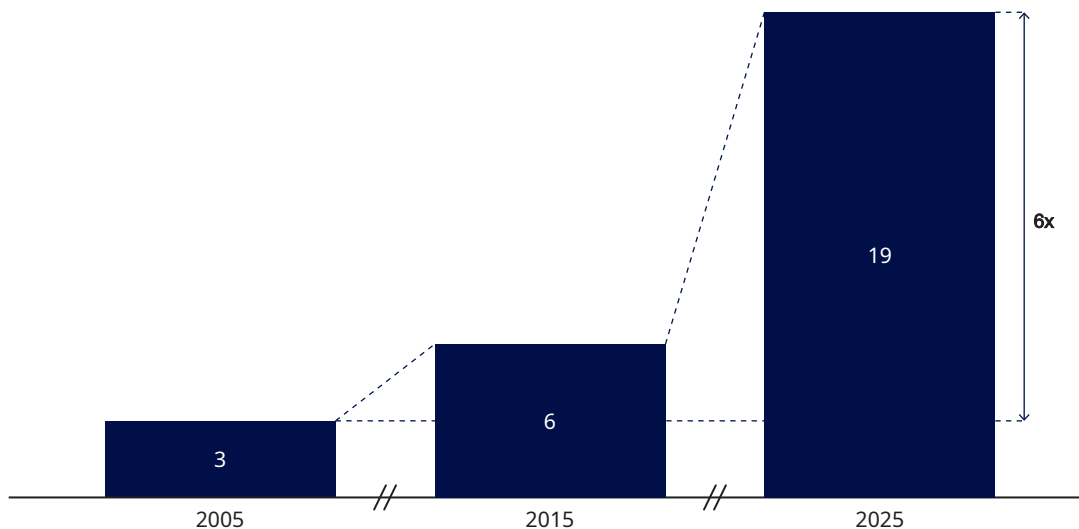
## 范围

一旦私募股权公司达到一定规模，提供更多策略、结构和解决方案的能力变得至关重要。自2005年以来，前20大私募股权公司的活跃产品数量平均增长了六倍多。它们已从旗舰基金扩展到涵盖私募股权和私募债务的系列产品，并跨越风险收益谱系，从高级信贷和夹层信贷到混合型和结构化股权。

这些多策略平台允许管理者在需求最迫切的地方与赞助者和借款人见面，将适当的资本置于资本结构的正确位置，并根据市场条件的变化调整承保立场。在LP一方，更广泛的产品组合支持通过单一运营和报告体系提供的定制化、可扩展的解决方案，这加深了关系并增加了钱包份额。

### 展示4：范围经济：普通产品商开发新产品以获取市场份额

平均20家最大GP提供的活跃产品数量<sup>1</sup>



1. 活跃产品是指在过去五年内募集到超过10亿美元资本的策略。顶级私募股权投资公司是指按年度排名前20大的私募市场资产管理公司。资料来源：Preqin，奥利弗·怀曼分析

---

自2005年以来，前20大通用药企的活跃产品平均数量已超过六倍。

---

## 承保

扩展策略只会创造持久价值，如果平台能够在整个周期内持续提供支持，尤其是在流动性紧张和结果不一致的情况下。因此，随着市场某些领域信贷条件收紧，以及未来两到三年内大规模再融资墙的临近，担保正回归为LP和贷款人审慎的中心。

在今天更加挑剔的环境中，业绩越来越依赖于入行学科、下行风险保护以及在更高更长的利率和更慢的增长下测试现金流弹性。不断增长的到期日也促使出现更多压力较大、情况更复杂的情况，其中仅保持价值就需要积极的投资组合管理、重组技能和已证明的扭转能力，而不仅仅是原产地速度。我们预计，位于私募股权和私募债务交界处的结构化和混合股权解决方案将持续增长。

规模、范围和承保能力正日益成为资产管理公司在私募市场竞争的核心。随着公司寻求缩小能力差距并构建更具韧性的多元化策略平台，合并与收购正逐渐成为加速能力拓展和加强长期竞争优势的关键途径。

---

**我们预计结构化和混合型股权解决方案将持续增长，这些解决方案位于私募股权和私募债务的边界。**

---

# 从能力差距到价值创造

随着私募市场整合加速，收购方越来越关注战略组合如何创造价值。在大多数交易中，主要驱动力集中在（1）收入增长，（2）利润率扩张，（3）市盈率扩张，（4）GP阿尔法，这是GP股权投资者的重要考量因素，（5）LP阿尔法，这是资产所有者关键的战略理由。

## 1. 收入增长通常是价值增长最直接、最可控的因素。

这在收购方能够提供种子资金和分销覆盖范围的情况下尤其如此。在实践中，这可以加速三条增长路径：

- 扩展现有策略
- 推出新产品并拓展至相邻的子资产类别
- 进入新的客户群体

例如，包括BlackRock/Global Infrastructure Partners，Schroders/Adveq和General Atlantic/Actis。

## 2. 边际收益扩张源于规模和运营杠杆。

交易可以通过消除重复基础设施、整合供应商支出以及将固定成本分摊到更大的资产基础上来创造成本协同效应。例如包括布鲁克菲尔德/橡树投资。最常见产生协同效应的领域包括：

- 技术平台和市场数据
- 基金管理及相关外部供应商
- 金融、合规、风险及其他支持功能

## 3. 多重扩张通常被视为一种优势，而非必然的结果。

通常会在以下情况下显现：通过交易加强平台叙事：

- 优化策略间的多元化
- 规模不断扩大和盈利韧性增强
- 提升分发广度

这些因素可以随着时间的推移提高投资者对平台的估值。过去，流动资产管理人通过并购进入非流动领域的事例强调了将战略承诺转化为持续估值提升的挑战性。

#### 4. GP- $\alpha$ 除了管理费之外，增加了一个额外的收入来源。

通过向收购方提供已实现收益和业绩费的机会来实现。资金充足且机构化的平台通常更有利于：

- 保持筹款势头，支持未来基金发行
- 提高携带费和表现费潜力
- 资助GP承诺，战略招聘和平台扩张

这个GP  $\alpha$ 是Blue Owl、Petershill或Wafra等投资者所采取的GP投资策略的核心理由。

#### 5. LP- $\alpha$ 反映了资产所有者更强的投资组合成果。

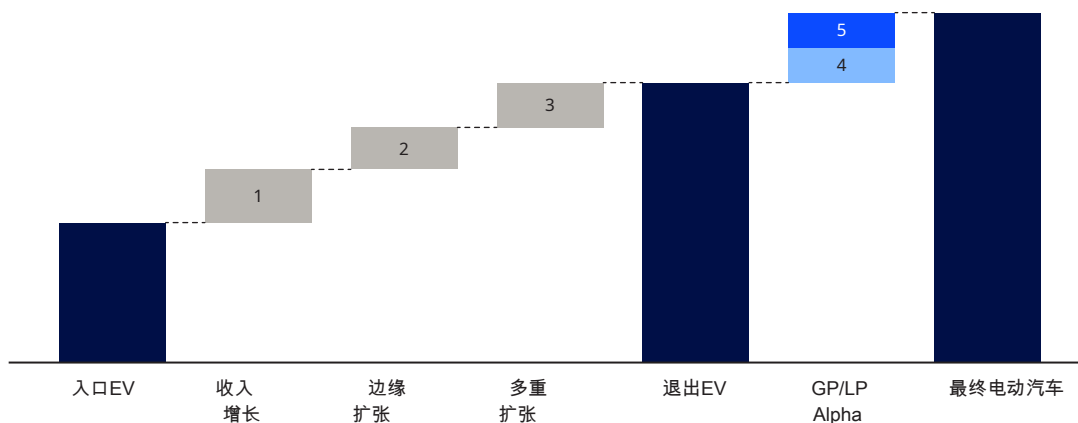
这可以是资产所有者主导的交易中的决定性理由，其中价值是通过改进的投资组合结果来衡量的，而不仅仅是GP收益。例如，包括Nuveen/Arcmont和Generali/Conning等保险公司主导的交易，以及Nest/IFM等养老金主导的交易。超越直接收益贡献的战略优势可能包括：

- 提升对超额认购机会的获取途径
- 更定制化的投资结构和指令
- 更佳的投资与投资组合需求匹配

综合来看，这些价值杠杆解释了为何私募市场中的战略组合越来越专注于构建更广泛、更具可扩展性和更具有弹性的平台。

#### 展品5：价值创造驱动力

说明性分析



1. 收入增长 2. 毛利率扩大 3. 市盈率提升 4. GP-Alpha 5. LP-Alpha

来源：奥利弗·怀曼分析

# 如何成功在私募市场进行并购

资产管理的并购本质上很难执行得很好。只有大约一半的交易能带来成本收入比（CIR）的可衡量改善。考虑到这些概率，管理团队应将并购视为一个端到端的项目，从第一天起就立足于战略清晰和严格的合作伙伴匹配。

**定义战略合理性，并使故事一致。** 从明确的“为何现在”和“为何是我们”开始，基于包括分销、能力、运营杠杆和周期韧性的一小套价值杠杆。构建两个完全一致的叙事。第一个应是一个简明、数据驱动、为管理层准备的决策案例，包括风险、价值和所需投资。第二个应是一个以价值主张为主导、旨在吸引目标的协作性市场叙事，包括战略逻辑、双方成功的样子以及治理和整合的原则。确保交易结构与您的长期计划相一致。

**进行结构化目标筛选。** 绘制可操作的宇宙图，采用透明的标准和反映战略与可行性的优先级逻辑。评估每个目标的动机和交易准备情况，并诊断为什么以前的方法可能停滞不前或从未开始。包括传统筛选和突破性选项，如剥离和战略少数股权。

**严格执行超出法律和税收的深度勤勉。** 深入测试三个领域：商业吸引力、投资引擎的持久性和人才与文化。商业尽职调查应涵盖定位、市场需求、融资势头和项目管道。投资尽职调查应评估业绩归因、可重复性、风险管理可扩展性。人才尽职调查应重点关注关键人员风险、激励机制和承担经济、领导层深度和决策权。

**提前规划结局。** 对运营模型场景进行压力测试；量化与时间、实现成本和依赖性相关的实际协同效应；并将首选方案转化为经过验证的组织和运营模式，避免基于假设的整合。

最终，私营市场中并购的成功与否取决于公司能否在扩大能力和规模平台的同时保护支撑长期筹资和表现的资本引擎。

奥利弗·威曼， Marsh ( 纽约证券交易所：MRSH ) 旗下业务，是一家以深入行业洞察、大胆创新和协作方法驱动的管理咨询公司，通过简化复杂性，帮助组织应对最具决定性的转型时刻。Marsh是全球风险、再保险和资本、人力和投资以及管理咨询领域的领导者，在130个国家为客户提供咨询服务。年营收达270亿美元，拥有超过95,000名同事，Marsh通过视角的力量帮助客户建立信心，实现繁荣。

有关更多信息，请访问 [oliverwyman.com](http://oliverwyman.com)，或在LinkedIn和X上关注我们。\_\_\_\_\_

美洲  
+1 212 541 8100

欧洲  
+44 20 7333 8333

亚太地区  
+65 6510 9700

印度、中东及非洲  
+971 (0) 4 425 7000

#### 作者

亚当·卡拉达

校长，保险和资产管理 [adam.khadra@oliverwyman.com](mailto:adam.khadra@oliverwyman.com)

卡米尔·卡奇马尔斯基，CFA合伙人，欧洲资产管理负责人 [kamil.kaczmarcki@oliverwyman.com](mailto:kamil.kaczmarcki@oliverwyman.com)

版权所有 © 2026 OliverWyman

版权所有。未经奥利弗·威曼书面许可，本报告不得全部或部分复制或分发。  
奥利弗·威曼对此类第三方行为概不承担任何责任。

该报告中的信息和意见由奥利弗·威曼准备。本报告不是投资建议，不应依赖于此类建议或作为咨询专业会计师、税务、法律或财务顾问的替代品。奥利弗·威曼已尽最大努力使用可靠、最新和全面的信息和分析，但所有信息均提供不附带任何形式的保证，无论明示或默示。奥利弗·威曼声明不对本报告中的信息或结论进行更新。奥利弗·威曼不对因本报告、任何报告或信息来源中的信息或由此引起的任何行为或不作为而造成的任何损失承担任何责任，即使被告知此类损失的可能性。本报告不是购买或出售证券的提议，也不是购买或出售证券的邀请。未经奥利弗·威曼书面同意，不得销售本报告。