

01

第一章

S 基金成长土壤 ——私募股权投资市场

S 基金是专注于私募股权二级市场的一类产品，而私募股权二级市场是随着私募股权投资行业的发展逐渐兴起的。因此，要了解 S 基金，就不得不先了解私募股权投资市场。在本章中，我们分别从全球和中国两个维度介绍了私募股权投资的发展历程、当前的行业现状，以及一些知名的私募股权投资机构，旨在对一些概念及背景进行阐释，以便于后文展开对 S 基金的解读。

第一节 全球私募股权投资市场

全球私募股权投资自 20 世纪初期逐渐兴起，距今已有百年发展历史。其间，它经历了第二次世界大战、东欧剧变、互联网泡沫、次贷危机等多次浮沉，如今欧美私募股权投资市场已经接近成熟期，除少数具有“黑天鹅”性质的特殊事件影响外，每年的募资金量、投资规模总体保持稳中有升的态势。

一、发展历史

1. 风险投资和私募股权概念的产生

私募股权投资最早起源于美国。早在 20 世纪初期，风险投资（Venture Capital，VC）的概念在美国开始萌芽，富有的个人投资者把大量的资金投入他们认为将会实现飞速发展的新兴企业。紧接着，大型银行也参与到这种投资潮流中，把资本盈余投资于公司权益。借着这股投资热潮，施乐公司（Xerox）、东方航空公司（Eastern Airlines）、IBM（International Business Machines）等公司借助外部资金积极研发产品、开拓市场，并逐步成长为国际闻名的企业。

1946 年，波士顿联邦储备银行主席拉福·弗兰德斯（Ralph Flanders）对美国在第二次世界大战后的经济形势深感担忧。他认为经济低迷的原因在于缺少新兴的、蓬勃发展的实体企业，而阻碍实体企业发展的根本原因在于法律规定公募投资基金可用于投资公司

权益的资金不得超过基金总资产的 5%^①。弗兰德斯决定着手寻求解决办法，并找到哈佛大学教授乔治·多里奥特（George Doriot）及麻省理工学院（Massachusetts Institute of Technology, MIT）校长卡尔·康普顿（Karl Compton），他们共同创立了美国研究与发展公司（American Research and Development, ARD）。该公司被认为是第一家风险投资公司。ARD 旨在为具有开创性的科技项目提供资金，帮助他们实现商业化，从而助力美国经济的发展。ARD 的创始人最初的计划是募集一只规模达 500 万美元的基金，这在当时是一笔相当可观的巨款。由于公司专注于早期的创新型项目，并且在募集说明书中重点强调这种投资策略对于宏观经济的积极影响，但并未对投资者可以预期的回报做出承诺或进行展望，因此表现出兴趣的投资者寥寥无几。最终，他们只募集到 358 万美元，而公司的董事及经理等个人的认购份额达到 46%。除此之外，其股东还包括哈佛大学、麻省理工学院等高等学府^②。尽管如此，这也是全球最早的私募股权基金之一。

公司创立之初的道路并非坦途，被投资企业的资金需求只增不减，公司与各大股东都面临着资金流动性的风险。同时，评估投资项目价值所支出的咨询服务费也让公司不堪重负。意识到公司的问题之后，ARD 的两位创始人多里奥特和弗兰德斯开始亲自参与公司的日常经营活动，而不再全权交由经理人做出投资决策、管理被投资企业等。他们利用自身的专业素养及行业经验，帮助被投资企业逐步

① Ilona Falat-Kilijanska. The history of private equity market[J]. BH Economic Forum, 2021, 9(2): 9-27.

② David H. Hsu and Martin Kenney. Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973 [EB/OL]. https://kenney.faculty.ucdavis.edu/wp-content/uploads/sites/332/2018/03/Organizing-Venture-Capital_-The-Rise-and-Demise-of-American-Research-and-Development-Corporation.pdf, 2005-06-21.

走入正轨，实现了从“技术”到“商业”的平稳过渡。此后，由科技企业组成的投资组合终于开始为公司实现收益。1957 年，ARD 以 7 万美元购入数字设备公司（Digital Equipment Corporation，DEC）77% 的份额。该企业由麻省理工学院的两名工程师——肯·奥尔森（Ken Olsen）和哈伦·安德森（Harlan Anderson）创立，致力于微型计算机的研发与制造^①。DEC 在随后几年里不断发展，其销售额从 1958 年的 9.4 万美元上升至 1964 年的 1 100 万美元。1966 年 8 月，DEC 上市并通过首次公开发行（Initial Public Offering，IPO），以每股 22 美元的价格发行股票。而拥有 175 万股的 ARD 占公司股份的 65%，其份额价值高达 3 850 万美元。5 年之后，ARD 以 3.55 亿美元的价格将其持有的 DEC 股份全部出售，与初始投资额相比，获得了 5 000 多倍的回报^②。这笔交易成为 ARD 自成立以来最为成功的投资案例，并成为业内标杆。DEC 的成功为后来的从业者指明了私募股权投资的本质，即不仅为处于早期、成长期的企业提供资金上的支持，并且在战略、经营、管理等日常事务上提供积极的帮助。

2. 外部环境推动私募股权市场的发展

金融行业的发展与政治环境、法律法规的变化息息相关。20 世纪 50 年代，在二战后形成的两极格局下，美国国内外形势紧张。1958 年，为了推动美国科技的进步、助力科技企业的发展，艾森

① 哈利·曾德罗夫斯基. 私募股权投资：历史、治理与运作 [M]. 北京：中国金融出版社，2014：31.

② David H. Hsu and Martin Kenney. Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973 [EB/OL]. https://kenney.faculty.ucdavis.edu/wp-content/uploads/sites/332/2018/03/Organizing-Venture-Capital_-The-Rise-and-Demise-of-American-Research-and-Development-Corporation.pdf, 2005-06-21.

豪威尔（Dwight Eisenhower）总统签署了《1958 年小企业法》（*the Small Business Act of 1958*）。该法案推出“小企业投资公司计划”（Small Business Investment Company, SBIC），旨在建立由政府许可的、专门投资于小型初创企业的投资公司。风险投资公司可以通过申请成为 SBIC，政府向这些得到许可的风险投资公司提供低于市场利率的贷款。SBIC 的优越性在于，它们每投出去 1 美元，联邦政府都会为该被投企业提供 4 美元的优惠贷款，即这些风险投资公司仅需使用自有资金支付每笔投资对价的 20%^①。政府提供优惠贷款的特权使越来越多的投资公司申请成为 SBIC 并得到许可。这不仅是美国联邦政府对于风险投资行业经济地位的认可，还带领美国金融业迈出了通过借贷进行收购的第一步。1965 年，通过申请成为 SBIC 的风险投资公司已经达到 585 家。在这股投资浪潮下，越来越多的投资人、金融从业者进入风险投资行业，越来越多的风险投资公司如雨后春笋般应运而生。整个 60 年代，美国股票市场的牛市进一步推动着风险投资行业的发展。

当时，贝尔斯登公司（Bear Sterns）的企业金融部专注于小型私有企业的并购交易。1964 年，三位投资经理用杠杆收购（Leveraged Buyout, LBO）方式完成了对奥尔金杀虫剂公司（Orkin Exterminating Company）的收购，这笔交易被认为是历史上第一笔杠杆收购。不过，贝尔斯登公司对于创立一个专注于杠杆收购的投资基金并不感兴趣，于是这三位投资经理一拍即合，决定自立门户。他们三人分别是杰罗姆·科尔伯格（Jerome Kohlberg）、亨利·克拉维斯（Henry Kravis）及乔治·罗伯茨（George Roberts），于 1976 年创立

① Ilona Falat-Kilijanska.The history of private equity market[J].BH Economic Forum,2021,9(2): 9-27.

了 KKR 集团^①。

1971 年，尼克松（Richard Milhous Nixon）总统宣布美元与黄金脱钩，即美元的印制不再受黄金储量的限制，一时间资本市场一片哗然。美国股市因此不被全球投资者看好，而政府提高资本所得税率又让投资者活跃度本就不高的二级市场雪上加霜。1974 年，第四次中东战争爆发，全球陷入石油危机，美国制造业首当其冲受到影响。彼时的美国，企业停工，股市跳水，经济停滞，金融危机到来。同年，为了完善养老金制度、保障民众利益、稳定社会情绪，美国国会通过了《1974 年雇员退休收入保障法案》（*the Employee Retirement Income Security Act of 1974*, ERISA），其中规定养老基金管理人不得投资于“高风险”项目。受宏观经济的影响（见图 1-1），1975 年私募股权投资基金（Private Equity, PE）仅募集到 1 000 万美元，达到最低点。

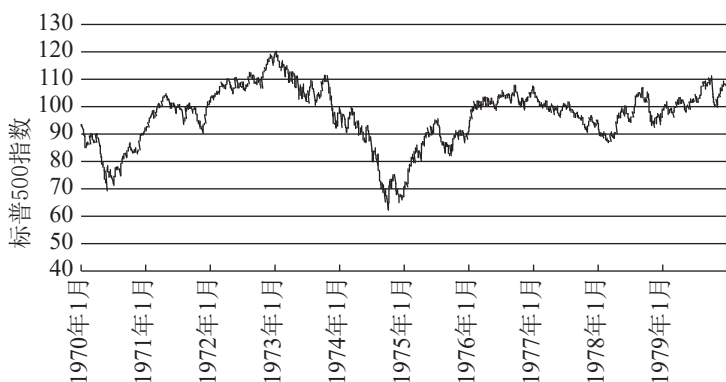


图 1-1 20 世纪 70 年代美国标普 500 指数变化趋势^②

1978 年，美国政府对 ERISA 进行澄清，明确允许养老金管理

① Derek Loosvelt. A Brief History of Private Equity[EB/OL].<https://vault.com/blogs/in-the-black-vaults-finance-careers-blog/a-brief-history-of-private-equity#>,2009-03-10.

② 万得金融终端 [DB].

人投资私募股权投资基金。此后不久，国会通过《斯蒂格修正案》（*Stieger Amendment*），将最高资本所得税率从 49.5% 下调至 28%，这一举措直接提升了私募股权行业通过 IPO 退出被投项目时的收益，并且通过二级市场回暖间接地促进了私募股权投资基金的募集和退出。据美国《时代》周刊报道，私募股权投资基金的募集金额从 1977 年的 3 900 万美元飙升至 1978 年的 5.7 亿美元。在这股投资浪潮下，联邦快递（Federal Express）、苹果公司（Apple Inc.）、英特尔公司（Intel Corporation）、基因泰克（Genentech）等企业吸收私募股权基金的投资，进而得以崭露头角，其产品与服务遍布全美，成为家喻户晓的知名品牌。

杠杆收购成为最受华尔街银行家们欢迎的投资方式。在杠杆收购中，私募股权投资机构只需用自有资金支付交易对价的一小部分，同时以被收购方的资产作为抵押，从银行借入大量资金以支付剩余部分对价。这种交易结构的高杠杆率势必伴随着高风险与高投资回报率，而华尔街的“野蛮人们”对此趋之若鹜。20 世纪 80 年代期间，贝恩资本（Bain Capital）、黑石集团（Blackstone Group）、凯雷集团（Carlyle Group）等当今的私募股权巨头纷纷成立。1989 年，杠杆收购的鼻祖 KKR（Kohlberg Kravis Roberts）以 311 亿美元的天价收购雷诺—纳贝斯克公司（RJR Nabisco），创下了历史上杠杆收购交易规模的纪录。

相比之下，欧洲大陆的私募股权投资行业发展较为缓慢。1945 年，在英国政府及英格兰银行的主导下，以 1 500 万英镑的资本创立了英国第一家参与风险投资的组织——工商金融公司（Industrial & Commercial Finance Corporation, ICFC）。1974 年，工商金融公司与工业金融公司（Finance Corporation for Industry, FCI）合并为 3i 集团（3i Group plc），旨在为中小企业的运营与发展提供必要的资金支

持。20 世纪 80 年代期间，3i 集团积极寻求国外的投资机会、开拓欧洲市场，在巴黎、法兰克福设立办公室，并在 20 世纪 90 年代逐步进入亚洲与北美市场^①。1983 年，英国风险投资协会（British Venture Capital Association）成立，标志着英国私募股权投资行业的快速发展及监管体系的不断完善。1994 年，3i 集团以 15 亿英镑的市值登陆伦敦证券交易所，成为全球私募股权投资行业第一家上市公司。

进入 20 世纪 90 年代，东欧剧变、苏联解体，美国成为全球唯一的超级大国。1992 年，克林顿（William Jefferson Clinton）总统上台后，实施了“宏观调控、微观自主”的经济政策，支持高新技术产业的发展。在信息技术革命的推动下，整个 90 年代美国经济保持着良好的运行态势，失业率、通货膨胀率都降至历史最低。1992 年至 1995 年，美国实际国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）的复合增长率为 3%。经济高速增长，企业效率提高，股票市场火热，投资者情绪高涨。

3. 私募股权投资的生命周期

在美国，并购投资和风险投资之间有一条清晰的界限。如图 1-2 所示，从产品生命周期（Product Life Cycle）的角度来看，风险投资专注于早期的项目，这些项目通常是初创企业，甚至是还未商业化、仅处于专利技术阶段的企业。在这个阶段，投资项目的首要问题是其商业模式是否可行，即风险投资所投项目的“存活率”“成功率”往往很低。早期企业的现金流、净利润通常为负，但同时又需要大量资金进行研发、管理和销售。于是，风险投资公司就以权益性投资的形式为企业注入资金，并期待其所持股份的价值随着企

① 3i 集团 .About us-History[EB/OL].<https://www.3i.com/about-us/history/>,2023-12-06.

业的不断壮大而呈指数型增长。相比之下，成长型投资（Growth Investment）与并购投资（Buyout Investment）专注于成长期与成熟期的企业。私募股权投资的概念包括并购投资、成长型投资、上市公司非公开募集（Private Investment in Public Equity, PIPE）等，其与风险投资的区别主要有二。其一是被投资企业规模。私募股权投资青睐于商业模式已得到一定验证、销售收入流量较大且稳健增长的公司，可以说，私募股权投资所投项目的“存活率”“成功率”显著高于风险投资。其二是对被投资企业控制程度。一般来讲，并购投资通过使用杠杆来寻求对被投资企业形成控制；而成长型投资在不使用杠杆的情况下，其持有的份额通常对企业构成重大影响。上述两种投资策略均通过参与公司的战略决策、经营管理来帮助公司创造价值，而风险投资则很少寻求对被投资企业的控制权。

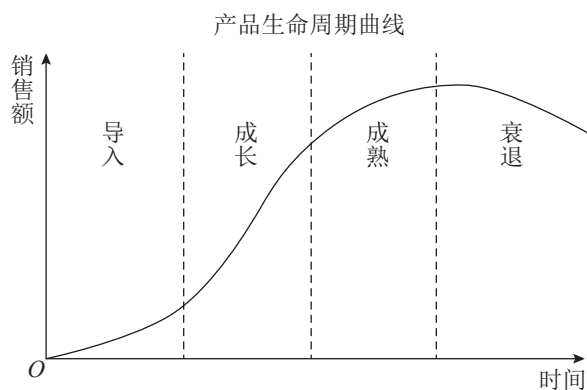


图 1-2 基于产品生命周期的私募股权投资分类^①

但是在广义上，私募股权投资的概念范畴涵盖了企业发展过程中各个阶段的股权投资行为，如天使投资（Angel）、风险投资、成长型投资、上市前投资（Pre IPO）、上市公司非公开募集、并购投资等。

^① Guy Fraser-Sampson. Private Equity as an Asset Class[M]. Wiley, 2010: 8.

回到 20 世纪 90 年代的美国，火热的股票二级市场让上市变成了容易事。此时的经济环境对于并购投资和风险投资来说，可谓是“甲之蜜糖，乙之砒霜”。相比之下，私募股权并购投资通过传统收购方式改善企业日常经营活动为企业创造价值的思路变得费力不讨好；尽管杠杆收购的交易方式依然存在，却已不复 20 世纪 80 年代的辉煌。而风险投资行业则随着“新经济时代”下高新技术产业的发展而崭露头角，如图 1-3 所示，从 1993 年到 2000 年，美国风险投资年交易额从 1 亿美元增长至 283 亿美元。

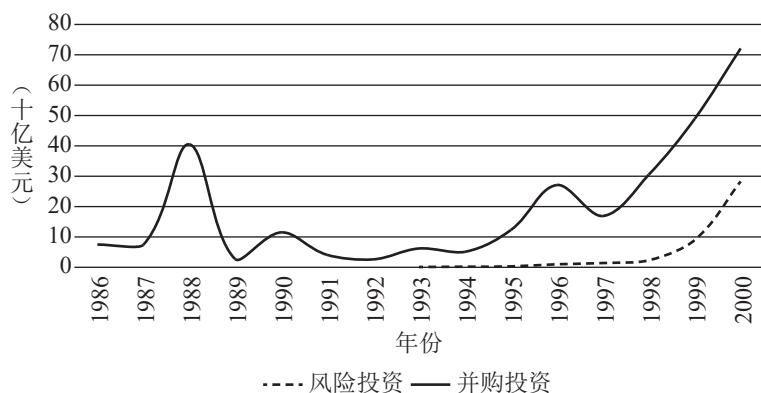


图 1-3 1986—2000 年美国并购投资与风险投资年交易额^①

4.21 世纪私募股权行业的新变革

进入 2000 年，互联网泡沫破灭，标普 500 指数一路走低，从 2000 年 3 月的 1 500 点跌至 2003 年 3 月的 848 点。这场金融危机整整持续了 3 年时间，加之“9·11”恐怖袭击事件、安然公司（Enron Corporation）财务造假事件让投资者的信心跌入谷底。退出受阻、流动性风险升高，导致 2000 年至 2003 年私募股权行业总募

① Preqin 数据库 [DB].

集金额连续下降，从 2 070 亿美元降至 784 亿美元。与此同时，投资者不再对股票市场抱有幻想，转而将资金投入以房地产为主的有形资产。仅仅三四年间，洛杉矶、迈阿密、拉斯维加斯等城市的房价就涨了 3 倍。全球范围内，房地产市场的热度不断走高，火热的市场吸引着投资者的进入，不断的投机交易又进一步托起房价。人们对房地产市场的信心同样带动着私募股权投资行业的回暖，总募集金额在 2004 年止住颓势，并不断走高。全球商业房地产市场交易额在 2007 年达到了 7 590 亿美元的顶点^{①②}。

房价的暴涨导致普通民众越来越难买得起房子，于是许多银行放松了对次级抵押贷款的贷款要求^③。次级抵押贷款是为信誉较差的借款人提供的抵押贷款，这些原本买不起房子的消费者入场，进一步促进了房地产市场的繁荣。在 20 世纪 90 年代中期，次级抵押贷款只占美国抵押贷款总额的 2%，而在 2007 年末，其比例上涨至 16%^④。不仅如此，华尔街的银行家们还把债权打包作为底层资产发行债券，凭借与底层资产实际风险不符的良好信用评级，向投资者支付低于其放出抵押贷款的利率，却收取高于同信用评级一般债券的利息，从中赚取巨额利润。繁荣的市场表面下，暗流涌动，危机四伏。

为了遏制房价的不断攀升，美联储开始逐步提高利率，从 2004 年初的 1% 调整至 2006 年 7 月的 5.25%。同年，房价企稳，豪华住

① Business Standard. Improvement in Global Real Estate Transaction[EB/OL].https://www.business-standard.com/article/press-releases/improvement-in-global-real-estate-transaction-110031900104_1.html,2013-01-21.

② 此处及后文中，除特殊说明外，全球市场数据均包含中国数据。

③ Derek Loosvelt. A Brief History of Private Equity[EB/OL].<https://vault.com/blogs/in-the-black-vaults-finance-careers-blog/a-brief-history-of-private-equity#>,2009-03-10.

④ 苏世民. 我的经验与教训 [M]. 北京: 中信出版社, 2020: 298.

宅开发商开始下调利润预期，房地产市场的非理性繁荣逐渐瓦解。美国大多数城市的房价率先趋于平稳，然后开始下跌。随着利率调高及房价未按预期持续上涨，许多依靠次级抵押贷款购买房屋的借款人无力偿还债款，多层嵌套形成的抵押贷款支持证券（Mortgage-Backed Securities, MBS）首当其冲受到影响。房价的下跌及大规模贷款违约让人们看清了这些不良债券的真实状况，债券市场价值跳水。2007 年 2 月，房利美（Federal National Mortgage Association）宣布不再购买次级抵押贷款。贝尔斯登（Bear Stearns）两只全部投资在抵押贷款支持证券的对冲基金快速贬值，8 月 1 日，这两只基金宣布倒闭，投资人损失超过 15 亿美元。高盛集团（Goldman Sachs）动用 20 亿美元自有资金用来填补其持有的抵押贷款支持证券造成的巨大损失。10 月，美林银行（Merrill Lynch）宣布季度亏损约 22 亿美元，花旗银行（Citi Bank）对抵押贷款计提了 170 亿美元的减值准备。次年 3 月，贝尔斯登被出售给摩根大通集团（JP Morgan Chase），9 月雷曼兄弟申请破产，美国的金融系统陷入瘫痪。

覆巢之下，安有完卵。银行大规模收缩贷款，直接阻碍了私募股权投资公司按计划完成并购交易。截至 2007 年 8 月，有 51 宗私募股权交易悬而未决，而这些并购投资不可能在银行拒绝提供贷款的情况下完成^①。一方面，私募股权投资公司不会以不合理的利率借款，因为过高的利息费用会直接影响投资项目的内部收益率（Internal Rate of Return, IRR）。同时，交易未能按计划达成是所有基金管理人不愿看到的结果，因为这会让基金背后的机构投资者感到失望，而不愿在该基金甚至是私募股权投资这种资产类别上投入更多的资金，形成恶性循环。另一方面，出于流动性的需求和分母

^① Derek Loosvelt. A Brief History of Private Equity[EB/OL].<https://vault.com/blogs/in-the-black-vaults-finance-careers-blog/a-brief-history-of-private-equity#>,2009-03-10.

效应的考虑，投资者开始急剧减少包括私募股权投资在内的另类资产投资，甚至提出撤资。大型私募股权基金的有限合伙人（Limited Partners, LP）多为养老基金、捐赠基金等机构投资者，而政府或者监管部门对于这些基金通常有关于投资组合结构的规定——持有私募股权投资基金的份额不得超过其总资产的一定比例。危机来临，股市崩盘，随着其投资组合总价值的贬值，私募股权投资所占比例往往会相对上升，为了满足相关规定，这些机构不得不抛售持有份额。

如图 1-4 所示，美国私募股权投资交易额在 2007 年第二季度达到 3 145 亿美元的顶点后急转直下，到 2008 年第一季度成交额仅有 659 亿美元，并在一年之后跌至 216 亿美元。次贷危机对于美国经济的影响是长久而深远的，不管是对于私募股权投资行业还是整个金融系统，都是如此。直到今天，私募股权投资的活跃程度仍难以恢复到金融危机之前的盛景。

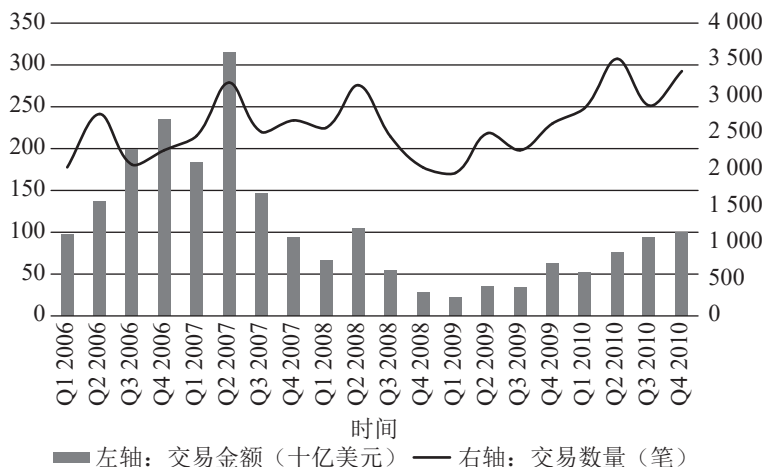


图 1-4 2006—2010 年全球私募股权投资交易情况^①

① Preqin 数据库 [DB].

2008 年次贷危机对美国市场化的金融体系打击最为严重，而欧洲各国在 2010 年也陷入了债务危机，私募股权投资巨头逐渐将目光转向亚洲市场。基金的普通合伙人（General Partners, GP）积极寻求适应经济过渡时期的投资策略，“并购整合”（Buy and Build）成为潮流。历史经验证明了“公司整体价值大于各业务板块之和”这一定理，于是基金管理人按照这一思路，先瞄准某个较为分散化的市场，再收购该市场中占据有利市场地位的平台型企业，然后积极兼并其他与之业务有紧密联系的公司。基金管理人通过与公司核心管理团队合作，进行行业整合，实现了规模经济。2009 年至 2011 年，全球私募股权投资中有 45% 的投资额是基于已经持有的被投资企业进行的行业内收购（Add-on）。2011 年，KKR 以 4.28 亿美元收购邦德航空公司（Bond Air Services），以补充其持有的一家主要为直升机机队提供服务的西班牙运营商的业务板块。在亚太地区，TPG 资本（TPG Capital）帮助其投资组合中专注于石油天然气勘探开发的 MI 能源（MIE Holdings）以 1.7 亿美元收购了哈萨克斯坦的一家石油公司（Emir Oil）^①。

2014 年，私募股权投资行业在全球资本市场的恢复中乘风而上，过剩的资本加之强劲的股票二级市场表现，激发了激烈的竞价并推高了资产价格。该年度并购交易退出成交额达到了历史最高点 4 560 亿美元，在全球金融危机前投资的积压资产已陆续清仓^②。自 2017 年开始，有限合伙人采取更加积极的投资策略，与普通合伙人共同投资（Co-Investment）的现象越发常见。2019 年，共同投资交易额创下新的纪录，达到并购市场总交易额的 10%，平均单笔交易

① 贝恩咨询 .Global Private Equity Report 2012[EB/OL]. https://media.bain.com/Images/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2012%20public.pdf,2023-12-06.

② 贝恩咨询 .Global Private Equity Report 2015[EB/OL]. https://media.bain.com/Images/BAIN_REPORT_Global_Private_Equity_Report_2015.pdf,2023-12-06.

额达到 52 亿美元^①。在这种投资结构下，有限合伙人一方面仍然无须亲自参与项目搜索与尽职调查，另一方面只需要向普通合伙人支付较少的费用，从而实现了更高的收益。

2019 年末，随着经济环境再次面临周期下行，私募股权投资行业难以独善其身，2020 年全球并购交易成交额同比下滑。不过，私募股权投资行业长盛不衰的原因之一，就是它可以在经济衰退时期寻找到被市场低估的资产，并利用经济周期重新上行获利。2020 年下半年，全球私募股权并购投资交易额逐渐恢复正常，并且大量未完成的交易于 2021 年得以释放。

二、行业现状

全球私募股权投资与风险投资行业市场规模约在万亿美元级别。2022 年，全球私募股权投资交易额约为 1.17 万亿美元，风险投资交易额为 7 326 亿美元。

如图 1-5 所示，2022 年，从行业细分来看，先进技术、医疗消费等与社会进步、民生相关的长青领域成为私募股权投资的热点。其中，信息技术以 3 738 亿美元的交易额位居第一名（约 32%），医疗以 1 529 亿美元紧随其后（约 13%），能源行业则以 1 483 亿美元的交易额排名第三（约 13%）。

如图 1-6 所示，分地区来看，北美、亚洲、欧洲依然是私募股权投资的主要战场。其中，北美地区的交易额达 6 067 亿美元，亚洲达 1 958 亿美元，欧洲达 1 832 亿美元。亚洲已经超越欧洲，成为仅次于北美的私募股权投资第二大市场。

① 贝恩咨询 .Global Private Equity Report 2020[EB/OL].https://www.bain.com/globalassets/noindex/2020/bain_report_private_equity_report_2020.pdf,2023-12-06.

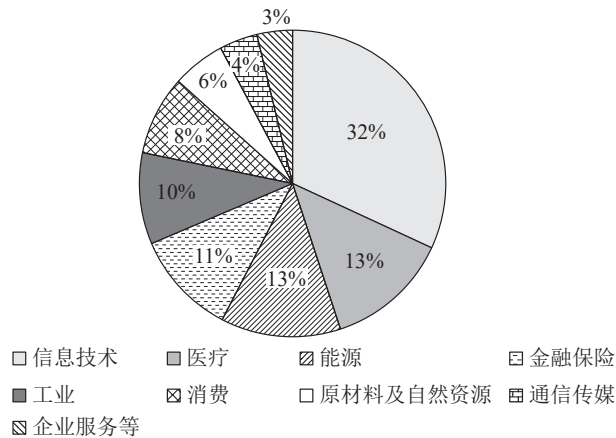


图 1-5 2022 年全球私募股权投资各行业交易金额占比^①

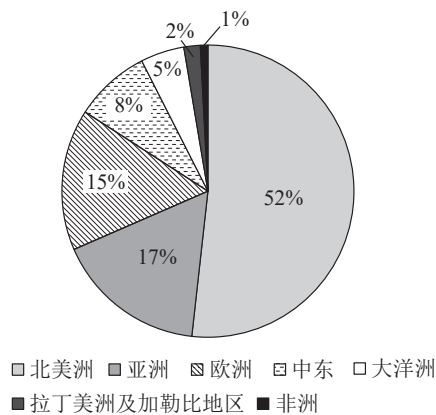
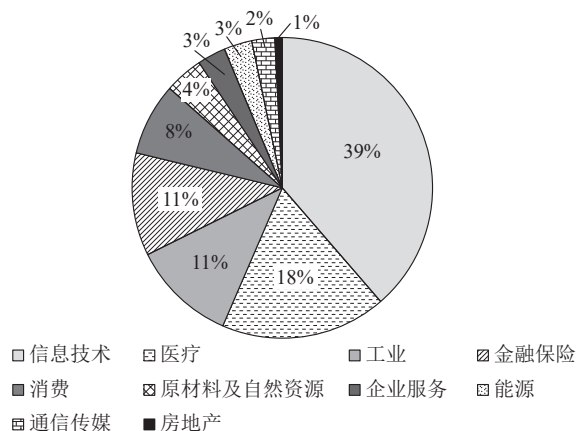


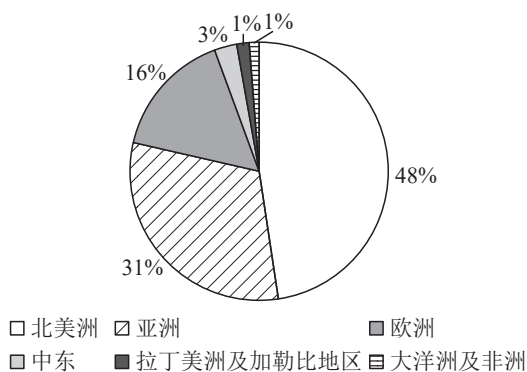
图 1-6 2022 年全球私募股权投资分地区交易额占比^②

正如前文所述，相同的经济环境对于私募股权投资与风险投资的影响往往不尽相同。如图 1-7 所示，从风险投资各行业的交易额来看，信息技术行业继续保持强劲势头，以 2 831 亿美元的交易额位居第一。近年来，民众健康意识与日俱增，医疗健康行业交易额以 1 307 亿美元继续排名第二。与并购投资不同的是，工业成为风险投资领域的热门板块，2022 年交易额达 820 亿美元，排名第三。

①② Preqin 数据库 [DB].

图 1-7 2022 年全球风险投资分行业交易额占比^①

如图 1-8 所示，分地区来看，2022 年全球风险投资公司 40% 以上的资金投入了北美市场，交易总额达 3 483 亿美元；亚洲地区超越欧洲地区，成为风险投资的第二大市场，投资额达到 2 264 亿美元；欧洲地区投资额排名第三，达 1 157 亿美元。

图 1-8 2022 年全球风险投资分地区交易金额占比^②

截至 2022 年 12 月，全球私募股权投资与风险投资行业的资产管理规模（Asset Under Management, AUM）为 13.71 万亿美元，较 2021 年末 12.14 万亿美元增长了约 10.3%。其中，“干火药”（Dry

①② Preqin 数据库 [DB].

Powder) 占 25.85%，达 3.54 万亿美元，“未实现价值”（Unrealized Value）为 10.17 万亿美元^①。具体看并购基金板块，其资产管理规模达到 3.38 万亿美元，其中“干火药”达到 0.94 万亿美元。“干火药”是指基金持有的用于未来投资、收购等事项的现金储备或流动资产，可形象地理解为投资机构手中的“弹药”。由于“干火药”的不断增长及并购投资机会的减少，近年来美国、欧洲市场的杠杆收购交易价格居高不下（见图 1-9），这对普通合伙人在较高的初始投资额下如何创造较高的收益提出了挑战。

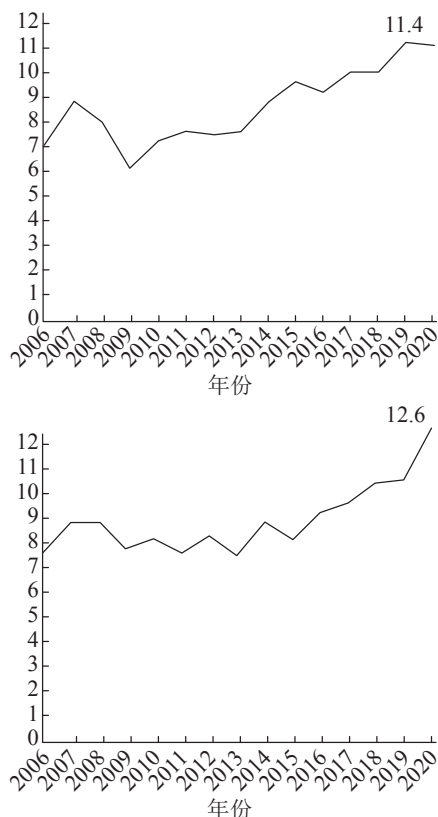


图 1-9 2006—2020 年美国（上）、欧洲（下）市场杠杆收购交易平均 EV/EBITDA 倍数^②

① Preqin 数据库 [DB].

② 贝恩咨询 .Global Private Equity Report 2021[EB/OL].<https://www.bain.com/insights/the-private-equity-market-in-2020/>,2023-12-06.

如图 1-10 所示，2022 年，全球私募股权投资退出金额为 4 182 亿美元。在 1 546 个成功退出的项目中，多数项目是通过战略二次收购卖给第三方公司，或者是通过私募股权二级市场转让给其他 PE 或 VC 机构来完成退出的。

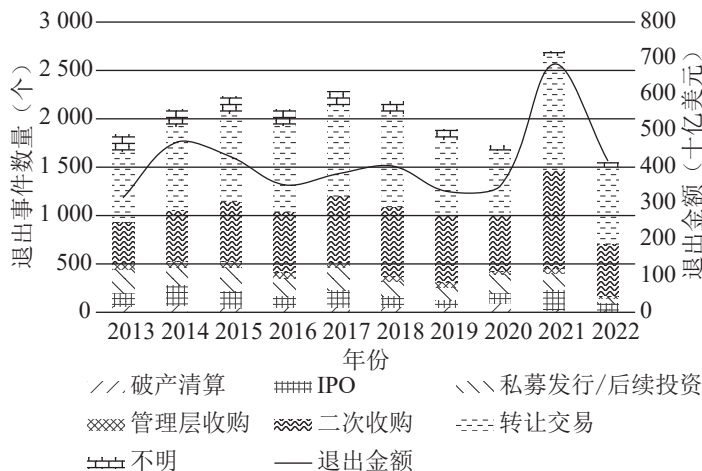


图 1-10 2013—2022 年全球私募股权投资退出数量、退出金额及退出渠道^①

风险投资的退出表现与私募股权投资方面类似，如图 1-11 所示，2022 年全球风险投资退出金额为 2 148 亿美元。其中，多数项目通过战略投资者的收购或者被投企业成功上市，从而帮助风险投资机构完成退出。

2022 年，全球私募股权投资与风险投资行业总募集金额达到 9 106 亿美元。同年，私募股权投资基金与风险投资基金从开始募资到最终关闭的平均时长为 20 个月，实际最终募集规模为计划募集规模的 109%^②。

①② Preqin 数据库 [DB].

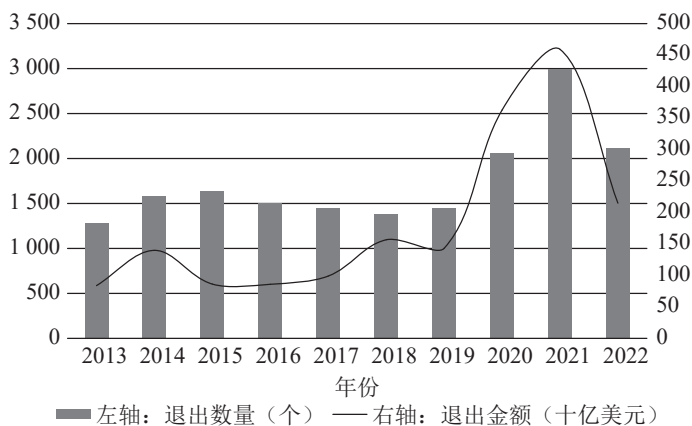


图 1-11 2013—2022 年全球风险投资退出数量、退出金额^①

私募股权投资已经成为各大机构投资者投资组合中的一项重要资产类别，并且其占比及管理规模均随着监管的放松及经济向好而缓慢提升。根据 2020 年统计数据，在美国市场，机构投资者持有的私募股权投资占其资产管理规模的中位数为 6.3%，而亚洲投资者的资产配置策略在近年来逐渐积极、大胆，私募股权投资类别所占比重从 3.6% 提升至 5.0%。在各大机构投资者中，家族办公室对于私募股权投资类别最为青睐，其资产配置比重高达 20.0%。捐赠基金在私募股权投资的资产配置比重仅为 5.0%，与其目标配置比重相比，还有较大的增长空间^②。

第二节 中国私募股权投资市场

中国私募股权投资的发展进程整体滞后于美国市场，是随着国

① Preqin 数据库 [DB].

② Preqin.2021 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report[EB/OL].https://bebeez.it/wp-content/uploads/2021/11/Preqin-IRR-Pe2020_compressed.pdf,2023-12-06.

际私募股权投资的逐渐进入而发展起来的，距今约有 40 年的历史。目前，中国私募股权市场逐渐趋于成熟，每年交易规模约为 1 万亿元人民币。

一、发展历史

依据国家政策、科技发展等与私募股权投资发展息息相关的时间节点，可以将中国私募股权发展历史分为如下三个阶段：萌芽期、起步期、发展期。

1. 萌芽期（1985—1997 年）

与海外发展路径类似，中国私募股权投资的发展也是从创业风险投资开始的。“创业投资”一词第一次出现在中国官方文件中是在 1985 年。彼时，中国的科研体系还沿用了许多苏联的制度，其中就包括科技拨款制度，即企业科研、院所科研、高校科研、国防科研相互独立^①，科研项目实行计划管理，科研经费统一分配。1978 年改革开放后，这种制度的弊病逐渐显现。首先，各科研机构单位之间的研究成果不互通，会导致重复劳动，无法将研究精力聚焦于技术核心突破口以实现共同进步。其次，拨款计划制意味着所分配经费金额与最终研究成果并不挂钩，科研人员没有市场化竞争，研究动力不足。这两点都不利于中国整体的科技实力进步。因此，1985 年 3 月，《中共中央关于科学技术体制改革的决定》出台，指出了当时科研体系在运行机制方面存在的“国家包得过多、统得过死”^②问

① 中国经济网.1988：深化科技体制改革 奏响科技进行曲 [EB/OL].http://views.ce.cn/fun/corpus/ce/dd/200901/03/t20090103_17856996.shtml,2009-01-04.

② 中国经济网.中共中央关于科学技术体制改革的决定 [EB/OL].http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/szyw/200706/14/t20070614_11750377.shtml,2007-06-14.

题；在组织结构方面存在的“过多的研究机构与企业相分离，研究、设计、教育、生产脱节，军民分割、部门分割、地区分割”^①问题，并提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持”^②。

《中共中央关于科学技术体制改革的决定》的出台，拉开了中国私募股权投资发展的序幕。1986 年 1 月，国务院批准成立了中国第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司（简称中创）^③。中创成立于北京，主要发起股东为中华人民共和国国家科学技术委员会（现中华人民共和国科学技术部，持股 40%，简称国家科委）和中华人民共和国财政部（持股 32%，简称财政部），初始资金约为 1 000 万美元，主要投资对象是由于进行技术改造和开发高风险技术产品需要资金，而又不易从现有投资渠道获得资金的中小企业。此后，国家科委、香港招商局资本等联合发起了第一家中外合资创投公司——中国科招高技术有限公司（简称中国科招）。除了中创、中国科招等专注于风险投资的公司，还有许多其他类型的机构也开始从事风险投资业务。例如，兼营风险投资的中国华能技术开发公司，以及中国科学院和北京大学等国家部委和高校下属的机构。截至 1990 年底，中国境内已经成立了 5 家以上私募股权公司，募集金额超过 10 亿元^④。

1991 年 2 月，国家科委、财政部和中国工商银行共同设立了国家科技风险开发事业中心，承担科技经费管理、预算评估、风险投资基金监管等工作。1991 年 3 月，国务院发布《国家高新技术产业

①② 中国经济网. 中共中央关于科学技术体制改革的决定 [EB/OL]. http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/szyw/200706/14/t20070614_11750377.shtml, 2007-06-14.

③ 甘道初. 发展我国科技风险投资 [J]. 科学学研究, 1995(3): 32-36.

④ Preqin 数据库 [DB].

开发区若干政策的暂行规定》，其中第六条第三款指出：“有关部门可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品开发。条件比较成熟的高新技术产业开发区，可创办风险投资公司。”这标志着中国风险投资行业发展正式开始。同年，中创与渣打银行（Standard Chartered Bank）、亚洲开发银行（Asian Development Bank）、获多利詹金宝公司（Wardley James Capel）等在香港成立的合资公司中国置业（China Assets (Holdings) Ltd.）在香港上市，成为中国内地第一个在境外上市的创投基金。1992 年，沈阳市拨款 2 500 万元设立科技风险开发事业中心^①，采取贷款担保、贴息垫息、入股分红等多种投资方式，促进当地高新技术成果的商业化。此后，上海科技投资公司、广东省科技创业投资公司、山西科技基金发展总公司等也相继成立。据不完全统计，截至 1996 年底，以各地科委和财政为主成立了 20 余家创业投资机构^②。

1992 年，美国国际数据集团（International Data Group, IDG）在中国成立了第一家外商独资的风险投资基金，即美国太平洋技术风险投资基金（PTV-China，1993 年更名为 IDGVC）。1993 年，IDGVC 和上海市科委、北京市科委、广东省科委均合作成立了创业投资公司，投入资金超过 1 亿美元。这标志着外资逐步进入中国私募股权市场。1994 年，华登国际投资集团（Walden International Investment Group）在中国创立了华登中国基金，投资了四通利方（新浪网前身）、无锡小天鹅等企业。外资的进入一方面为中国企业带来了先进的技术和理念，以及较大规模的资金；另一方面也增强了企业的市场化竞争能力，促进了中小企业良性发展。

① 甘道初. 发展我国科技风险投资 [J]. 科学学研究, 1995(3): 32-36.

② 陈友忠, 刘曼红, 廖俊霞. 本土 VC20 年: 有中国特色的“科技风险投资公司” [EB/OL]. <https://news.pedaily.cn/201203/20120315310290.shtml>, 2012-03-15.

1995 年，中共中央、国务院做出《关于加速科学技术进步的决定》，强调“发展科技风险投资事业，建立科技风险投资机制”^①，明确指出投资应着眼于高风险、高技术领域。1996 年，国务院发布《关于“九五”期间深化科学技术体制改革的决定》，第四条第三款指出要“积极探索科技发展风险投资机制，促进科技成果转化”^②。创业风险投资行业得到了政策的进一步推动。

然而，当时中国以内资为主导的创业投资行业存在着较大问题。首先，投资者大多使用国有资金，因此对风险厌恶，难以接受投资风险大的产品或技术，往往会选择相对成熟的产品或技术作为投资标的，但这无法真正解决中小型创业企业的资金问题。其次，由于当时中国证券市场仍未成型，创业投资的投资人没有体系化的退出渠道，也很难为资产定价。这些问题在一定程度上阻碍了中国私募股权投资行业的进一步发展。

○ 2. 起步期（1998—2008 年）

1998 年，“中国风险投资之父”成思危在全国政协九届一次会议上代表中国民建提交了《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》（简称《提案》或“一号提案”）。他结合自己早年在美国学习的经历，总结认为科技成果的转化非常困难，而风险投资可以有效加速其实现。《提案》提议“明确把发展风险投资作为推动科技和经济发展特别是高科技产业发展的基本政策”，并指出了中国“缺乏健全的

① 科学技术部.中共中央、国务院关于加速科学技术进步的决定 [EB/OL].http://www.most.gov.cn/ztzl/jqzzcx/zzcxcxzzo/zzcxcxzz/zzcxcgncxzz/200512/t20051230_27321.html,1996-05-06.

② 广东省人民政府门户网站.国务院关于“九五”期间深化科学技术体制改革的决定 [EB/OL]. https://www.gd.gov.cn/zwgk/gongbao/1996/35/content/post_3358444.html,1996-09-15.

股票市场和产权市场”^①的问题。这一提案被后人称为引发了中国风险投资热的“一号提案”。

“一号提案”提出后，各界纷纷积极响应。

首先，各级政府积极拨款设立风险投资基金与公司。1999年，上海市人民代表大会发布《政府工作报告》，提出“结合建立创业基金，形成高新技术产业风险投资机制”，并推出了总额6亿元的上海创业投资基金^②；北京市政府提出，未来三年内每年的风险投资额不低于2亿元；深圳投入5亿元设立了深圳创新科技投资有限公司（现深圳市创新投资集团有限公司，简称深创投）。截至1999年8月，全国各个层级的政府创业基金超过100家，许多地方政府同时推出了相配套的风险投资担保基金。同时，多地开始成立创投协会。2000年3月，北京创业投资协会完成登记注册，以非营利组织的形式促进创业投资从业人员相互交流，从而推动创业投资市场良性、有效发展。同年10月，深圳创业投资同业公会、上海创业投资企业协会相继成立。

其次，本土创业投资机构开始逐渐崭露头角。除上文提到的深创投外，达晨创投、同创伟业等如今在风险投资界耳熟能详的机构也都在这一时间段内成立了。2000年4月，民建中央发起并设立了中国风险投资有限公司（简称中国风投），该公司由中国宝安集团、中华思源基金会等作为主要股东^③。根据中国证券投资基金业协会（简称中国基金业协会）的数据，1998—2000年新成立的私募股

① 民建中央. 关于尽快发展我国风险投资事业的提案 [EB/OL]. https://mail.cndca.org.cn/mjzy/ztzl/hdlzt/jnggkf40zn/_1309887/1330569/index.html, 2018-12-09.

② 人民政协网. 民建为我国风险投资事业做出积极贡献 [EB/OL]. <http://www.rmzxb.com.cn/c/2018-09-05/2162011.shtml>, 2018-09-05.

③ 中国风险投资有限公司. 关于中国风投 [EB/OL]. <http://www.c-vc.com.cn/about>, 2023-12-06.

权基金管理人有 53 家^①。

除此之外，“一号提案”为中国私募股权市场带来的最大改变是推动了创业板的创立，增加了私募股权投资的退出渠道。1998 年 4 月，国务院机构改革决定将国务院证券委与中国证监会合并组成中国证券监督管理委员会（简称证监会），当时为国务院直属正部级事业单位。这一改革完善了二级市场的监管体系，有助于中国资本市场有序发展。1999 年 3 月，证监会提出可以考虑在沪深证券交易所内设置高科技企业板块。同年 9 月，科技部、国家计划委员会（现国家发展改革委）、国家经济贸易委员会（现商务部）、财政部、人民银行、税务总局、证监会联合发布《关于建立风险投资机制的若干意见》，其中首次明确了风险投资的定义、意义和运行机制，提出“条件成熟时，在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块”^②，具体规则由证监会制定。2000 年 2 月，深圳证券交易所启动了高新技术板筹备工作，后定名为创业板。同年 10 月，深圳证券交易所就创业板的 9 项规则征求社会意见。尽管由于市场波动，成立创业板的计划被搁置，但这一消息对国内创业者及投资人的信心起到了很大的提振作用，中国创业投资行业发展得如火如荼。

在“一号提案”提出的同一时期，中国互联网企业的发展迎来了一波热潮。1999 年 7 月，中国最早的门户网站之一中华网作为第一支“中国概念股”在美国纳斯达克完成 IPO，踏出了中国互联网企业在境外上市的第一步，创业风险投资有了一条新的退出渠道。紧随其后，搜狐、新浪、网易三大门户网站也于 2000 年成功在纳斯

① 中国证券投资基金业协会. 信息公示 [EB/OL]. <https://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/managerList.html>, 2023-12-06.

② 中国政府网. 国务院办公厅转发科技部等部门关于建立风险投资机制若干意见的通知 [EB/OL]. http://www.gov.cn/gongbao/content/2000/content_60620.htm, 2023-12-06.

达克上市。

据清科研究中心统计，2000 年，中国创业投资市场投资金额达 76.75 亿元人民币，投资案例数达 434 起，中国私募股权投资市场达到了第一次小高潮^①。然而，中国这一阶段的创业风险投资存在较强的投机性，许多被投企业以在创业板上市为最终目的，而投资人们也并不关注企业的真实价值，这与当时的互联网行业一样，背后隐藏着巨大的泡沫。

2001 年，美国互联网泡沫破灭，标普 500 指数下跌 50% 以上，许多公司因现金流问题破产清算。中国股票市场也受到了美国经济波动的影响，如图 1-12 所示，上证综合指数从 2001 年最高点的 2 200 点一路下跌，最低跌至 1 500 点以下。2001 年 11 月，中国时任国务院总理朱镕基在文莱发表讲话，提出要吸取香港和国外市场的经验，先将主板规范建设好，再考虑设立创业板^②。如果主板尚未规范化就贸然推出创业板，会有很大的隐患。在规范资本市场的过程中，资本市场陷入了低迷状态。失去融资功能的资本市场使部分正在筹备上市的公司无法维持现金流，也使许多创业风险投资机构因无法回收投资而陷入了困境。据清科研究中心统计，2001 年，中国创业投资市场投资金额较 2000 年下降 40% 以上，只有 42.88 亿元人民币，投资案例数也减半^③。

① 清科研究中心.2020 年中国股权投资市场回顾与展望报告——暨二十周年市场回顾特别版[EB/OL].<https://max.pedata.cn/client/report/detail/1604980536868216>, 2020-11-17.

② 赵维，程胜，吴铭.光荣与梦想：风雨十年创业板[EB/OL].https://epaper.cs.com.cn/zgzb/html/2009-04/01/nw.D110000zgzb_20090401_1-T01.htm,2009-04-01.

③ 清科研究中心.2020 年中国股权投资市场回顾与展望报告——暨二十周年市场回顾特别版[EB/OL].<https://max.pedata.cn/client/report/detail/1604980536868216>, 2020-11-17.

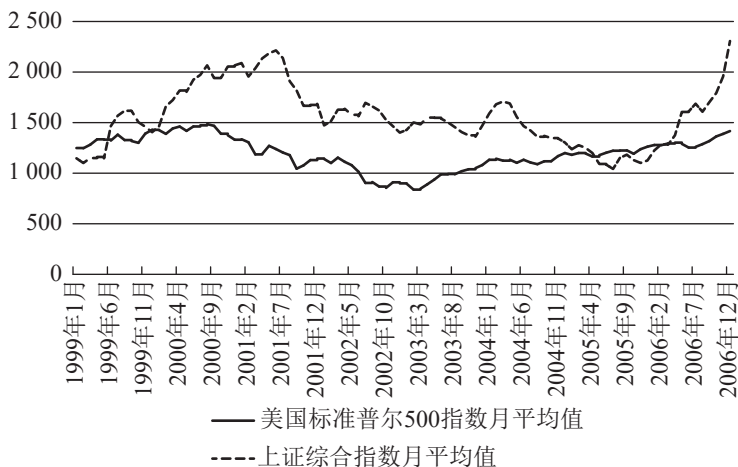


图 1-12 1999—2006 年中美股市表现^①

这一“创投寒冬”直至 2005 年才有所缓和。2005 年 4 月，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革，消除了 A 股市场流通股与非流通股之间的差异，A 股进入全流通阶段，迎来了新一轮牛市。2005 年 11 月，国家发展和改革委员会（简称国家发展改革委）、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局（现国家市场监督管理总局）、中国银行业监督管理委员会（现国家金融监督管理总局）、证监会、国家外汇管理局联合发布《创业投资企业管理暂行办法》（简称《办法》）。《办法》对创业投资、创业企业、创业投资企业等概念做出了界定，提出了针对创业投资企业的扶持政策，也明确了相关监管要求^②。同时，《办法》首次确认了股权上市转让、股权协议转让、被投资企业回购等创投资本的退出渠道^③。

① 万得金融终端 [DB].

②③ 国家发展改革委. 创业投资企业管理暂行办法 [EB/OL]. http://www.gov.cn/flfg/2005-11/15/content_99008.htm, 2005-11-15.

2006年8月,中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议修订通过了新版《中华人民共和国合伙企业法》,增加了有限合伙这一企业形式;2007年2月,财政部、国家税务总局发布《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》(财税〔2007〕31号)^①,确立了创业投资企业税收政策的基本原则,创业投资企业的法律基础日趋完善。

2008年3月,证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》,创业板的设立增加了创业风险投资的退出渠道,标志着创投行业新时代的开启。2018年10月,国家发展改革委、财政部、商务部制定并发布《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》^②,引导基金成为私募股权基金的又一资金来源。

如图1-13所示,据清科研究中心统计,中国私募股权投资市场投资金额在2006年实现跃升式增长,并在此后两年保持高位运行。与此同时,如图1-14所示,2007年中国股市增长强劲,2007年10月上证综合指数平均超5800点。在中国私募股权投资市场快速发展的过程中,外资创投机构起到了很大的带动作用。2000年后,红杉资本、软银等海外知名投资机构纷纷在中国设立基金展开投资。与此同时,高瓴资本、鼎晖投资、经纬中国等本土投资机构也应运而生。几年内,百度、阿里巴巴等互联网巨头企业完成上市,中国私募股权投资也随着互联网的发展进入了又一个高潮。

① 财政部,国家税务总局.关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知[EB/OL].https://www.gov.cn/jtzt/kjfgzh/content_883722.htm,2008-02-05.

② 发展改革委,财政部,商务部.关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见[EB/OL].https://www.gov.cn/zwgk/2008-10/22/content_1127977.htm,2008-10-22.

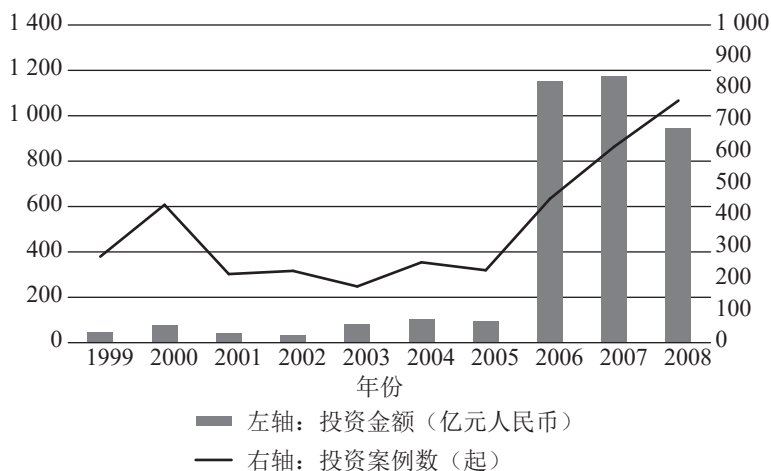


图 1-13 1999—2008 年中国私募股权投资市场投资趋势^①

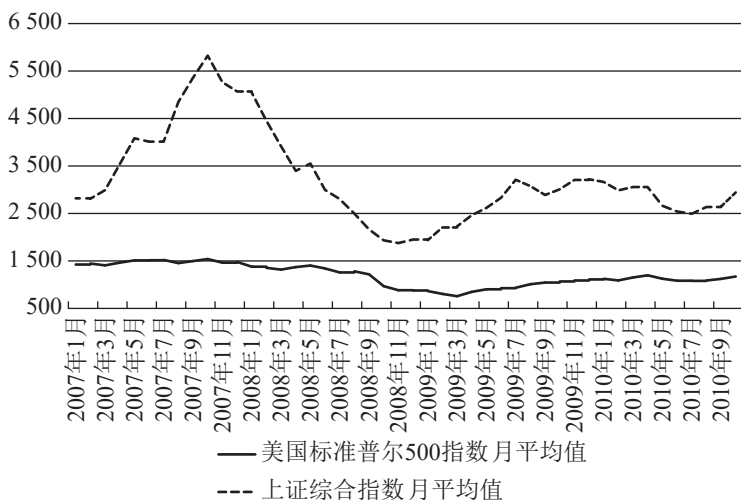


图 1-14 2007—2010 年中美股市表现^②

○ 3. 发展期（2009 年至今）

2008 年，金融危机席卷全球，全球股市大幅下跌，但危机过后

① 清科研究中心.2020 年中国股权投资市场回顾与展望报告——暨二十周年市场回顾特别版 [EB/OL].<https://max.pedata.cn/client/report/detail/1604980536868216>, 2020-11-17.

② Choice 金融终端 [DB].

的估值低点也带来了很大的投资机会。2009—2014 年，中国私募股权投资行业的发展与移动互联网的兴起同频共振，证监会、中国基金业协会等监管部门颁布了多项规定，以进一步完善私募股权投资行业的运行机制。2011 年，国家发展改革委发布了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》^①，该通知规范了境内私募股权投资企业的运作模式和备案管理机制。2012 年，中华人民共和国第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议通过修订了《中华人民共和国证券投资基金法》^②（简称“新基金法”），首次将非公开募集基金纳入规定。2013 年，中央编办印发《关于私募股权基金管理职责分工的通知》，明确了证监会负责私募股权基金的监督管理，国家发展改革委负责拟定私募股权基金发展的政策措施，这一分工完善了私募股权投资基金监管体系^③。2014 年 1 月，中国基金业协会发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，规定了私募基金管理人登记备案等事宜。2014 年 8 月，证监会发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》（第 105 号令）^④，对私募基金登记备案、合格投资者、资金募集、投资运作等做出规定。2009—2014 年，中国移动电话普及率由 56.3 部 / 百人上升至 94.0 部 / 百人^⑤，在 IDG、红杉中国、腾讯投资、启明创投等互联网领域活跃投资机构的资金推

① 国家发展改革委办公厅 . 关于促进股权投资企业规范发展的通知 [EB/OL]. http://www.gov.cn/jwqk/2011-12/09/content_2015569.htm, 2011-12-00.

② 中华人民共和国主席令 第 23 号 . 中华人民共和国证券投资基金法 [EB/OL]. https://www.amac.org.cn/governmentrules/zcgz_jcxgf/jcxgf_gjfl/202003/t20200311_7411.html, 2023-12-06.

③ 共产党员网 . 中央编办明确私募股权基金管理职责分工 [EB/OL]. https://news.12371.cn/2013/07/02/ARTI1372738055047757.shtml?from=groupmessage&isappinstalled=0&ivk_sa=1024320u, 2013-07-02.

④ 中国政府网 . 中国证券监督管理委员会令 第 105 号 . 私募投资基金监督管理暂行办法 [EB/OL]. https://www.gov.cn/gongbao/content/2014/content_2758502.htm, 2014-08-21.

⑤ 国家统计局 [DB].

动下，美团、微信、快手等移动互联网平台得到了快速发展。据清科研究中心统计，2014 年，中国私募股权投资金额达到了 4 377 亿元，为 2009 年的 5.6 倍^①。

2015 年开始，中国经济面临转型升级，股权投资的重心逐渐由移动互联网向半导体、生物医药、人工智能等领域转移。

在基金管理人类型上，除了传统的财务投资人，互联网行业 CVC（Corporate Venture Capital，企业风险投资基金）、传统行业 CVC 等战略投资人也开始承担重要的角色。同时，引导基金在 2015 年后迎来了大规模发展。据清科研究中心统计，2014 年中国引导基金目标规模为 3 360 亿元；2015 年这一数字达到 1.6 万亿元，为前值的近 5 倍；2016 年这一数字为 3.5 万亿元，又实现了超一倍的增长^②。

在新兴私募股权投资机构中，有许多投资人凭借过往的投资背景和优秀案例，从大型投资机构中脱颖而出开始创立自己的投资机构，如原 IDG 资本的张震成立了高榕资本、原红杉中国的曹毅成立了源码资本等。

如图 1-15 所示，据清科研究中心统计，2017 年，中国私募股权投资金额达到了 1.2 万亿元，当年达到有史以来的峰值，行业热情十分高涨。然而，2018 年 4 月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会（简称银保监会，现国家金融监督管理总局）、证监会、国家外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》^③（简称《资管新规》），对多层嵌套、刚性兑付等行业中的

① 清科研究中心. 2020 年中国股权投资市场回顾与展望报告——暨二十周年市场回顾特别版 [EB/OL]. <https://max.pedata.cn/client/report/detail/1604980536868216>, 2020-11-17.

② 清科研究中心. 清科 2022 年度盘点：新设立政府引导基金 120 支，整合优化成常态 [EB/OL]. <https://max.pedata.cn/client/report/detail/261617>, 2023-02-14.

③ 中国政府网. 中国人民银行，中国银行保险监督管理委员会，中国证券监督管理委员会，国家外汇管理局. 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见 [EB/OL]. http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2018-12/31/content_5433072.htm, 2018-12-31.

问题进行了严格的规定，对商业银行等金融机构参与股权投资业务造成了较大打击。《资管新规》发布之后，中国私募股权投资进入了又一轮寒冬，私募基金募资渠道减少，许多资产管理机构的资产也等待在 2021 年底过渡期结束前退出。受此影响，2019 年中国私募股权投资金额降低至 7 631 亿元。



图 1-15 2012—2022 年中国私募股权投资市场投资趋势^①

2020 年，中国私募股权行业逐渐从《资管新规》的影响中恢复，投资端整体仍处于恢复中，投资金额为 8 871 亿元。2021 年上半年，在经济复苏的预期下，消费、医疗健康、SaaS 等领域均涌现了大量的投资案例，市场整体估值也提升到了较高水平。2021 年 7 月，国务院出台义务教育阶段“双减”政策，规定 K12 学科教育机构严禁上市融资进行资本化运作，导致这一行业的私募股权投资项目账面价值普遍面临减值。2021 年 10 月，第十三届全国人大常委会第三十一次会议发布《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》，并且在发布前后对许多互联网行业巨头企业进行了相关指导，加之美国 SEC（United States Securities and Exchange Commission，美国

^① 清科研究中心.2022 年中国股权投资市场研究报告 [EB/OL].<https://mp.weixin.qq.com/s/HYCwB-unlsroWk1euxYRAw>,2023-02-02.

证券交易委员会)对中概股的信息披露加强了监管,导致阿里巴巴、腾讯、美团等股价均有大幅下跌。由于项目整体估值较高且市场恐慌情绪严重,2021年下半年中国私募股权投资市场逐渐降温。尽管如此,中国私募股权年投资金额还是在2021年达到了又一高点。2022年,受美联储货币政策及地缘政治等全球宏观经济因素影响,中国私募股权市场增速放缓,投资金额有所下降。

2023年6月,国务院常务会议审议通过《私募投资基金监督管理条例》^①(简称《条例》),自2023年9月1日起施行。《条例》完善了私募基金监管制度,将私募投资基金业务活动纳入法治化、规范化轨道进行监管,对私募基金行业规范健康发展、防范化解风险具有重要积极意义。《条例》共7章62条,重点规定了五方面内容,包括适用范围、私募基金管理人和托管人的义务要求、规范资金募集和投资运作、对创业投资基金做出特别规定、强化监督管理和法律责任^②。自此,私募股权投资迈入了规范化发展的新阶段。

二、行业现状

中国私募股权市场年投资规模在2017年首次突破万亿元人民币,近年来有所波动。

据清科研究中心统计,2022年,中国私募股权市场募资端的募资规模继续维持高位。其中,新募人民币基金的披露募集金额超1.9万亿元,同比上升0.4%,约占总体募集金额的88.4%;新募外币基金的披露募集规模超2400亿元人民币,同比下降18.6%。如图1-16

① 中国政府网.私募投资基金监督管理条例[EB/OL].https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202307/content_6890739.htm,2023-07-09.

② 中国政府网.新华社.李强签署国务院令公布《私募投资基金监督管理条例》[EB/OL].https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6890769.htm,2023-07-09.

所示，在基金类型上，创业投资基金和成长基金无论是从募集规模上还是从募集数量上，均处于前两位，且占比 75% 以上。在管理人类别上，小规模基金数量占比有所上升，而基金规模越大，管理人的国资属性越明显。

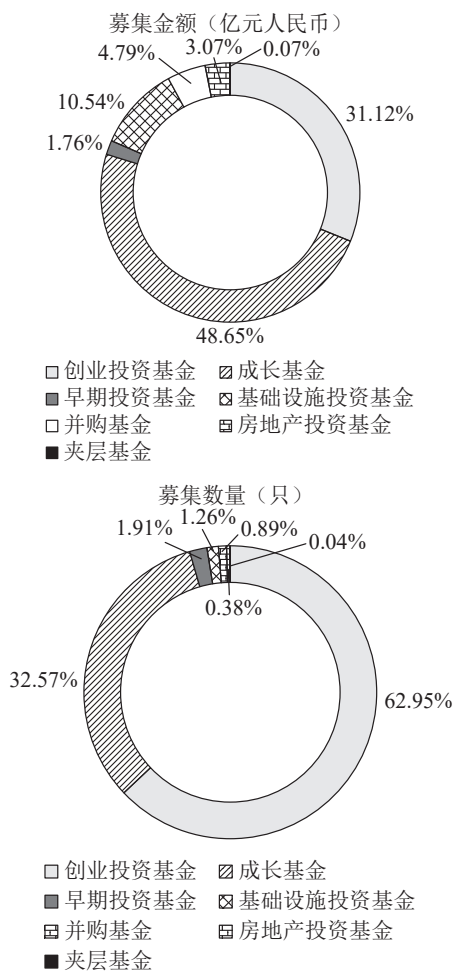


图 1-16 2022 年中国股权投资基金类型分布^①

① 清科研究中心.2022 年中国股权投资市场研究报告 [EB/OL].<https://mp.weixin.qq.com/s/HYCwB-unlsroWk1euxYRAw>,2023-02-02.

2022 年的整体投资金额与投资数量处在相对低位。据清科研究中心统计,如图 1-17 所示,在投资行业上,硬科技领域受到关注,半导体及电子设备、IT、生物医药、清洁技术是市场最热门的板块。2022 年,化工、清洁技术、汽车等行业的投资金额与数量均实现增长。在投资阶段上,市场更加偏好风险相对较低、确定性相对较高的中后期项目。

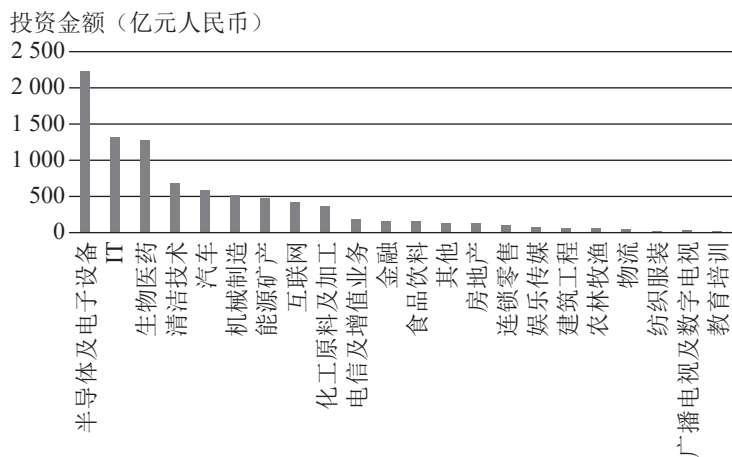
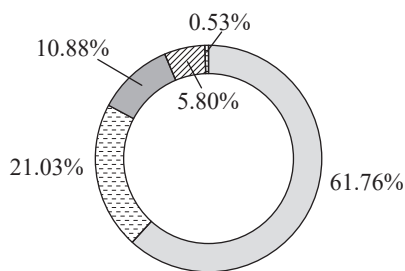


图 1-17 2022 中国股权投资基金投资行业分布^①

如图 1-18 所示,据清科研究中心统计,在退出端,IPO 退出仍然是私募股权投资最主流的退出方式,占比高达 61.8%,但较 2021 年略有下降。并购退出的比例有明显的提升趋势,股权转让与回购案例数占比均有上升。反观国际私募股权投资市场,其退出方式以并购和股权转让为主,IPO 仅占较小比例。

① 清科研究中心.2022 年中国股权投资市场研究报告 [EB/OL].<https://mp.weixin.qq.com/s/HYCwB-unlsroWk1euxYRAw>,2023-02-02.



□ IPO □ 股权转让 □ 回购 □ 并购 □ 清算

图 1-18 2022 年中国股权投资市场退出方式分布^①

第三节 行业巨头的发展及其特点

本节中，我们介绍黑石集团、KKR 集团、凯雷集团三家知名的海外私募股权投资机构，以及红杉中国、高瓴资本两家知名的中国私募股权投资机构的发展历程和投资布局。了解知名机构的诞生过程和它们不同的投资策略，一方面有助于我们对整个私募股权行业的发展形成更直观的认识，另一方面也能通过对真实投资案例的认识，为理解后文 S 交易的产生打下基础。

一、黑石集团（Blackstone Group）

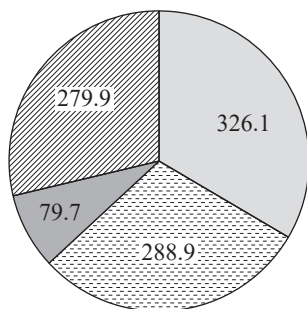
1. 公司简介

黑石集团创立于 1985 年，是一家总部位于纽约的另类资产管理公司，在伦敦、巴黎、东京、香港、悉尼和新加坡等地设有办事处。

^① 清科研究中心.2022 年中国股权投资市场研究报告 [EB/OL].<https://mp.weixin.qq.com/s/HYCwB-unlsroWk1euxYRAw>,2023-02-02.

黑石集团的创始人苏世民（Stephen Schwarzman）于 1969 年在耶鲁大学获得文学学士学位，并于 1972 年在哈佛大学获得工商管理硕士学位，之后进入雷曼兄弟（Lehman Brothers）投资银行部工作。6 年之后，31 岁的他晋升为公司的董事总经理，负责全球并购部。1984 年，随着美国运通公司收购雷曼兄弟，苏世民离开雷曼，之后与彼得·彼得森（Peter Peterson）一起创办黑石集团。

如图 1-19 所示，黑石集团的业务分为四个部分：房地产投资、私募股权投资、对冲基金策略、信贷及保险。其中，房地产投资与私募股权投资占据最主要地位。



□ 房地产 □ 私募股权 ■ 对冲基金 ▨ 信贷及保险

图 1-19 2022 年黑石各业务板块资产管理规模（十亿美元）^①

黑石集团的私募股权投资业务创立于 1987 年，在全球范围内寻找并投资于成长期及成熟期的优质企业。黑石集团致力于通过为优质企业提供资金、战略规划、运营支持以推动变革、创造价值，不同的基金采用不同的投资策略。公司的私募股权业务主体包括公司知名度最高的黑石资本合伙（Blackstone Capital Partners）；专注于某个行业的基金，如以能源行业为投资重点的黑石能源合

① 黑石集团. Blackstone's Fourth Quarter and Full Year 2022 results[EB/OL].<https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-reports-fourth-quarter-and-full-year-2022-earnings-results/>,2023-01-26.

伙 (Blackstone Energy Partners); 专注于某个地区的基金, 如以亚洲企业为投资重点的黑石亚洲资本合伙 (Blackstone Capital Partners Asia); 以及追求对优质公司超长期持有的黑石核心股权投资合伙 (Blackstone Core Equity Partners)。

黑石集团的房地产业务板块创立于 1991 年, 是全球房地产投资的领导者, 截至 2022 年末, 其总资产管理规模为 3 261 亿美元。黑石房地产合伙企业 (Blackstone Real Estate Partners) 在全球范围内寻找高质量、低成本的资产, 其投资遍布美洲、欧洲、亚洲各地。公司通过积极的管理和有针对性的投资来改善这些房屋建筑的情况, 其投资组合包括酒店、写字楼、居民住宅、零售商店、物流公司等。2009 年, 黑石集团创立房地产债务策略部门 (Blackstone Real Estate Debt Strategies), 关注房地产行业相关的债务投资机会, 主要投资于美国和欧洲的公开市场和非公开市场。房地产债务策略部门能够为借款人提供多种贷款选择, 包括商业房地产、夹层贷款、住宅抵押贷款和流动性债券。

2012 年, 黑石集团成立策略性投资部门 (Tactical Opportunities Business), 该部门运用自营投资策略, 在遇到合适的、符合黑石集团投资理念的, 但不属于黑石集团其他基金投资范围的项目时, 果断出手。2013 年, 黑石集团收购了瑞士信贷 (Credit Suisse) 专注于私募股权二级市场的业务部门 Strategic Partners^①。2018 年, 黑石集团收购了专注于生物医药行业的风险投资公司 Clarus Ventures (后改名

① 黑石集团. Blackstone Closes Acquisition of Strategic Partners from Credit Suisse [EB/OL]. <https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-closes-acquisition-of-strategic-partners-from-credit-suisse/2013-08-05>.

为 Blackstone Life Sciences)^①。截至 2022 年末，黑石集团私募股权投资业务总资产管理规模达到 2 889 亿美元。

对冲基金业务管理着 797 亿美元的机构投资者资产，拥有约 175 名员工。对冲基金业务部门的主要组成部分是创立于 1990 年的黑石另类资产管理公司（Blackstone Alternative Asset Management）。它是全球最大的对冲基金全权分配机构，为客户提供各种混合及定制的基金解决方案。

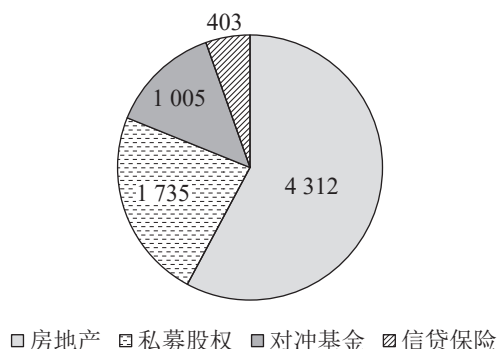
信贷与保险业务的资产管理规模达 2 799 亿美元，拥有约 620 名员工。2008 年，黑石集团收购了以信贷业务为主导的另类资产管理公司 GSO 资本（GSO Capital Partners）。GSO 管理着债券抵押贷款、高级债务基金、多策略信贷基金，以及专注于杠杆收购的夹层基金^②。GSO 后更名为黑石信贷（Blackstone Credit）。

2007 年 6 月，黑石集团在纽交所上市，估值为 350 亿美元，发行价为 31 美元。2019 年 7 月，黑石完成从合伙制到公司制的转变。截至 2022 年末，黑石集团的总资产管理规模为 9 747 亿美元。如图 1-20 所示，公司于 2022 年实现净利润 74.56 亿美元，其中房地产业务占 58%，净利润达 43.12 亿美元；私募股权投资占 23%，净利润达 17.35 亿美元^③。

① 黑石集团 . Blackstone Announces Agreement to Acquire Clarus, a Leading Life Sciences Investment Firm [EB/OL]. <https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-announces-agreement-to-acquire-clarus-a-leading-life-sciences-investment-firm/>, 2018-10-04.

② 黑石集团 . Blackstone to Acquire GSO; Announces \$500 Million Unit Repurchase Program [EB/OL]. <https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-to-acquire-gso-announces-500-million-unit-repurchase-program/>, 2008-01-10.

③ 黑石集团 . Blackstone's Fourth Quarter and Full Year 2022 results[EB/OL].<https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-reports-fourth-quarter-and-full-year-2022-earnings-results/>, 2023-01-26.

图 1-20 2022 年黑石集团各业务板块净利润（百万美元）^①

2. 投资案例

2007 年，黑石集团在房地产泡沫中通过杠杆交易以 260 亿美元的估值收购希尔顿酒店（Hilton Worldwide Holdings），其中约 205 亿美元为通过债务筹集的资金。受金融危机影响，在收购完成后的 18 个月内，希尔顿的全球收入下降了 20%，导致黑石集团持有的希尔顿股权价值大幅减值。与此同时，黑石集团的管理团队抓住房地产市场周期性波动的机会，在亚洲、意大利、土耳其等市场快速新增客房，逐步提高现金流。通过重组债务、改善运营、扩大酒店覆盖范围、提升品牌形象，希尔顿在黑石集团的保驾护航下逐渐步入正轨。2013 年末，希尔顿凭借持续增长的收入和现金流成功登陆纽交所。之后，黑石集团逐步减持清仓，在 2018 年实现全部退出，总计实现 140 亿美元收益，约为初始投资额的 3 倍^②。

① 黑石集团 . Blackstone's Fourth Quarter and Full Year 2022 results[EB/OL].<https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-reports-fourth-quarter-and-full-year-2022-earnings-results/>,2023-01-26.

② Navjeet Nanda.The Strategy Story. Blackstone and Hilton Hotels: The Beauty of LBOs [EB/OL]. <https://thestrategystory.com/2021/04/10/blackstone-hilton-lbo/>,2021-04-10.

二、KKR 集团（Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.）

○ 1. 公司简介

KKR 是一家由杰罗姆·科尔伯格（Jerome Kohlberg）、亨利·克拉维斯（Henry Kravis）和乔治·罗伯茨（George Roberts）于 1976 年创立的全球另类资产投资公司，公司总部位于纽约，在北美、欧洲、亚洲、澳大利亚和中东设有办事处。1967 年，克拉维斯在克莱蒙特麦肯纳学院（Claremont McKenna College）获得经济学学士学位，之后在哥伦比亚大学商学院攻读 MBA 并于 1969 年获得硕士学位。毕业之后，克拉维斯在当时的投资巨头贝尔斯登找到了一份工作，他的表哥乔治·罗伯茨也于同一时间入职贝尔斯登，两人最终共同加入了由杰罗姆·科尔伯格领导的企业金融部。科尔伯格专注于收购债台高筑的企业，然后改善它们的经营、资本结构，最终以远远高于初始投资额的价格出售。这就是最早的杠杆收购。1975 年，克拉维斯和罗伯茨成为贝尔斯登的合伙人。尽管杠杆收购表现良好，但是公司管理层对于此类投资所需要的较长投资周期感到不满，从而拒绝了科尔伯格在公司建立一个杠杆收购部门的想法。不久之后，科尔伯格、克拉维斯、罗伯茨三人离开贝尔斯登，创立 KKR 集团（Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.）。

2007 年 7 月，KKR 公布了通过传统 IPO 方式在纽交所上市的计划，但随后美股进入动荡期。2009 年 6 月，KKR 正式撤销了在纽交所 IPO 的计划。2009 年 10 月，KKR 收购麾下在阿姆斯特丹上市的基金 KPE，并合并为 KKR Guernsey，其股票得以在荷兰阿姆斯特丹泛欧交易所交易^①。2010 年 3 月，KKR 再度向美国证交会提交上市申

^① KKR. KKR Private Equity Investors and KKR Complete Business Combination [EB/OL]. https://media.kkr.com/news-details?news_id=127f89f7-7826-454e-8bc7-c107a17054a1&type=1&download=1,2009-10-01.

请，7月6日上市注册声明生效。2010年7月14日，KKR在泛欧交易所交易的股票停止交易，KKR Guernsey 股东所持股份进行1:1换股。7月15日，KKR股票在纽交所开始交易。

KKR的主要业务包括私募股权投资、能源、基础设施、房地产、资本市场、信贷策略和对冲基金在内的多个资产类别的投资，截至2022年末，其总资产管理规模达5 039亿美元。KKR的主要业务线为非公开市场，其中包括私募股权投资与实物资产投资。如图1-21所示，截至2022年末，私募股权投资部门资产管理规模为1 651亿美元，第二大业务板块实物资产管理规模为1 186亿美元，构成了KKR的基石业务。KKR通过控制一家公司的所有权或者持有具有重大影响的少数股权，为其长期增值进行投资，专注于投资资本的回报倍数与内部收益率。从1976年成立至2022年末，KKR所有私募基金的周期均大于24个月，累计内部收益率为25.6%，而同时期标普500指数的内部收益率为11.7%^①。

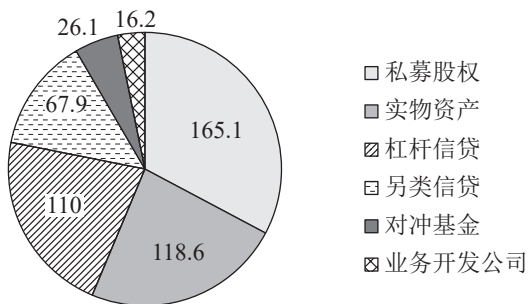


图 1-21 2022 年 KKR 各业务板块资产管理规模（十亿美元）^②

作为世界领先的私募股权投资机构，KKR 投资于行业领先的公司，并吸引世界级的管理团队加入。私募股权投资业务板块

①② KKR 集团 .KKR Annual Report 2022[EB/OL].https://ir.kkr.com/sec-filings-annual-letters/sec-filings/?page_no=1&category=1,2023-12-06.

具体分为传统私募股权投资、成长型投资、核心投资、全球视野投资。传统私募股权投资策略通常寻求管理层收购（Management Buyouts）、增值收购（Build-Ups）的机会获得对于被投企业的控制权或具有重大影响的少数股权，结合公司的行业知识、投资经验和运营支持，为公司创造价值。在成长型投资方面，公司于 2016 年和 2018 年先后创立专门的成长型投资基金，寻求在技术、媒体和电信（Technology, Media, Telecom，简称“TMT”）行业的投资机会，投资项目主要分布在美国、加拿大、欧洲和以色列。成长型基金专注于新兴的、高增长的公司，并在软件、安全、半导体、消费、物联网、信息服务、商业服务、互联网、数字媒体等细分领域进行投资。2016 年，公司还专门推出医疗健康成长基金（Health Care Strategic Growth Fund），以寻求在美国、欧洲等地生物医药领域的投资机会。核心投资（Core Investments）主要针对时间较长、风险较低的、不适合传统私募股权投资策略的投资项目，这些基金的持有期一般超过 15 年。另外，KKR 于 2018 年启动了全球视野投资战略，该策略专注于在美洲、欧洲、亚洲寻找具有良好财务表现及社会影响的中小型企业。

KKR 的非公开市场业务部门还设立专门投资于房地产、基础设施、能源等实物资产的私募基金。2008 年 5 月，KKR 宣布将在全球范围内投资于基础设施建设，包括能源供应链中的各个环节，以及公路、铁路、机场、通信网络等一系列公共服务。该业务部门致力于收购对区域或地方经济具有重要意义的基础设施建设项目，通过改善其战略决策、日常经营来获得回报。2011 年，KKR 创立房地产投资平台，采用机会主义策略、价值提升策略、不良证券策略。该公司在北美、欧洲、亚洲、中东、澳大利亚等地寻找优质的、被市场低估的资产，并且还投资于债券，包括夹层贷款、高级贷款、抵

押贷款支持证券。

2. 投资案例

2009 年 7 月，KKR 收购了德国贝塔斯曼版权管理公司（BMG Rights）51% 的股权，BMG 是 2008 年成立的音乐版权管理平台。此时，其主要竞争对手正遭遇财务危机，使得市场上出现很多低价收购音乐版权的机会^①。收购之后，在运营方面，KKR 深度参与其 IT 系统升级、艺术家筛选体系的建立，并完成行业内首批数字化改造；在投资方面，KKR 直接参与了 BMG 后续的多笔增值收购。2013 年 4 月，KKR 将其份额出售给合伙投资人贝塔斯曼，实现超过 20% 的内部收益率^②。

三、凯雷集团（Carlyle Group）

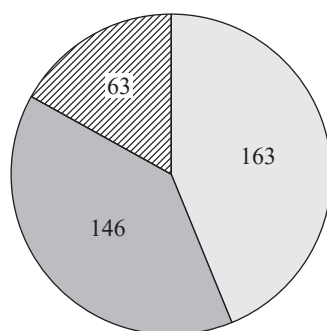
1. 公司简介

凯雷集团成立于 1987 年，是一家全球另类资产管理公司。公司总部位于华盛顿，并在非洲、亚洲、澳大利亚、欧洲、北美洲和南美洲各地设有办事处。凯雷由威廉·康威（William Conway）、丹尼尔·德安尼罗（Daniel D’Aniello）和前总统助理大卫·鲁宾斯坦（David Rubenstein）三人创办。由于凯雷自创办以来一直与政界保持着密切的联系，在投资界有“总统俱乐部”之称。2012 年，凯雷集团在纳斯达克上市。

① Reuters.BMG/KKR music venture makes first acquisition[EB/OL]. <https://www.reuters.com/article/bertelsmann-idUSN2339541320090723/2009-07-24>.

② Reuters.Bertelsmann buys KKR’s stake in music rights group BMG[EB/OL]. <https://www.reuters.com/article/idUSBRE9200AP/2013-03-01>.

凯雷集团由三个主要业务部门组成——私募股权投资、信贷投资、投资解决方案。其中，私募股权投资包括公司私募股权、房地产、基础设施和自然资源三大板块。如图 1-22 所示，截至 2022 年末，凯雷集团的资产管理规模已达 3 720 亿美元。公司团队由近 2 100 名员工组成，在五大洲设有 29 个办事处。



□ 全球私募股权 ■ 全球信贷市场 ▨ 全球投资解决方案

图 1-22 2022 年凯雷各业务板块资产管理规模（十亿美元）^①

私募股权投资部门的投资策略包括并购投资、成长型投资、不动产投资。并购基金专注于企业收购和战略性的少数股权投资，成长型基金致力于寻找有潜力实现颠覆性增长、运营有改善空间的公司。公司的核心策略是在可持续发展的市场中寻找具有领导地位、业务稳定、有机会长期持有股权的公司。由于投资地区分布广泛，这些基金聘请当地的专业团队提供咨询服务，以尽快了解并适应当地的监管情况、市场动态等。在房地产投资方面，凯雷集团专注于收购单一房地产资产，而不是拥有房地产投资组合的大型公司。房地产投资基金的投资项目包括居民住宅、高级生活设施、工业地产、仓储地产等。另外，凯雷还专注于基础设施和自然资源项目的投资。

^① 凯雷集团 .Carlyle Annual Report 2022[EB/OL].<https://www.carlyle.com/investor-relations/annual-report-2022,2023-12-06>.

基础设施投资项目覆盖六个主要领域：可再生能源、能源基础设施、废水废物处理、交通、数字基础设施、发电设施。自然资源投资业务集中在全球能源和石油服务领域中游、上游、下游企业的并购投资和成长型投资。凯雷与总部位于得克萨斯州的能源领域私募股权投资机构 NGP 资本（NGP Energy Capital Management）合作，进行北美市场的相关投资。

凯雷的投资解决方案部门（Investment Solutions Segment）成立于 2011 年，通过一级市场基金投资（Primary Fund Investments）、私募股权二级市场投资、与其他机构投资者共同投资的形式投资于公司私募股权及房地产市场。一级市场基金投资直接投资于并购基金、成长型基金、风险投资基金及私募债（Private Debt）。截至 2023 年末，凯雷旗下高山投资（AlpInvest Partners）管理并运营的一级基金投资业务已经投资超过 800 个基金，在管资产规模超过 660 亿美元^①。在私募股权二级市场方面，高山投资管理的 S 基金通过收购市场上的有限合伙份额、接续基金、投资组合重组等方式构建投资组合，为第三方私募股权投资机构提供流动性和重组选择。

2. 投资案例

近年来，凯雷集团重视在中国消费零售和医疗领域的投资。2022 年 5 月 26 日，凯雷集团宣布同意向霸菱亚洲（Baring Private Equity Asia, BPEA）的关联基金收购化妆品包装供应商 HCP 集团 100% 的股权。HCP 集团总部位于上海，是一家全球领先的化妆品包装材料设计、开发和生产厂商，拥有雅诗兰黛、娇韵诗、兰蔻等

① 高山投资 .About us[EB/OL].<https://www.alpinvest.com/about-us,2023-12-06>.

国际知名品牌客户^①。凯雷在中国医疗领域的投资包括聚焦肿瘤治疗领域的生物科技公司 and 誉医药、生物医药行业的领军企业信立泰、全球多肽原料药制造商昂博、高科技医疗设备厂商微创医疗、知名医疗集团中美医疗、中国健康体检行业领导者美年大健康、第三方独立医学检验机构艾迪康等，力图完善整体医疗市场生态^②。

四、红杉资本（Sequoia Capital）

○ 1. 公司简介

红杉资本最初于 1972 年在美国硅谷成立。在成立之后的 50 年中，红杉一共管理过超过 111 只基金，超过 800 亿美元的总资本，共进行了超过 4 600 次投资，投资了超过 2 800 家公司^③。在美国高科技的兴起过程中，红杉作为第一家机构投资人，投资了众多创新型的公司，包括苹果、思科、甲骨文、雅虎、谷歌等。在“2021 全球独角兽投资机构百强榜”（Hurun World's Best Unicorn Investors 2021）中，红杉资本以投资全球 206 家独角兽的成绩位列第一名，是全球和中国区捕获独角兽企业数量最多的投资机构，参与了全球五分之一独角兽企业的投资^④。

红杉资本中国基金（简称红杉中国）创立于 2005 年，致力于寻找正在探索自身发展道路的初创期企业和寻求长足发展的成长型

① 凯雷集团. 凯雷宣布向霸菱亚洲收购全球领先化妆品包装供应商 HCP [EB/OL]. <https://www.carlyle.com/node/35496>, 2022-05-26.

② 柴佳音. 手握 1.6 万亿的 PE 巨头凯雷，瞄准了中国的这一赛道 [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/NuKXZSld3j4opwXUyfGQoQ>, 2021-04-01.

③ Preqin 数据库 [DB].

④ 胡润研究院. 2021 全球独角兽榜 [EB/OL]. <https://www.hurun.net/zh-CN/Info/Detail?num=Q9M3TQXA81M9>, 2021-12-10.

企业，助力它们发展成为产业界的“参天大树”。红杉资本的投资范围较广，涵盖企业从种子期开始到初创期、成熟期、扩张期的全流程。2023 年 6 月 6 日，红杉资本宣布，代表美国和欧洲市场的红杉资本（Sequoia Capital）、代表中国市场的红杉中国（英文名由“Sequoia China”更名为“HongShan”）和代表印度和东南亚的 Peak XV Partners 将于 2024 年 3 月前完成拆分，拆分后三家机构各自完全独立^①。截至 2023 年 12 月底，红杉中国管理规模为 560 亿美元，投资项目达 1 799 个^②，发行的主要基金如表 1-1 所示。

表 1-1 红杉中国发行的主要基金（截至 2023 年 12 月）^③

基金名称	成立年份	状态	目标规模	实际规模	专注策略
Sequoia Capital China I	2005	已关闭		200 百万美元	风险投资
Sequoia Capital China II	2007	已关闭	225 百万美元	250 百万美元	早期
Sequoia Capital China III	2010	已关闭		1 000 百万美元	早期
Sequoia Capital China Venture Fund IV	2012	已关闭	325 百万美元	391 百万美元	早期
Sequoia Capital China Venture Fund V	2014	已关闭			早期
Sequoia Capital China Venture Fund VI	2017	已关闭	500 百万美元		早期
Sequoia Capital China Venture Fund VII	2018	已关闭	550 百万美元	550 百万美元	早期
Sequoia Capital China Venture Fund VIII	2022	已关闭			早期

① 红杉中国团队. 致红杉中国成员企业创始人的一封信 [EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s/_8xvYICGIFHzfvBfoHhb0g, 2023-06-06.

② Pitchbook 数据库 [DB].

③ Preqin 数据库 [DB].

续表

基金名称	成立年份	状态	目标规模	实际规模	专注策略
Sequoia Capital China Venture Fund IX	2022	已关闭			早期
Sequoia Capital China Growth Fund	2007	已关闭		500 百万美元	扩张期 / 后期
Sequoia China Venture 2010	2010	已关闭			风险投资
Sequoia Capital China Growth Fund III	2016	已关闭	500 百万美元	625 百万美元	成长期
Sequoia Capital China Growth Fund IV	2017	已关闭	900 百万美元	900 百万美元	成长期
Sequoia Capital China Growth Fund V	2018	已关闭	1 600 百万美元	1 800 百万美元	成长期
Sequoia Capital China Growth Fund VI	2020	已关闭	2 200 百万美元	2 800 百万美元	成长期
Sequoia Capital China Growth Fund VII	2022	已关闭			成长期
红杉资本人民币基金一期	2008	已关闭	1 000 百万元	772 百万元	
红杉资本人民币基金二期	2010	已关闭		3 327 百万元	
红杉资本人民币基金三期	2012	已关闭		3 150 百万元	
红杉资本人民币基金四期	2015	已关闭	10 000 百万元		
红杉资本人民币基金五期	2018	已关闭	15 000 百万元		
红杉资本人民币基金六期	2019	已关闭	15 000 百万元	29 000 百万元	
红杉中国人民币七期科创基金	2022	已关闭			

红杉资本中国的创始人之一沈南鹏，1992 年在美国花旗银行工作，1994 年回国任职于雷曼兄弟亚洲公司，1996 年到德意志银行任董事和中国资本市场主管。1999 年，沈南鹏和季琦、梁建章、范敏

创建携程旅行网，该网站于 2003 年在纽约纳斯达克上市。2002 年，他创建如家酒店，如家酒店同样于 2006 年在纽约纳斯达克上市。2005 年 9 月，在红杉资本合伙人迈克尔·莫里茨（Michael Moritz）和道格拉斯·莱昂内（Douglas Leone）的支持下，沈南鹏和时任德丰杰全球创业投资基金（DFJ ePlanet Ventures）大中华地区的主要负责人张帆一起作为联合创始人创办红杉资本中国基金（Sequoia Capital China）。

红杉资本以一级市场风险投资闻名，在发展过程中逐步扩大了投资范围，不再局限于早期和成长型投资，而是扩展到购买处于发展后期或接近上市阶段的公司的股份。在 2009 年左右，私募股权投资机构面临融资难、退出难的问题，投资收益也在不断下降。在这样的大背景下，越来越多的创投机构开始涉足二级市场，欲打造全产业链，寻求多元化的经营之路。红杉资本也设立对冲基金，开展二级市场的投资布局。

红杉中国的投资领域主要集中于医疗健康、工业科技、消费品 / 现代服务、科技 / 传媒等行业。在投资风格上，红杉资本专注于寻找有发展前景的公司和赛道，并投资赛道中的企业。因此，红杉资本的投资对象不仅仅局限于行业内的龙头企业，也会在行业内有成长性的企业中进行布局，对选中赛道的投资较为密集。

2. 投资案例

2011 年，红杉中国独家投资了体外诊断仪器及试剂企业深圳市新产业生物医学工程股份有限公司（简称新产业）的 A 轮融资，获得了新产业 20% 的股权，本轮融资估值为 4.8 亿元人民币。2020 年 5 月，已经成为发光免疫检测技术领域领军者的新产业在深交所上市（证券代码：300832），发行价为每股 31.39 元。新产业一上市就收获了连续 11 个涨停板，市值达到 480 亿元人民币，较红杉中国初

次投资时成长了 70 倍^①。

2014 年，红杉中国独家投资了云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司（简称贝泰妮）的 A 轮融资，以 1.8 亿元人民币的估值、5 000 万元人民币的投资获得了贝泰妮 27.5% 的股权。贝泰妮旗下主要业务为功效型护肤品牌薇诺娜。几年来，贝泰妮凭借医院这一极大增强消费者信心的渠道慢慢站稳了市场脚跟。2017 年到 2021 年，贝泰妮的年度营业总收入从 7.98 亿元一路高涨至 40.22 亿元，净利润从 1.54 亿元飙升至 8.63 亿元^②。2021 年 3 月，贝泰妮在深交所创业板挂牌上市（证券代码：300957），开盘当日市值为 707 亿元人民币。2022 年 6 月，贝泰妮的身份对于红杉资本而言，由被投资企业转变为有限合伙人（LP），使用自有资金对杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙）认缴出资 1 亿元人民币，在医美等领域的投资上与红杉中国有了更加深入的协同合作。

五、高瓴资本（Hillhouse Capital）

○ 1. 公司简介

高瓴资本集团（简称高瓴资本）是一家专注于长期结构性价值投资的公司，由张磊先生于 2005 年创立。高瓴资本的投资范围较广，涵盖企业从种子期开始到初创期、成熟期、扩张期的全流程，不拘泥于股权、债权或私募、公开市场的投资形式。截至 2023 年

① 澎湃新闻·红杉 10 年陪跑：11 天涨停，这家公司市值超 480 亿 [EB/OL]. https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_7568216, 2020-5-27.

② 澎湃新闻·贝泰妮出资 1 个亿，反投了自己的投资人红杉 [EB/OL]. https://m.thepaper.cn/baijiahao_18825580, 2022-07-01.

12 月底，高瓴资本管理规模为 733 亿美元，投资项目达 415 个^①，发行的主要美元基金如表 1-2 所示。

表 1-2 高瓴资本发行的主要美元股权基金（截至 2023 年 12 月）^②

基金名称	成立年份	状态	目标规模	实际规模	专注策略
Hillhouse Fund II	2015	已关闭	200 000 万美元	—	成长期
Hillhouse Fund III	2016	已关闭	420 000 万美元	—	成长期
Hillhouse Fund IV	2018	已关闭	1 060 000 万美元	600 000 万美元	并购
Hillhouse Fund V	2021	已关闭	1 800 000 万美元	1 300 000 万美元	均衡
Hillhouse Venture Fund VI	2023	首轮关闭	—	—	成长期

1990 年，高瓴资本创始人张磊进入中国人民大学国际金融专业学习。毕业后，张磊选择在大型国企五矿集团开始自己的第一份工作。1998 年，带着在五矿集团工作所积累的经验和继续进一步探索的想法，张磊赴美国耶鲁求学，修读 MBA 和国际关系两个硕士学位。在读书期间，他曾就职于耶鲁大学投资办公室。毕业后，张磊进入全球新兴市场投资基金（Emerging Markets Management）工作，后又担任纽约证券交易所的首任中国首席代表，并创建了纽约证券交易所驻香港和北京办事处。2005 年是中国互联网行业蓬勃发展的一年，百度在纳斯达克上市，去哪儿网、58 同城等知名互联网公司也应运而生。彼时尚未管理过基金的张磊看到了中国市场中蕴藏的机会，决定创业进行投资。张磊在耶鲁大学投资办公室实习期间的导师大卫·史文森（David Swensen）带领投资团队来到中国，对张磊团队的投资计划、管理及退出策略、各项费用、研究方法等进行

① Pitchbook 数据库 [DB].

② Preqin 数据库 [DB].

了严格的考察，并最终决定投资 2 000 万美元，随后又追加了 1 000 万美元。凭借“第一桶金”，张磊创立高瓴资本，取“高屋建瓴”之意。

高瓴资本以二级市场投资起家，2006 年进入 A 股市场，当时以 QFII（Qualified Foreign Institutional Investors，合格境外机构投资者）/ RQFII（RMB Qualified Foreign Institutional Investors，人民币合格境外机构投资者）进行投资。2006 年，腾讯公司刚刚在香港上市，张磊决定重仓投资，最终带来了超 200 倍的投资收益，也使高瓴资本一战成名^①。高瓴资本于 2010 年开始涉足一级市场，并逐步在二级市场扩大资金规模，慢慢形成一级市场和二级市场并重的投资结构。高瓴资本的投资人大多为来自全球的机构投资人，其中美元基金投资人包括全球顶尖大学的捐赠基金、主权基金、国家养老基金、慈善基金、海外家族基金等，人民币基金投资人包括全国社保基金理事会、国内大型银行、保险公司、政府引导基金、母基金、家族办公室等。

在投资策略上，高瓴资本看重长期的价值投资，投资决策以对行业的深度研究为基础，筛选出最有成长潜力或最有稳定成长趋势的行业。在投资标的的选择上，高瓴资本也不局限于押注某一两家公司的盈利，而是打通某一个行业的上下游，进行行业链的整合。在研究过程中，高瓴资本注重“生意”“环境”“人/组织”三个维度。其中，“生意”是指商业模式是否有高 ROE、是否具有规模效应等；“环境”是指市场环境及公司所处的发展生命周期是否在公司发展的最佳位置；“人/组织”则是指公司的管理者是否有良好的管理能力。

^① 萌解创投：从求职被拒，到投资腾讯京东，高瓴资本张磊是如何逆袭的？[EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s/0_axb-lYeX8OebLK73IAqg, 2021-06-09.

如图 1-23 所示，在投资行业分布上，医药行业是高瓴资本在中国投资次数最多的领域。高瓴资本持续投资这个领域的顶层逻辑是基于中国人口老龄化，未来在医药领域存在巨大需求。此外，高瓴高度关注企业服务、先进制造等高成长性行业，中国人口红利逐步褪去之后，还有巨大的工程师红利。在投资金额上，先进制造为高瓴资本投资占比最高的领域。

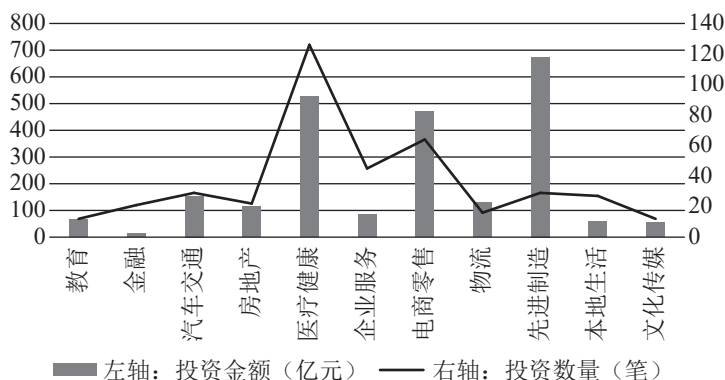


图 1-23 截至 2023 年上半年高瓴资本投资行业分布^①

近年来，虽然投资步伐在不断加快，但高瓴的投资重心在短期内内仍然没有偏离的迹象。高瓴仍旧重视医疗、企业服务等领域，投资项目以高新技术产业为主。随着各种新需求的出现，量子技术、边缘计算等高新技术领域的新赛道也正在吸引高瓴的关注，预计高瓴的投资版图延伸计划将会更加围绕着前沿技术进行。

2. 投资案例

老牌鞋服集团百丽国际（股票代码：01880）成立于 1992 年，于 2007 年在港交所上市。然而，自 2013 年以来，公司经营不善和电商冲击导致其营收水平和股价均呈下跌趋势。2017 年 4 月，高瓴

^① IT 桔子创投数据库 [DB].

资本联手鼎晖投资以 531 亿港元将百丽国际私有化，这是港交所史上最大规模的私有化交易，高瓴资本成为其控股股东。私有化后，高瓴资本帮助百丽进行了业务重组。2019 年 10 月，百丽国际旗下品牌滔搏正式登陆港交所完成了拆分上市，上市当日市值约 570 亿港元，仅这一个品牌就覆盖了整个集团的私有化成本^①。

2014 年起，高瓴资本多次投资了美国视频通信平台 Zoom Video Communications（简称 Zoom）。2019 年 4 月 18 日，Zoom 正式在美国纳斯达克上市（股票代码：ZM），发行价为每股 36 美元。截至 2020 年第一季度末，Zoom 为高瓴资本在美股的第一大重仓股^②。2020 年，美股大跌触发 4 次熔断，Zoom 股价却逆势一路上涨，由开年时的 68 美元涨至 2020 年 10 月的最高点 588 美元。

① 小马估值.【案例拆解系列】高瓴斥资 500 亿进行私有化，助其重回鞋类赛道第一名——百丽 BELLE [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/GTPq4-xjDOirYrSzwFnCLw>, 2023-03-04.

② 21 世纪经济报道. 高瓴资本最新持仓曝光：精准抄底特斯拉，更猛买这些股（名单）[EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s/hpR11M9ZQGfp-veFIT_Mcw, 2020-05-16.