



CHINAVENTURE
INSTITUTE
投中研究院

中国市场化 VC/PE 母基金研究报告（2019）

撰写团队：国立波 翟兆瑞 肖业锷 姜岩

2019 年 10 月

CVSOURCE
投中数据
目录

第一章 报告核心要点	3
第二章 市场化 VC/PE 母基金定义与演变	4
2.1 市场化 VC/PE 母基金定义与特征	4
2.2 市场化 VC/PE 母基金本土化演变	4
第三章 市场化 VC/PE 母基金行业发展情况	6
3.1 管理人情况	6
3.2 募资情况	11
3.3 投资情况	16
3.4 退出情况	22
3.5 运营情况	24
第四章 市场化 VC/PE 母基金 SWOT 分析	28
4.1 优势分析	28
4.2 劣势分析	29
4.3 机会分析	30
4.4 威胁分析	32
第五章 市场化 VC/PE 母基金发展对策分析	34
5.1 鼓励长期资金配置市场化母基金，拓宽募资渠道	34
5.2 提升母基金管理人专业化水平，增加人才供给	35
5.3 积极引导国有资本参与发展 S 基金，拓宽市场化母基金退出路径	35
5.4 以信用管理为核心，推动行业监管及自律管理	36
5.5 创新开展多元化投资策略，跨周期布局	36
第六章 案例分析	37
6.1 国外案例分析	37
6.2 国内案例分析	42

第一章 报告核心要点

从 2001 年首只政府引导基金发起至今，我国母基金已经发展了近 20 年。母基金的发展历程可以归纳为 4 个阶段，分别是早期以政府引导为主导的 1.0 阶段、以国有资本为主导参与设立母基金的 2.0 阶段、以民资为主导参与设立母基金的 3.0 阶段和产业母基金兴起并发展的 4.0 阶段。本报告主要将我国市场化 VC/PE 母基金（以下简称“市场化母基金”）作为主要研究对象。市场化母基金虽然在我国发展时间相对较短，但正日益成为多层次资本市场股权投资体系中重要的组成部分之一，也是助力企业成长的中坚力量之一，服务实体经济高质量发展。

投中研究院对 CVSource 投中数据和发放问卷调研进行统计研究，核心发现如下：

- 截至 2019 年 6 月，我国市场化母基金管理人数量 224 家，已披露管理市场化母基金数量 365 只，管理规模 2121 亿元人民币
- 截至 2019 年 6 月，平均单个母基金管理人管理 1.6 只市场化母基金，管理规模 9.46 亿元人民币
- 2018-2019 年 6 月，我国已披露市场化母基金募集完成数量及规模均呈现下滑态势，已披露市场化母基金募集完成数量共计 39 只，累计募集完成规模 431 亿元人民币
- 截至 2019 年 6 月，我国已披露市场化母基金累计投资子基金、项目数量 1847 个，已披露投资金额共计 3620.18 亿元人民币，资产配置方式为股权投资+直投+PE 二级市场，投资领域主要集中在大健康产业、新一代信息技术
- 受访市场化母基金中，多数表示子基金退出不畅，延期情况较为严重，退出压力持续升级
- 受访市场化母基金中，50%的市场化母基金累计 DPI 为 0，54.55%的市场化母基金投资回报倍数在 1-2 倍之间
- 市场化母基金参与主体日渐多元化，头部传统直投私募机构及券商试水母基金
- 私募股权投资行业不断完善，市场化母基金逐渐转型进入精耕细作时代
- S 基金兴起、科创板注册制推广拓宽退出渠道，市场化母基金将迎来全新收获期
- 市场化母基金资金结构稳定性仍有待改善，遭遇募资难题
- 资管新规落地，受多层嵌套限制，市场化母基金运作受到一定冲击
- 税收制度虽不断完善，但仍未惠及市场化母基金
- 我国金融市场国际化脚步加速，外资母基金开始入场瓜分“蛋糕”

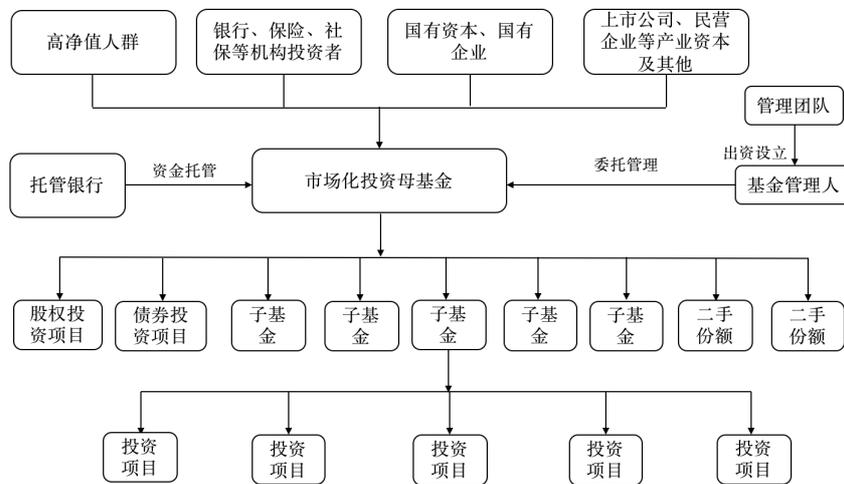
第二章 市场化 VC/PE 母基金定义与演变

2.1 市场化 VC/PE 母基金定义与特征

私募股权投资母基金是指通过对私募股权子基金进行投资，从而对子基金投资的企业进行间接投资的基金。随着私募股权投资基金不断发展，其投资领域也在逐渐放宽，部分私募股权投资母基金也以直接投资的形式投资股权项目及相关项目的债权，或根据各自投资策略配置二手份额子基金。

本报告所研究的市场化 VC/PE 母基金是指在中国境内设立的、市场化运作的私募股权投资母基金，不包含政府引导基金在内。国内市场化母基金的 LP 主要包括国有企业，保险、银行等金融机构，上市公司、民营企业、高净值个人等民营资本。其特征包括市场化资金募集、无返投比例要求、无投资地域限制、无产业引导诉求、多样化资产配置以及专业化团队管理等。

图 中国市场化 VC/PE 母基金主要运作框架



投中研究院整理

2.2 市场化 VC/PE 母基金本土化演变

我国市场化 VC/PE 母基金发展历程是伴随着私募股权投资行业不断兴起的，并且也作为行业生态内的有效出资补充而存在，但发展速度仍稍显缓慢。目前国内私募股权市场上的母基金类型主要有三大类型：政府引导基金、国有资本参与设立的母基金、民营资本运作的

母基金。后两类为本次研究的主要母基金类型，此二类市场化母基金的设立是集吸纳社会资本、平衡资本收益与风险、壮大与培育创业投资机构及项目三大目的于一体的优秀业态，可为私募股权投资行业起到创新引领、价值发现、提升赋能、促进产业融合的作用。

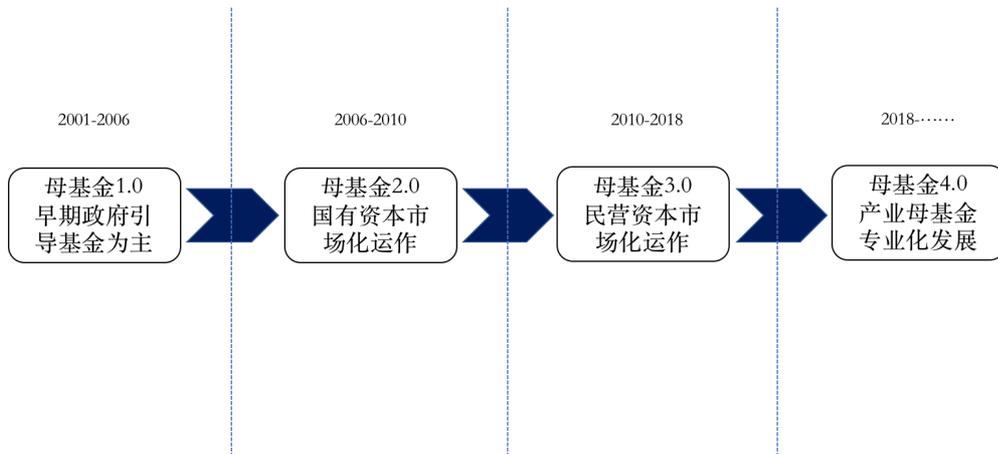
国有资本参与设立的市场化母基金与民营资本运作的市场化母基金各带有不同的使命目标。国有资本参与设立的市场化母基金带有提升国有资本运作能力、加快推进国有企业创新发展转型升级的战略目标；而民营资本运作的市场化母基金则以获取可观财务回报为主要目标，并同时肩负产业整合升级的使命。

2001年我国已出现了投资于一级市场的私募股权投资母基金，主要以最早期的政府引导基金为主。2006年，中国进入了以国有资本、国营企业参与设立市场化母基金为特点的“母基金 2.0 时代”，此阶段国有资本与国有企业沿用海外成熟母基金市场的运作模式设立母基金，先从 LP 获取资金，然后交由专业团队负责管理运作投向不同类型的子基金。以中新创投（元禾控股前身）与国家开发银行共同设立的全国首支市场化运作的创业投资母基金为代表，开创了国有企业参与市场化私募股权母基金设立的先河。进入 2010 年，诺亚财富旗下的歌斐资产发起设立了首只以民营资本为主导的市场化母基金，代表着我国开启民营资本市场化母基金的新时代，并不断发展至今。纵观我国母基金发展历史可以发现，相较海外母基金市场平稳发展五十余年而言，我国市场化母基金的发展仍处于海外上世纪九十年代的初期发展阶段，大多数的市场化母基金均未走过一个完整的生命周期。

2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发【2018】106 号文）（以下简称“资管新规”），私募股权投资行业的融资通道受到了部分阻碍，融资成本上升，打破刚性兑付、打破资金池，清除多层嵌套、严格控制杠杆、禁止期限错配，对资产管理的发展模式有了重大的变革。受资管新规两层嵌套的限制，2018 年全年几乎没有金融机构资金流入非保险系母基金，部分母基金中的金融机构资金也因此无法如期到位，市场化母基金的社会化资本募资形势严峻。同时在资管新规下，银行的出资受到了限制，直接影响到了资金端下游的持牌机构私募业务与市场化母基金等主要出资人对创业投资基金的出资意愿，市场化母基金的运作及出资意愿趋于谨慎。

2018 年 5 月，科技部、国资委联合印发《关于进一步推进中央企业创新发展的意见》（国科发资【2018】19 号）。此次意见重点强调要加强国家科技成果转化引导基金与中央企业创新类投资基金的合作，围绕国家科技创新部署和区域创新发展需求，在国家重点支持和鼓励发展的科技创新领域和方向，联合地方政府、金融机构、社会资本，成立一批专业化创业投资基金，推动中央企业科技成果的转移转化和产业化。该文件对市场化母基金而言，则标志着行业将会进入发展垂直领域的产业化母基金的时代。

图 中国私募股权投资母基金演化



投中研究院整理

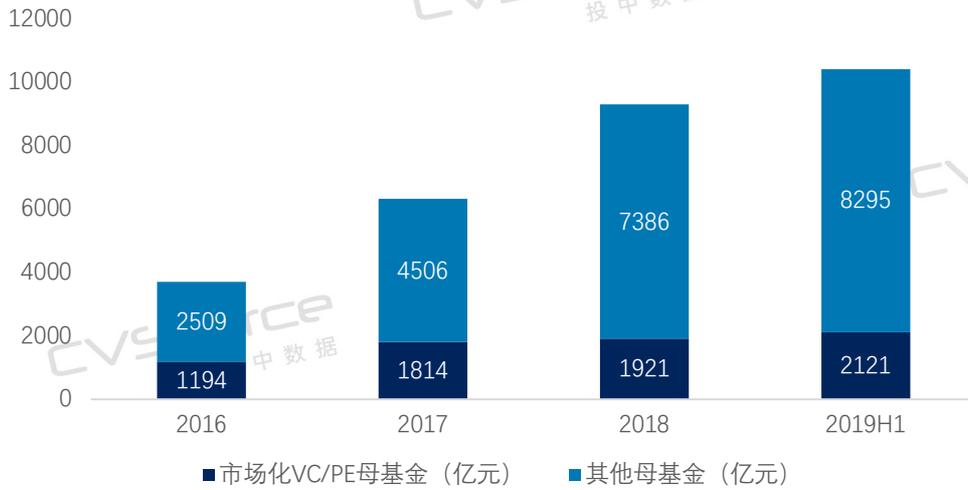
第三章 市场化 VC/PE 母基金行业发展情况

3.1 管理人情况

3.3.1 管理人存量较低，平均管理市场化母基金不足两只

根据 CVSource 投中数据对已披露市场化母基金管理人的统计及筛选发现，截止至 2019 年 6 月，中国境内 178 家市场化母基金管理品牌旗下共成立 224 家母基金管理人，管理着 365 只市场化母基金，管理规模共计 2121 亿元人民币，平均单只市场化母基金规模为 5.18 亿元。平均单个母基金管理人管理 1.62 只市场化母基金，管理规模 9.46 亿元人民币。

图 截至 2019H1 中国境内已披露市场化 VC/PE 母基金市场规模情况



数据来源: CVSource 投中数据、中国证券投资基金业协会

从近年中国境内已披露市场化母基金管理人的增量变化情况来看, 2014-2017 年的母基金管理人增量最为可观, 共新增 113 家, 年均新增 28.25 个, 但增长率在 2014 年以后显著放缓。进入 2018 年以后, 母基金管理人增量明显下降, 仅有 8 家新设立的母基金管理人, 市场热度显著降温。

图 2006-2019H1 中国境内已披露市场化 VC/PE 母基金管理人增量变化趋势

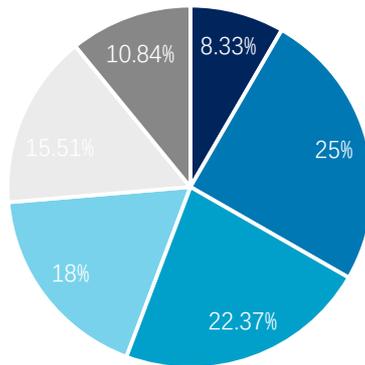


数据来源: CVSource 投中数据

3.3.2 近半数管理人规模超百亿，浙江与江苏管理人打破“北上广格局”

根据投中研究院问卷调研显示，参与调研的市场化母基金管理人在管规模都超过了 10 亿元人民币，其中有 44.3% 的受访市场化母基金管理人在管规模达到或超过了 100 亿元人民币。

图 2019 H1 中国市场化 VC/PE 母基金管理人实际管理规模调研情况

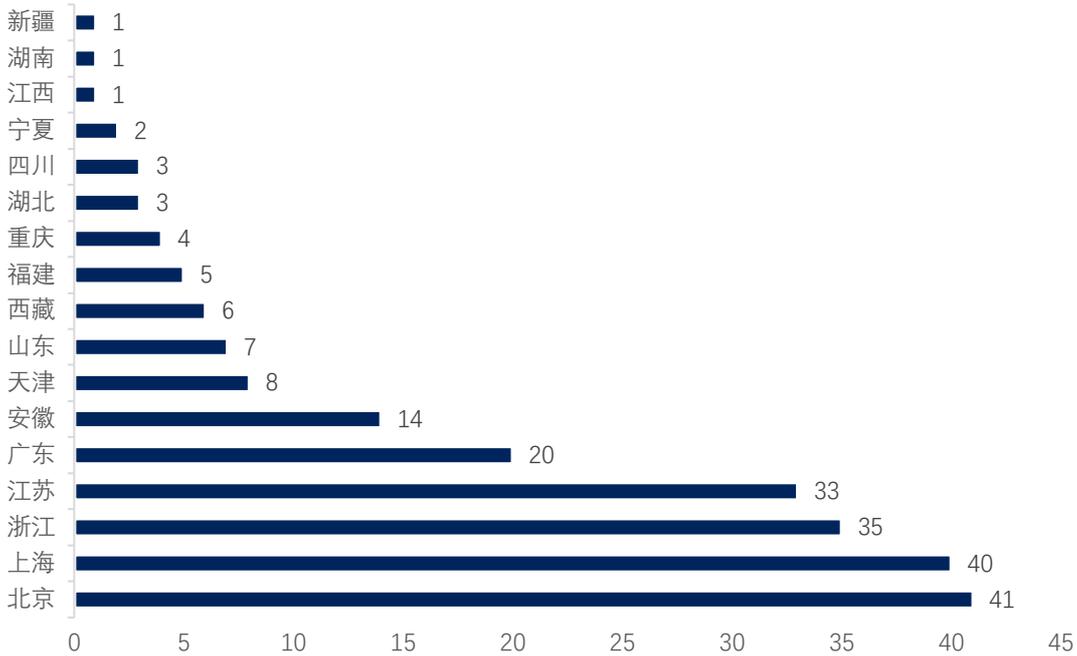


■ 10 (含) -20亿元 ■ 20 (含) -50亿元 ■ 50 (含) -100亿元
■ 100 (含) -200亿元 ■ 200 (含) -300亿元 ■ 300 (含) -500亿元

数据来源：投中研究院问卷调研

与私募股权投资基金市场的整体情况不同的是，母基金管理人的地域分布打破了“北上广”三极的格局。除北京与上海仍然作为母基金管理人数量分布最多的两个地区外，浙江省与江苏省的母基金管理人数量占比已经超过了广东省，位列第三、四名，占比分别为 15.63% 和 14.73%。而广东省母基金管理人数量为 20 家，仅占全国市场的 8.93%，落后第四名的江苏近 5 个百分点。

图 截至 2019H1 中国存量市场化 VC/PE 母基金管理人注册地域分布情况

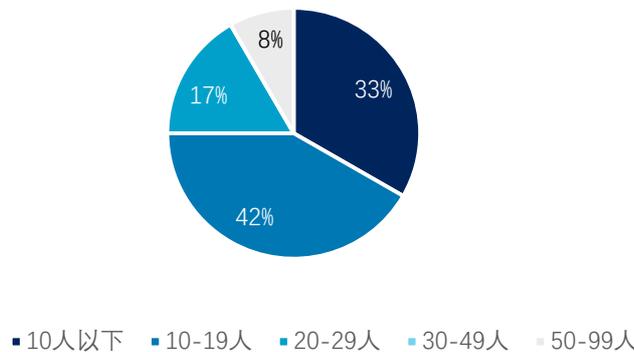


数据来源: CVSource 投中数据

3.3.3 管理人团队规模较小, 基金退出人才将被重点匹配

根据投中研究院问卷调研结果显示,75%的市场化母基金管理人团队规模在20人以内。而实际上受访市场化母基金管理人在管规模都在10亿元以上,相比较国外而言,我国市场化母基金的管理团队人力资源与管理规模仍不匹配。因目前我国大部分市场化母基金未走完一个完整的生命周期,绝大部份仍处于投资阶段,若按照母基金管理人团队各部分职能分配来看,20人以内的团队人员主要分配在募资、投资、投后管理工作当中。在往后的不断发展过程中,市场化母基金退出工作将成为母基金管理人进行资源重点匹配的方向。

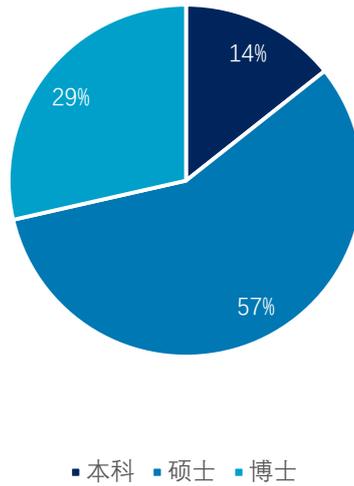
图 2019H1 中国存量市场化 VC/PE 母基金管理人团队规模调研情况



数据来源: 投中研究院问卷调研

市场化母基金的管理团队属于高级管理人才，对高管学历要求较高。在目前受访母基金管理人中，85.71%的高管学历为硕士或博士，团队中本科学历的高级管理人员占比仅为14.29%。

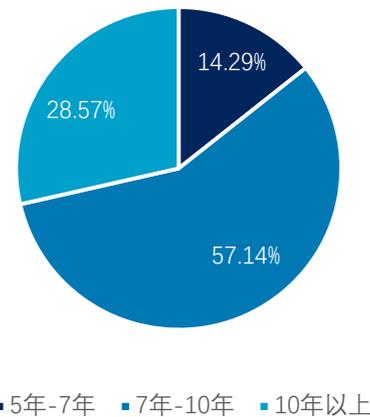
图 2019 H1 中国存量市场化 VC/PE 母基金管理人高管学历调研情况



数据来源：投中研究院问卷调查

在投资经验方面，有 14.29%的母基金管理人高管具备 5-7 年投资经验，有 57.14%的母基金管理人高管具备 7-10 年投资经验，28.57%的母基金管理人高管具备 10 年以上的投资经验。

图 2019H1 中国存量市场化 VC/PE 母基金管理人高管投资经验调研情况



数据来源：投中研究院问卷调查

3.2 募资情况

3.2.1 市场化母基金募集数量和规模双下滑，高效精简成为趋势

根据 CVSource 投中数据显示，自 2016 年以后，市场化母基金的募资数量与规模皆呈下滑趋势，其中市场化母基金募集数量小幅下滑。自 2017 年市场化母基金迎来募资金额的高峰之后，根据 2018 年已披露的数据显示，募资规模情况呈现下滑趋势，从峰值 2017 年的 620 亿元募资额下滑至 2018 年的 277 亿元。

图 2010-2019H1 中国已披露市场化 VC/PE 母基金募集情况



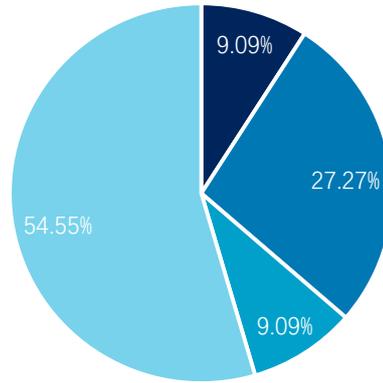
来源：CVSource 投中数据

从以上数据显示，2018 年与 2019 年上半年完成募集的市场化母基金平均募集规模已下滑至 12.59 亿元和 8.55 亿元，市场化母基金设立数量及规模不断缩减，显示市场化母基金为适应市场环境。同时为避免募集目标难以完成，正在不断缩减母基金募集规模，以小规模、高效精简的方式来储备粮草。小规模的市场化母基金虽对于子基金以及项目出资决策更加谨慎，但实际管理能效更高，也无需管理机构配置更多人力资源。

3.2.2 部分市场化母基金募资时长超过一年，募资受金融监管政策影响明显

自 2018 年起，私募股权投资市场的资金面弥漫着紧张的味道，募资同样也是市场化母基金面临的困局，且母基金管理人对于 2020 年的募资预期仍不看好。根据投中研究院问卷调研数据显示，有 27.27% 的母基金管理人认为 2020 年相比 2019 年来说，资金依然紧张甚至更困难，有 54.55% 的母基金管理人认为 2020 年相比 2019 年来说，长期资金依然匮乏。

图 市场化 VC/PE 母基金管理人 2020 年募资预期调研情况

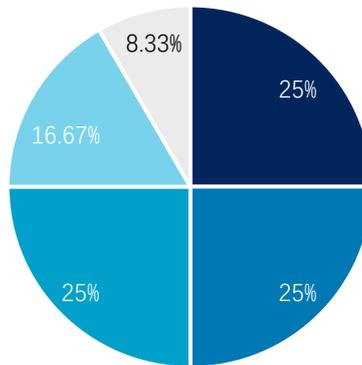


- 相比2019年资金更充足
- 相比2019年资金依然紧张甚至更困难
- 相比2019年长期资金有所增加
- 相比2019年长期资金依然匮乏

数据来源：投中研究院问卷调研

募资周期方面，75%的市场化母基金的募资时长小于一年，16.67%的市场化母基金募资时长在一年至一年半之间，8.33%的市场化母基金募资时长超过一年半，募资时长超过一年的市场化母基金达到了25%。

图 2019 1H 市场化 VC/PE 母基金所需平均募资时长



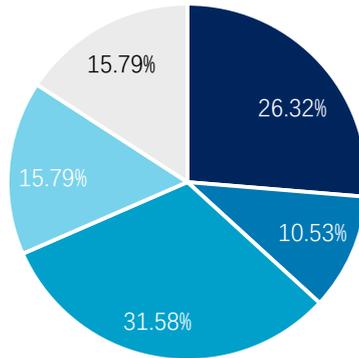
- 小于6个月
- 6 (含) -9个月
- 9个月 (含) -1年
- 1年 (含) -1年半
- 1年半及以上

数据来源：投中研究院问卷调研

募资时间受市场因素被迫拉长，也直接影响到了部分母基金管理人募集资金的到位情况。根据投中研究院问卷调研数据显示，有91.67%的市场化母基金的募资资金能够如期到位，其余在募集期间的市场化母基金受募资不到位的影响，被迫更改了规模、延长了募资期限或是取消市场化母基金的设立。

根据投中研究院问卷调研数据显示,母基金管理人认为募资难度加大的主要原因有金融监管政策趋严、社会资金缺乏、基金同策略同质显著,占比分别达到 31.58%、26.32%和 10.53%。

图 2019 H1 市场化 VC/PE 母基金管理人认为募资难度加大原因调研情况



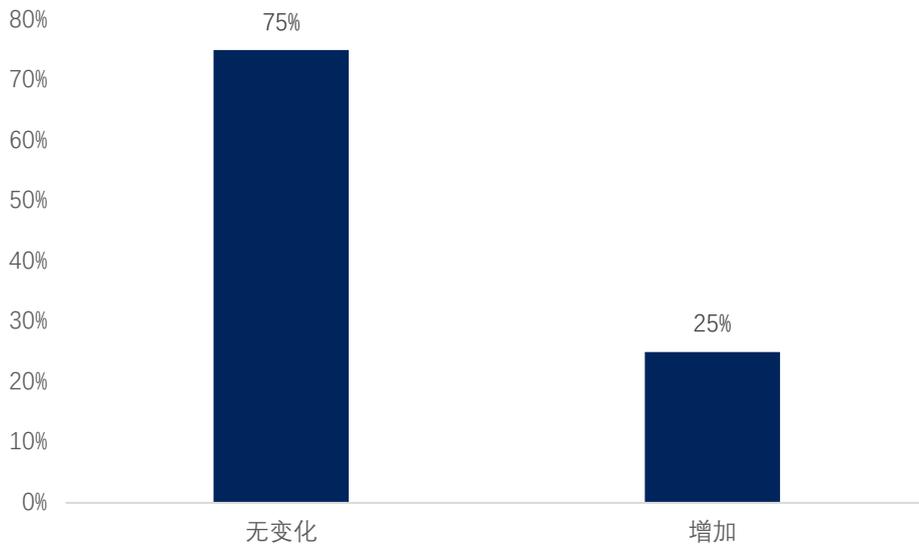
- 社会资金（金融机构、上市公司等）缺乏
- 同策略基金过多，同质化显著
- 金融监管政策趋严
- 募资没有受到影响
- 其他

数据来源：投中研究院问卷调研

3.2.3 25%的受访母基金管理人募资团队人员数量增加

募资团队人员变化情况方面,相较于 2018 年而言,2019 年有 25%的管理人增加了募资团队人员的配备,75%的管理人募资团队人员无变化,并无受访管理人出现募资团队人员减少的情况。母基金管理人总体上增加了募资团队的人员匹配,期望着力解决募资困难问题。

图 2019 H1 市场化 VC/PE 母基金管理人募资团队人员数量变动调研情况

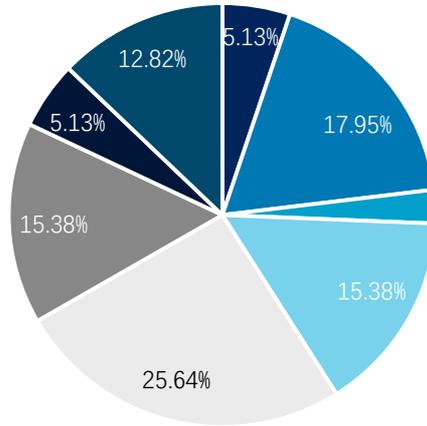


数据来源：投中研究院问卷调研

3.2.4 LP 多以短期资金为主，管理费逐渐稳定

市场化母基金同时作为 LP 与 GP 两种角色，对资金来源的选择尤为谨慎。根据投中研究院问卷调研数据显示，目前市场化母基金的 LP 主要构成为国有企业、政府引导基金、普通民营企业、上市公司、高净值个人，占比分别为 25.64%、17.95%、15.38%、15.38%和 12.82%，多以短期资金为主；保险资金、境内养老基金等长期资金 LP 仅占 5.13%和 2.56%。从数据可以看出，政府引导基金不但是我国最主要的母基金构成，也是市场化母基金的重要 LP 之一，受到政府引导基金出资的市场化母基金也将肩负着政府引导基金的调配使命，完成政府引导基金的出资要求。

图 2019 H1 市场化 VC/PE 母基金 LP 构成占比调研情况

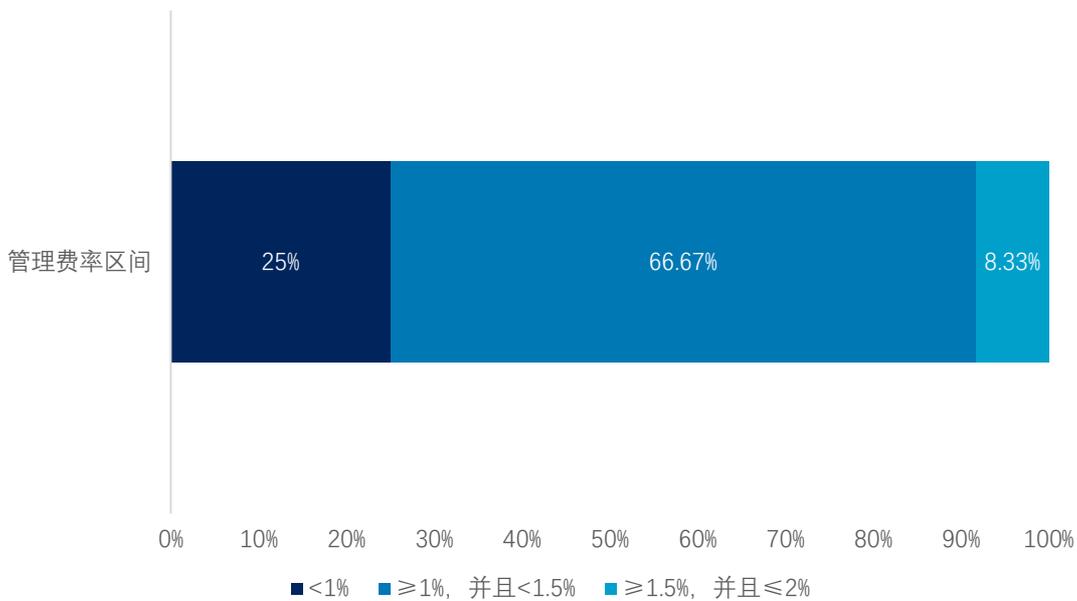


- 上市公司
- 境内养老金
- 国有企业
- 普通民营企业
- 家族财富办公室
- 高净值个人
- 政府引导基金
- 保险公司

数据来源：投中研究院问卷调研

管理费率方面，市场化母基金经过市场多年的发展，管理费率已逐渐稳定。这对市场化母基金生态健康发展更有益处，出资人的出资预期不会因管理费的大幅度波动而变化。根据投中研究院问卷调研数据显示，所有受访市场化母基金管理费率均在 2% 以内，其中 66.67% 的市场化母基金管理费率在 1%-1.5% 之间。

图 2019 H1 市场化 VC/PE 母基金管理机构的在管基金管理费率占比调研情况



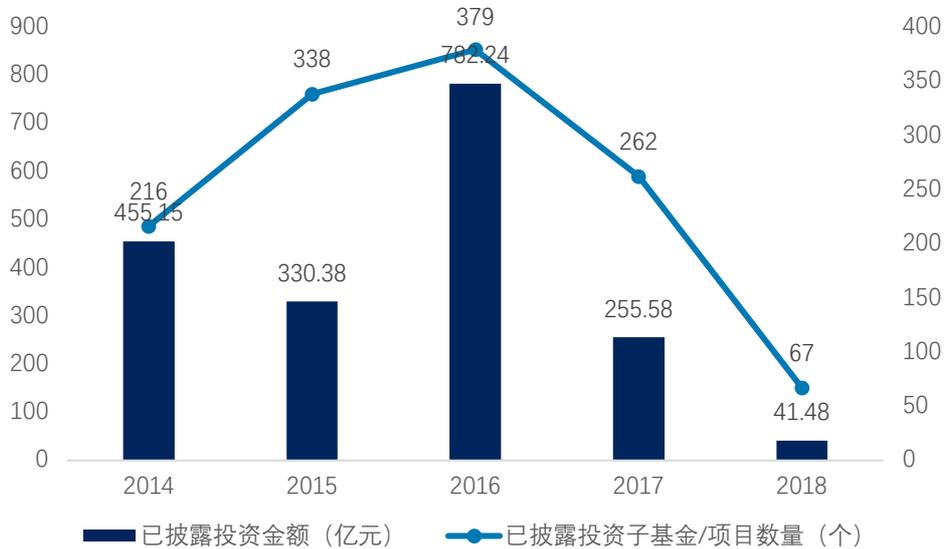
数据来源：投中研究院问卷调研

3.3 投资情况

3.3.1 自 2016 年起，已披露市场化母基金投资规模及数量呈下滑趋势

根据 CVSource 投中数据统计显示，2014-2018 年，已披露市场化母基金投资子基金、项目数量共计 1847 个，累计已披露投资金额 3620.18 亿元。2018 年当年，已披露市场化母基金投资子基金、项目数量共计 67 个，同比下降 74.42%，已披露投资金额 41.48 亿元，同比下降 83.77%。

图 2014-2018 年中国已披露市场化 VC/PE 母基金投资情况

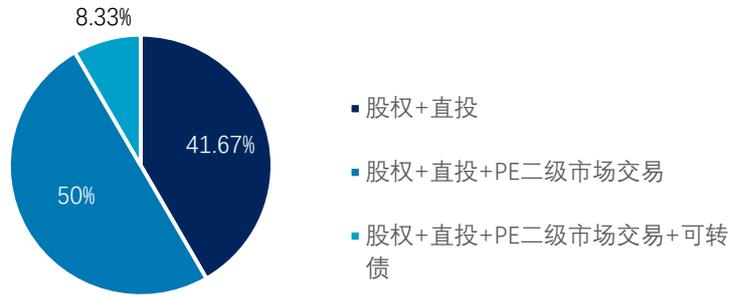


数据来源：CVSource 投中数据

3.3.2 资产配置多元化，投资子基金考虑风险与收益平衡

随着国内市场化母基金规模的增大以及参与主体的日渐多元化，必然导致管理者优化市场化母基金资产配置，推进多元化布局。母基金管理人投资经验及管理能力的不断增长，令其投资策略越发清晰，从无特定策略的盲池投资到有针对性的进行资产配置，使得市场化母基金投资策略更加清晰、多元化，平滑周期风险。根据投中研究院问卷调研数据统计发现，目前市场化母基金资产配置方式主要包括股权+直投、股权+直投+PE 二级市场交易、股权+直投+PE 二级市场交易+可转债，其中，有 50%的受访管理人表示目前其市场化母基金投资策略为股权+直投+PE 二级市场交易。

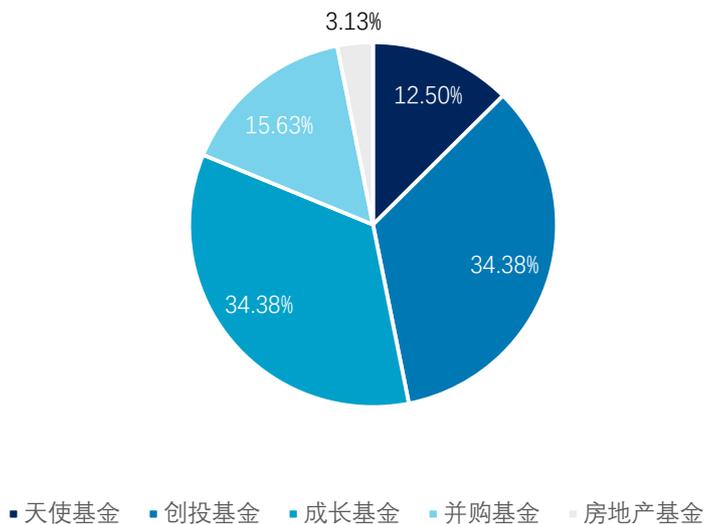
图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金资产配置方式调研情况



数据来源：投中研究院问卷调研

在筛选子基金时，管理人会多从风险和收益的平衡、现金流两方面进行考量，因此市场化母基金对于子基金类型的投资多集中于创投基金和成长基金。根据投中研究院问卷调研数据统计发现，有 34.8% 的市场化母基金投资子基金类型为创投基金，34.8% 的市场化母基金投资子基金类型为成长基金，15.63% 的市场化母基金投资并购基金。主要原因如下：首先，早期基金较成长期基金和并购基金风险相对较大，但收益相对较多；其次，成长期基金和并购基金等在基金回本时间较早期基金回本时间较短，有助于提高资金流动性。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金投资子基金类型分布调研情况

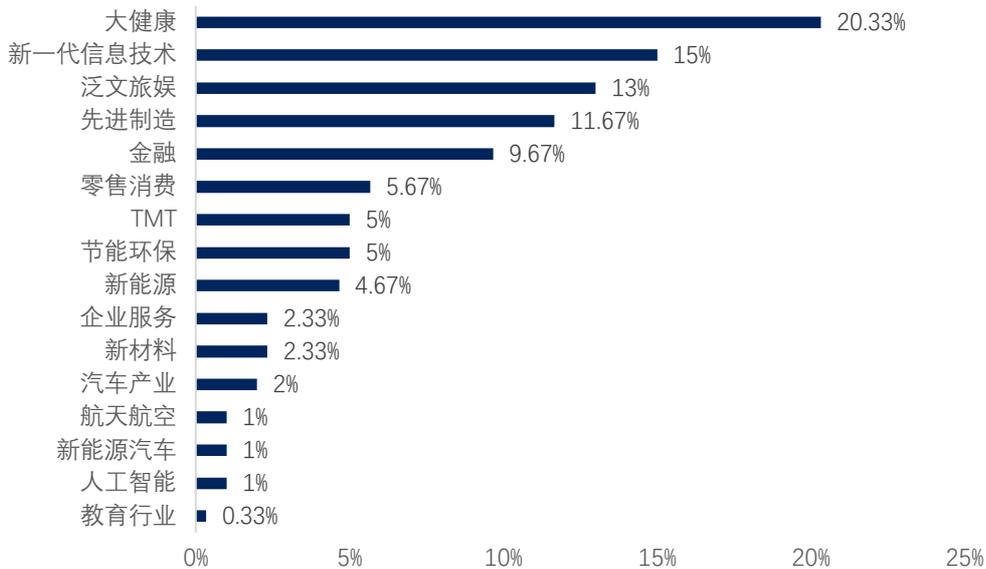


数据来源：投中研究院问卷调研

3.3.3 大健康产业、新一代信息技术¹成为市场化母基金投资热点

CVSource 投中数据统计显示，已披露市场化母基金投资领域方面，大健康产业、新一代信息技术、泛文旅娱行业是市场化母基金重点关注的三大行业。在数量方面，20.33%的市场化母基金投资大健康产业，15%的市场化母基金投资于新一代信息技术，有13%的市场化母基金投资于泛文旅娱产业。

图 截至 2019H1 中国已披露市场化 VC/PE 母基金投向分布（按数量）



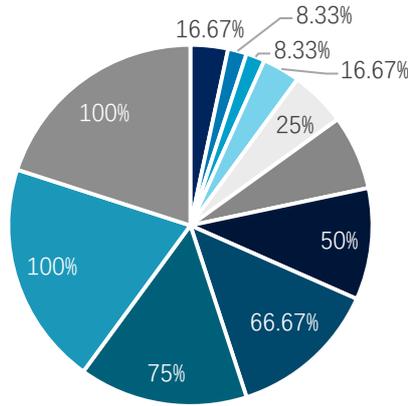
数据来源：CVSource 投中数据

就大健康产业来说，首先，我国积极加大在医疗健康行业的政策力度，频繁布局大健康领域，并提出了以“健康中国”为发展核心的战略部署；第二，伴随着人民消费水平的提高以及人口老龄化问题的逼近，为医疗健康领域的投融资提供充沛需求；第三，在政策、技术、市场的三重催化下，我国大健康产业步入黄金发展期，吸引了众多投资主体参与其中。

就新一代信息技术行业来说，一方面，国务院将新一代信息技术作为我国七大战略新兴产业之一，且作为新旧动能转换的重要引擎，无论在政策扶植力度还是财政补贴力度上都在逐渐加大；另一方面，在人口红利逐步减少的背景下，社会资源将更多地向技术创新领域倾斜，尤其是支持新一代信息技术发展，因此不少资本纷纷入局。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金管理人倾向投资领域调研情况

¹ 新一代信息技术主要包括集成电路、人工智能、云计算、大数据、物联网等。



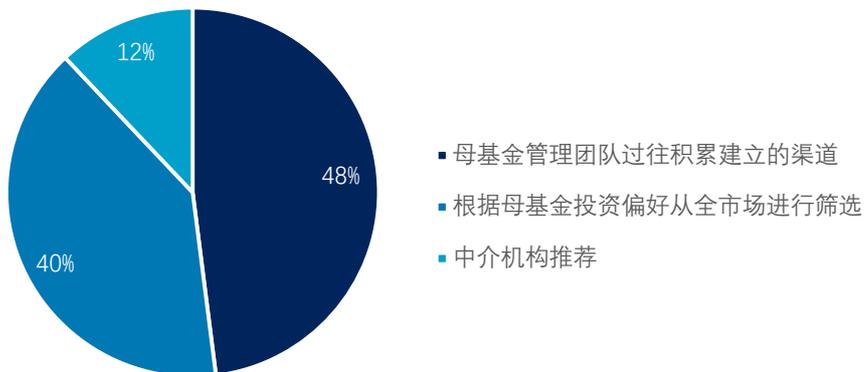
- 节能环保
- 新能源汽车
- 教育培训
- 生物产业
- 新材料
- 新能源
- 泛文娱
- TMT
- 高端装备制造
- 新一代信息技术
- 医疗健康

数据来源：投中研究院问卷调研

3.3.4 过往资源为市场化母基金获取子基金主要途径，筛选偏好“老人老平台”

在市场化母基金管理人获取子基金 GP 信息渠道上，有 48% 的受访市场化母基金是根据管理团队过往积累建立的渠道获取被投子基金信息，40% 是根据市场化母基金投资偏好从市场上进行筛选获取被投子基金信息，12% 是通过中介机构等进行推荐。

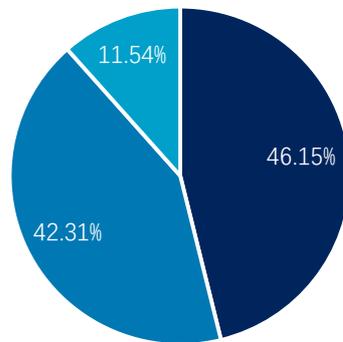
图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金获得被投基金信息方式调研情况



数据来源：投中研究院问卷调研

对于遴选备选子基金的类型，有 46.15% 的市场化母基金偏好投资“老人老平台”，42.31% 的市场化母基金偏好投资“老人新平台”，仅 11.54% 的市场化母基金选择投资“新人新平台”。可以看出，我国市场化母基金在甄选子基金时更看重子基金的管理团队。老团队较新团队有着更加丰富的投资经验、管理水平以及资源，在团队结构合理性及激励机制、风控机制设计的完整性上也较新团队更具优势，同时因过往有过合作经验，在未来合作中可以有效降低时间成本与管理成本。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金遴选 GP 的类型分布调研情况



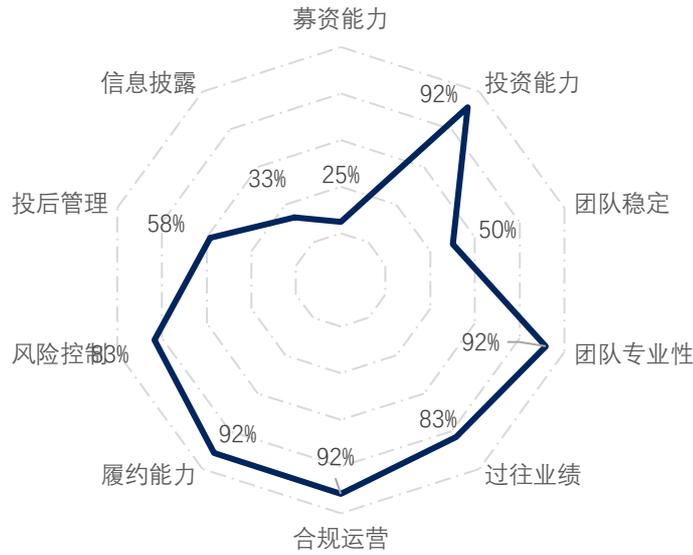
■ 老人老平台 ■ 老人新平台 ■ 新人新平台

数据来源：投中研究院问卷调研

3.3.5 遴选子基金 GP 看重投资专业能力、合规运营、履约能力、风控能力

根据投中研究院问卷调研统计数据发现，在市场化母基金筛选被投子基金所关注的因素中，团队专业性、投资能力、履约能力以及风险控制力是市场化母基金最为看重的。首先，市场化母基金并非长期在一线，无法第一时间接触市场，欠缺对项目未来发展前景的敏锐度，因此投资能力强、专业度高的子基金 GP 在基金及项目管理方面发挥优势，帮助市场化母基金获得丰厚的收益回报；第二，在我国对于股权投资领域的监管愈加严格的基础上，合规运营、合法创新才是投资机构长久发展的基础；第三，有限合伙协议可以明确市场化母基金与子基金 GP 之间的责任划分，因此严格执行协议可以有效避免双方纠纷，防止 LP 的权益遭到损害；第四，合理的投资决策机制、完善的投资决策流程和审慎合理的风险控制机制不但可以确保基金规范运营，还可以确保管理团队能够及时发现、有效回避和控制风险，保障基金权益。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金筛选备投子基金时关注要素调研情况

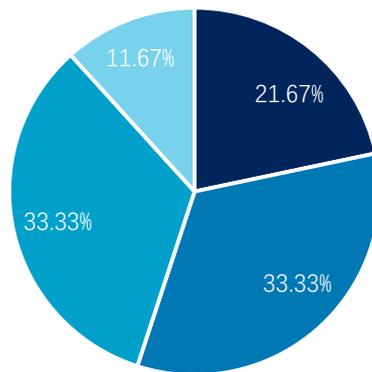


数据来源：投中研究院问卷调研

3.3.6 3-10 亿元规模子基金受市场化母基金喜爱

市场化母基金投资单只子基金的规模偏好方面，倾向于投资子基金规模为 3-5 亿元、5-10 亿元的市场化母基金最多，各占比 33.33%，其次为子基金规模小于 3 亿元，占比 21.67%，最后为子基金规模在 10 亿元以上，占比 11.67%。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金投资单只子基金的规模偏好调研情况



■ 0-3亿元 ■ 3 (含) -5亿元 ■ 5 (含) -10亿元 ■ 10亿及以上

数据来源：投中研究院问卷调研

3.3.7 业绩未达预期、管理团队变动为市场化母基金放弃再次投资主要原因

根据投中研究院调研问卷数据显示,市场化母基金放弃再次投资的主要原因为过往业绩未能达到预期、核心管理团队发生变化、基金策略发生重大变化且未能展示团队在该领域的优势,分别占有所有选择的 22.58%、22.58%、19.35%。以上主要原因皆直接影响子基金及项目的业绩表现,影响市场化母基金回报,说明市场化母基金更为重视投资标的的财务表现,而与其他有引导目的和配置目的市场化母基金不同。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金放弃过往已合作子基金原因调研情况



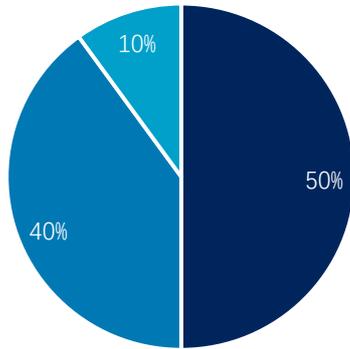
数据来源: 投中研究院问卷调研

3.4 退出情况

3.4.1 受访市场化母基金中, 5 成市场化母基金累计 DPI 为 0

DPI 指的是基金对投资者已分配的收益, 也就是投入资本分红率。近年来, 随着市场化母基金逐渐开始进入退出期, 相较于 IRR (内部收益率), 投资者更加开始关注 DPI。相比较“纸面财富”而言, DPI 体现了投资者实际得到的收益水平。一般来说, DPI 为 1 是损益平衡难点, 代表投资成本已经收回; DIP 大于 1 时, 说明投资者将获得超额收益; DPI 小于 1 时, 说明投资者尚未收回所有投资成本; 而 DPI 为 0 时, 代表投资者并未获得任何分红。根据投中研究院问卷调研统计数据, 受访市场化母基金中有 50% 累计 DPI 为 0, 40% 的市场化母基金 DPI 在 1 (含) -2 之间, 10% 的市场化母基金 DPI 在 2 (含) -3 之间。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金累计 DPI 调研情况



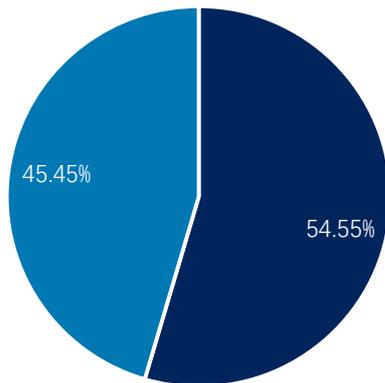
■ 0 ■ [1,2) ■ [2,3)

数据来源：投中研究院问卷调研

3.4.2 受访市场化母基金中，投资回报倍数集中在 1-2 倍

市场化母基金投资回报倍数方面，54.55%的受访市场化母基金投资回报倍数在 1-2 倍之间，45.45%的市场化母基金的投资回报倍数在 2-3 倍之间。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金投资回报倍数调研情况



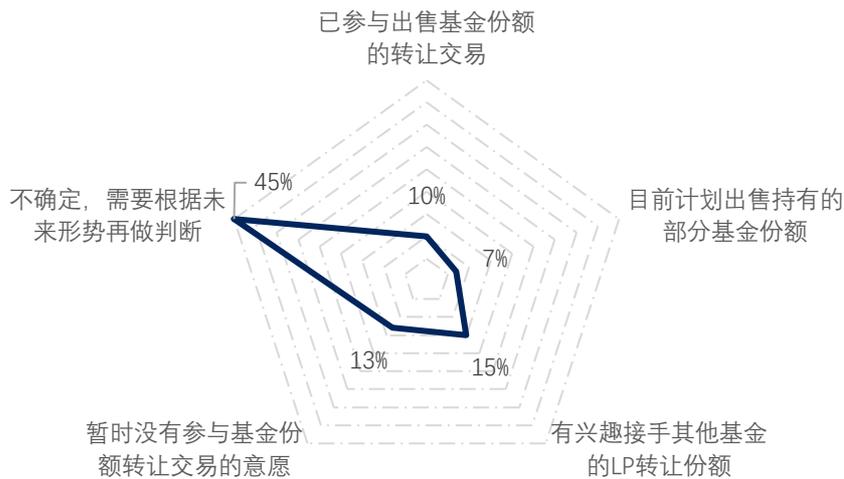
■ 1-2倍 ■ 2-3倍

数据来源：投中研究院问卷调研

3.4.3 多数市场化母基金反映子基金退出不畅，延期情况较为严重

一般而言，市场化母基金直投项目以及所投子基金投资项目退出渠道主要包括 IPO、项目并购、股份转让、清算等方式。如今，我国私募股权投资市场进入调整期，压力已经从募资端扩展到退出端，退出压力持续升级。首先，我国私募股权市场基金存量巨大，2010年至2014年设立的基金已陆续面临到期困境，进入清算期，尾盘交易的空间逐渐呈现，同时伴随着新三板投资热潮以及政府引导基金迅速崛起，大量资金等待退出；第二，由于我国被投资企业数量庞大，但市场 IPO 或并购消化量有限，基金的退出压力被逐渐推至高潮。根据中国证券投资基金业协会数据统计显示，截至2018年末，我国 VC/PE 市场已投资案例 75326 个，在投金额 54504.27 亿元，累计退出案例数量 13545 个，实际退出金额 10721.13 亿元，其中以并购方式实际退出金额 3759 亿元，以上市方式退出金额为 2515 亿元；第三，不同于欧美市场较为成熟的二手份额交易市场环境，我国的 PE 二级市场仍处于相对早期的市场摸索阶段，根据投中信息问卷调研发现，仅有 15.04% 的投资者有意愿参与 PE 二级市场交易，58% 的投资者暂无交易意愿或仍在观望阶段。

图 2019 年 LP 参与 PE 二级市场意愿调研情况



数据来源：投中研究院 PE 二级市场调研问卷

3.5 运营情况

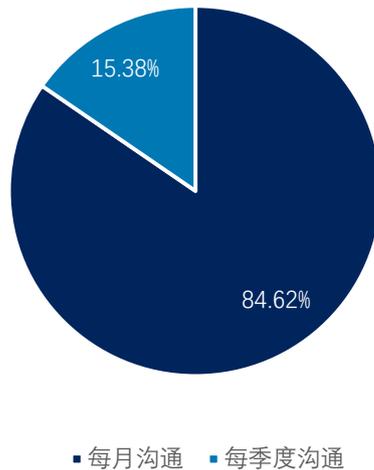
3.5.1 市场化母基金与子基金 GP 建立良好沟通渠道，子基金 GP 配合程度较高

市场化母基金与子基金 GP 之间为长期合作关系，因此彼此间建立良好沟通渠道以及子基金 GP 配合程度是维系双方健康稳定关系的重要因素之一。根据投中研究院问卷调研发现，有 84.62% 的市场化母基金选择每月与子基金 GP 进行沟通，有 15.38% 的市场化母基

金选择每季度与子基金 GP 进行沟通。而在子基金 GP 配合程度方面，有 38.71% 的市场化母基金认为子基金 GP 会主动按照要求完成信息披露工作，有 35.48% 的市场化母基金认为子基金 GP 会主动与母基金进行沟通，有 25.81% 的市场化母基金认为子基金会主动为其提供跟投机会。

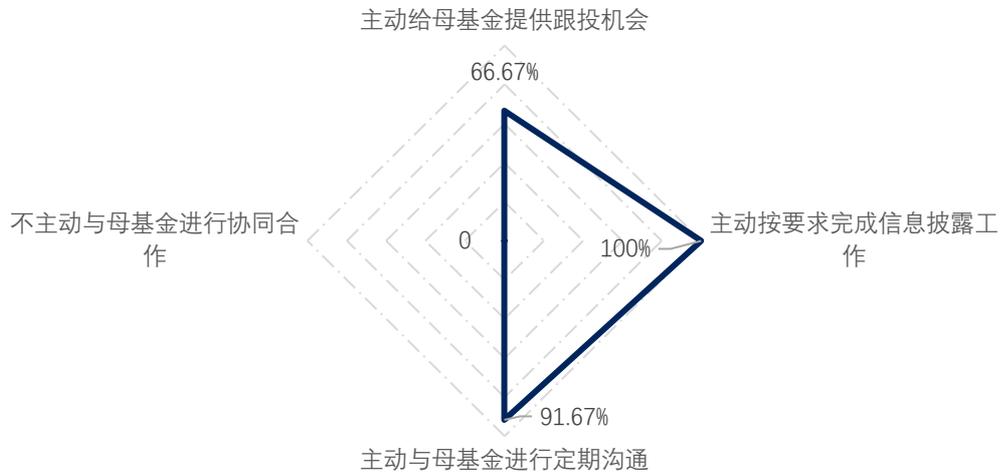
一方面，市场化母基金与子基金 GP 是利益共同体，双方频繁沟通可以使彼此相互认同，价值观趋同；另一方面，良好的沟通可以在共同成长的基础上衍生长期的合作关系。市场化母基金除看中子基金管理团队的专业性外，还可在交流中寻求是否有联合投资机会，提高市场化母基金收益，达到彼此共赢的局面。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金与子基金沟通频率调研情况



数据来源：投中研究院问卷调查

图 2019J1 市场化 VC/PE 母基金所投子基金 GP 合作配合度调研情况

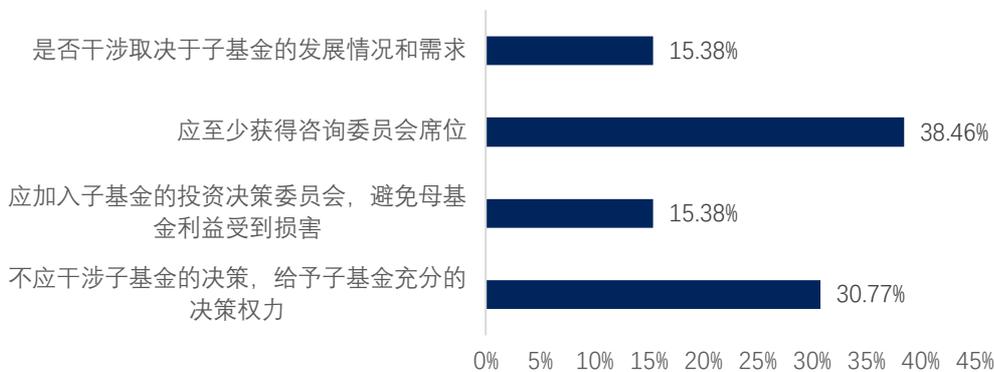


数据来源：投中研究院问卷调查

3.5.2 受访市场化母基金中，38.5%要求 LPAC 席位

在市场化私母基金参与子基金投资决策方面，根据投中研究院问卷调查发现，有 38.5% 的市场化母基金认为应至少获得咨询委员会（LPAC）席位。LPAC 的设立旨在为 LP 提供一个平台，可以有限度的让 LP 参与到基金的投资和管理决策过程中，避免自身利益受损。此外有 30.77% 的市场化母基金认为不应该干涉子基金的决策，给予子基金充分的决策权力。随着市场化母基金专业化程度的提升，许多市场化母基金除了在 LPAC 层面参与基金重大事项和决策外，在基金投资决策、运营层面给予子基金 GP 较大的自由度。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金参与子基金投资决策调研情况

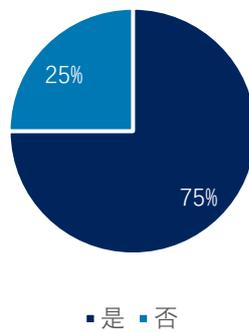


数据来源：投中研究院问卷调查

3.5.3 配置投资管理系统，规范信息披露标准

成熟运作的投资管理系统不但可以帮助市场化母基金及时掌握各被投子基金的信息动态，而且还可以极大的缩减时间及人力成本。根据投中研究院问卷调研统计显示，有 75% 的市场化母基金已有成熟运作的投资管理系统对被投子基金进行管理，有 25% 的市场化母基金尚未使用投资管理系统。

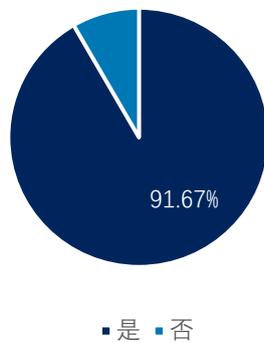
图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金具有投资管理系统调研情况



数据来源：投中研究院问卷调研

在信息披露方面，91.67% 的受访市场化母基金已建立信息披露标准，仅 8.33% 的市场化母基金尚未建立信息披露标准。建立规范的信息披露标准，在帮助市场化母基金了解子基金运行情况的同时，也从侧面要求子基金 GP 在日常工作中严格控制风险，加强内部控制。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金设立信息披露标准调研情况



数据来源：投中研究院问卷调研

第四章 市场化 VC/PE 母基金 SWOT 分析

4.1 优势分析

4.1.1 降低投资者门槛 畅通投资渠道

一级市场优质私募股权投资基金相对较为封闭，同时中国证监会于 2014 年 8 月 21 日发布第 105 号令《私募投资基金监督管理暂行办法》中就合格投资者认定标准进行了明确规定，因此很多新投资者、小投资者无法参与。而市场化母基金不但可以为合格的个人投资者开放了参与优质基金的可能性，降低了个人投资者进入优质基金的门槛。而且，市场化母基金通过集合大量投资者的资金，由专业的管理团队进行管理，在市场上作为单一 LP 运营，不但可以提升进入优质标的基金项目的机会，还可以代表所有合格投资者与子基金 GP 进行谈判，在投资协议中获得更多有利条款。

4.1.2 专业优选标的 分散投资风险

第一，单只私募股权投资基金业绩会受到时间、行业、政策、市场变化、管理团队等诸多因素影响，风险相对较高。而市场化母基金作为专业投资者可以根据自身对市场的专业理解及判断，对长期追踪和累积的众多私募股权基金历史数据进行分析，从中进行筛选剔除，捕捉符合自身策略的优质子基金及其管理团队，提高整体收益回报。

第二，市场化母基金可以通过宏观经济走向资产配置类别及比例来确保增值获利。市场化母基金可以通过投资不同专业领域的子基金和配置不同阶段专长的子基金，帮助投资人同时实现专业性和阶段性的合理配置。

第三，市场化母基金通过覆盖不同行业、不同地域以及不同阶段期的子基金和企业，在合理分配的基础上可有效避免对某一子基金或企业的依赖，高效地分散系统风险，确保投资资金的安全性。

4.1.3 助力子基金增值 帮助子基金 GP 高速成长

第一，帮助子基金 GP 建立与其他 LP 有效沟通机制。在基金运营过程中，子基金 GP 需要及时准确地将基金运营相关信息告知 LP，避免道德风险的同时还可以建立客户信任关系。市场化母基金本身作为基金管理者，拥有比较成熟的 LP 沟通机制，可以指导子基金建立更加完善高效的沟通机制。

第二，市场化母基金的加入可以带来明显正外部效应，缩短子基金募集周期。市场化母基金作为专业投资者，在子基金募集早期或者作为基石投资人加入，可以对其他潜在 LP 释放积极的信号。市场化母基金在尽职调查、基金条款谈判以及后续基金运营的长期跟踪上具有较强的专业度，因此市场化母基金的加入，可以吸引更多的社会资金流入。

第三，市场化母基金的参与可以为子基金带来结构性优势。私募股权投资市场中，LP 也会往往根据市场环境以及政治环境进行资产配置组合，因此在同一时期，子基金的 LP 构成就会相对单一，对基金的资金来源稳定性构成潜在威胁。而市场化母基金通常会与子基金建立合作，除市场因素外仍会根据自身投资策略对子基金进行选择，所以会为子基金带来结构性优势，稳定子基金资金来源。除此之外，市场化母基金还可以利用自身资源优势，根据子基金的策略及偏好，为子基金介绍其他契合的投资者，在帮助被投子基金构筑更优化的 LP 组合的同时，缓解子基金部分募资难题。

第四，在宏观上，市场化母基金可以为子基金的投资战略方向提供专业意见，而在微观上，市场化母基金可以为子基金提供具体项目来源渠道，为投资标的尽调提供相关行业资源。

4.2 劣势分析

4.2.1 征收双重管理费

市场化母基金管理人要向母基金投资人收取承诺出资额的 1%-2% 的管理费，此外，子基金管理人也要向市场化母基金收取该母基金投资于本子基金份额的 1%~2.5% 的管理费。

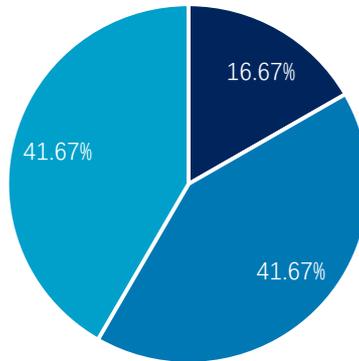
4.2.2 潜在收益回报偏低

由于市场化母基金追求较为稳健的收益回报，因此会将资金分散投资于不同的子基金，以应对市场波动和投资风险，平衡风险与收益。由此可以推断，组合子基金的回报率将不同于直接投资于私募股权投资基金的回报率。尽管市场化母基金为投资者提供了更多的保护，但这种保护的代价将会是对比直接投资于子基金，市场化母基金的收益回报可能会相对较低。

4.2.3 投资周期较长

一般而言，我国创业投资基金和私募股权投资基金的存续期一般多为“5+2”或“7+2”，而根据投中研究院问卷调研发现，有 16.67% 的市场化母基金存续期小于 5 年，有 41.67% 的市场化母基金存续期在 5-10 年，有 41.67% 的市场化母基金存续期在 10-15 年。

图 2019H1 市场化 VC/PE 母基金存续期调研情况



■ 小于5年 ■ 5-10年 ■ 10-15年

数据来源：投中研究院问卷调研

4.3 机会分析

4.3.1 参与主体多元化 传统直投私募机构涉足市场化母基金业务

近年来，市场化母基金的参与主体日渐多元化，除了传统的市场化母基金管理机构外，国资背景的母基金管理人、金融机构、上市公司、产业集团、第三方财富管理公司、私募券商等纷纷开始进场涉足市场化母基金相关业务，丰富了母基金管理机构的构成主体。

此外，2018年一些传统开展直投业务的头部私募股权投资机构，如红杉资本、IDG资本、中金资本等也纷纷试水市场化母基金业务，成为母基金市场的新晋主体。首先，在当前股权投资市场整体收益下滑，竞争加剧的大背景下，设立市场化母基金可以降低单一股权投资业务所带来的风险；其次，有别于其他市场化母基金管理机构，传统私募股权投资管理人开展市场化母基金业务可以就自身管理的各子基金的募资给予补充支持；第三，私募股权投资机构长期在一线从事投资活动，与创业者深度沟通交流，对所关注行业研究深刻，因此掌握大量人脉及项目资源，存在先发优势，在争取优秀投资项目中较其他市场化母基金有明显优势。

4.3.2 把握时代发展机遇，长期资本未来可期

其一，我国VC/PE机构存量已经足够多，加之募资环境严峻，必然会产生对市场化母基金业务的需求。根据中国证券投资基金业协会数据统计，截至2019年6月底，我国私募股权、创业投资基金管理人14679家，已备案基金数量34689只，基金规模9.18万亿元；

其二，近年来，我国政府高度重视创新创业并相继出台了一系列政策措施，如在“创投国十条”、“双创”升级版意见中，均将母基金作为创投体系建设的重要组成部分。因此在政策红利的支持下，市场化母基金行业进入快速发展周期；其三，随着母基金参与主体、资金多元化以及行业竞争激烈，将倒逼市场化母基金管理机构自身迅速成长；其四，由于我国经济结构调整进入关键时期以及中美贸易战所带来的影响，加之二级市场持续低迷，专业度强、风险属性低的市场化母基金逐渐成为被机构和高资产投资人认可的稳健投资工具。

就资金来源结构方面，目前我国市场化母基金主要资金来源包括以下四种类型：一是财政资金和国有资本，该部分资金是如今市场化母基金行业的资金主力，二是以上市公司、民营企业、产业集团为代表的民间资本，三是金融机构资金，四是高净值客户和家族财富。如今我国市场化母基金行业正面临着资金来源结构调整时期，机构投资者将逐渐取代个人投资者，这也是由资金的耐性所决定的。此外，养老基金、保险资金、主权基金及慈善组织等长期资本也都在有望成为市场化母基金的LP。一方面，市场化母基金存续期实在10-15年，时间长度决定了市场化母基金投资者的构成该最好是长期资本；另一方面，在政策支持下，未来将会有更多的长期资本进入市场化母基金领域。如中共中央办公厅、国务院办公厅于2019年2月14日已发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》（中办发【2019】6号），指出取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制，支持资管产品、保险资金依法依规通过监管部门认可的私募股权投资基金等机构，意味着险资大门即将敞开，巨量资金即将进场。

4.3.3 行业规范发展，粗放式发展逐渐转为精耕细作时代

在法律法规层面，我国私募基金相关法规规章制度不断完善推进，自2017年起相继发布《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》、《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（证监会【2017】5号）《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发【2018】106号）、《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项》等重要政策文件，就私募基金定义、投资活动范围、资金募集等各维度进行系统性规定，完善了私募股权投资行业监管体系，形成金融监管新逻辑。与此同时，中国证券投资基金业协会作为我国私募投资基金自律监管机构，针对私募基金行业的新趋势、新问题，从行业本质和发展要求出发，逐步设立“7+3+2+n”的行业自律规则体系，从登记备案源头开始，全面积极推动行业自律建设，引导行业高质量健康发展。因此无论从法律层面还是行业自律层面的积极改善，都反映出了市场化母基金行业将从高速粗放发展逐步转型到调整式精耕细作的时代。

而就市场化母基金管理机构自身发展而言，随着母基金管理人数量及管理规模不断扩大，以及构成主体和资金来源多元化的影响，市场化母基金将逐渐转变管理思路，走入精细化运营。如策略方面，从无特定投资策略的盲池投资到如今聚焦特定产业、特定阶段的转变；资产配置方面，包括子基金+直投、子基金+跟投、子基金+直投+二手份额投资等；而在资产

类别方面，有些市场化母基金除了投资于非上市企业股权，还投资于可转债基金等。此外，在一级市场进入严冬之时，将迫使市场化母基金重视投后管理环节，吸引优质资金以及子基金管理人。

4.3.4 S 基金兴起及科创板注册制推广，市场化母基金开创全新收获期

市场化母基金除了可以投资于子基金和项目外，还可投资于 S 基金，提前实现资金流转，缩短投资回报周期。随着国内金融监管趋严，尤其是资管新规的落地，LP 对资金的流动性需求日益上升，而且伴随着越来越多的人民币基金进入退出期，LP 退出压力逐渐加大，且 IPO 退出规模与国内基金募集规模极度不匹配，迫使 LP 寻求其他方式进行转让退出，这些都是进一步促使私募股权投资二级市场高速发展的诱因。

2019 年 7 月 22 日我国科创板正式于上海证券交易所上板。设立科创板并试点注册制不但是对我国多层次资本市场的重大改革举措，也为整个 VC/PE 市场的退出打开了另一扇门。一方面，试行注册制缩短科技创新型企业退出周期，有助于股权资本运作的持续性，提高资金使用效率；另一方面，科创板对于企业上市标准包容性强，允许未盈利企业上市，但对信息披露要求更加严格。

4.4 威胁分析

4.4.1 母基金行业开始出现分化局面，中小机构面临“淘汰赛”

如今，股权投资市场分化加剧，马太效应愈加明显，而这种局面也已经从股权投资基金管理机构传导至母基金。经过多年的发展，目前市场化母基金已经初现“两极化”趋势。头部市场化母基金因其产品设计能力、基金管理能力以及风险控制水平较高，已实现对其投资者的现金返还，因此在优秀业绩的加持下，越发受到投资者的肯定，拥有稳定的资金来源，而一些中小型市场化母基金，往往缺乏过往业绩支撑，在市场及资源竞争加剧的情况下面临被淘汰的命运。此外，市场化母基金在投资阶段方面也出现“两极化”趋势，一方面受市场及政策环境影响，一些母基金投资开始向中早期阶段前移；另一方面，市场化母基金开始向产业并购聚焦，尤其重点关注战略性新兴产业方向，优化产业布局，获取投资回报。

4.4.2 资金结构稳定性低，市场化母基金遭遇募资难题

在募资端，过往市场化母基金主要资金来源包括银行资金、上市企业、高净值个人以及政府引导基金。如今，资管新规对于多层嵌套、资金池业务的限制做了进一步规定，规范出资行为，虽然中国银保监会出台了《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》，但目前银行资金和股权投资基金尚未形成明确有效的合作模式与合作框架，因此银行资金仍难以进

入市场化母基金。另外，加之二级市场下跌导致上市企业出资骤减、政府引导基金投资日渐收紧、高净值个人受经济环境影响出资意愿降低以及行业内管理人不断增加等综合因素，自2018年以来市场化母基金行业整体面临募资困难的局面。

4.4.3 受多层嵌套限制，市场化母基金发展面临新瓶颈

市场化母基金常见的运作模式是母子基金的运作模式，而资管新规中明确要求：“资管产品可以投资一层资管产品，所投资的资管产品不得再投资其他资管产品（投资公募证券投资基金除外），并要求金融机构不得为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”。但就市场化母基金而言。由于其母子基金的运作模式形成的嵌套是由其产品自身属性所决定，其本身就存在一层嵌套。而资管新规要求母子基金结构的资金来源不得包括资管产品，子基金也只能投资于具体项目，这给目前市场上常见的母子基金结构的基金带来了运作压力。

4.4.3 创投税收制度有待完善，税收优惠未惠及市场化母基金

2018年12月，国务院常务会议决定实施所得税优惠促进创业投资发展，在已对创投企业投向种子期、初创期科技型企业实行按投资额70%抵扣应纳税所得额的优惠政策基础上，自2019年1月1日起，对依法备案的创业投资企业，可按单一投资基金核算，其个人合伙人从该基金取得的股权转让和股息红利所得，按20%的税率缴纳个人所得税；或选择按创业投资企业年度所得整体核算其个人合伙人从企业所得，按5%-35%超额累进税率计算个人所得税。2019年1月10日，四部委联合发布《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税【2019】8号文），针对创投税收政策的顶层制度方案出台；2019年6月19日，证监会发布了《私募基金监管问答——关于享受税收政策的创业投资基金标准及申请流程》，明确了可申请享受该优惠政策的创投基金所应该具备的条件。可以看出这一系列政策的出台已经惠及合伙型基金的法人合伙人。但对合伙型的市场化母基金而言，通过合伙型创投基金投资企业，并不在收税政策优惠范围内，现阶段难以享受到创投税收优惠政策的直接惠及。

4.4.4 金融开放加速，外资机构入场瓜分市场“蛋糕”

2019年7月，瑞银资产管理宣布其在华外商独资企业瑞银资产管理（上海）公司正式推出境内首支母基金——“瑞银中国 A&Q 多元策略 FOF 私募证券投资基金一号”，该基金产品的推出，意味着外资在中国境内设立的私募母基金正式破冰。

近几年，我国加速了对外资金融开放的步伐，多领域金融开放政策接连落地，加快了外资金融机构入华的进程。2019年，我国相继发布《外商投资准入特别管理措施（负面清

单) (2019 年版)》、《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2019 年版)》《鼓励外商投资产业目录(2019 年版)》、金融对外开放 11 条等, 都表明我国将进一步扩大金融对外开放, 创造公平竞争的商事环境。在此背景下, 外资巨头纷纷瞄准中国私募市场, 如富达投资集体、贝莱德等国际知名机构积极在我国设立外资私募管理机构, 加速布局。根据中国证券投资基金业协会数据统计, 截至 2018 年 8 月底, 共有 21 家外资机构在协会登记, 备案产品 46 只, 资产管理规模达 54 亿元人民币。

外资巨头强大的品牌效应将会对本土机构形成一定的压力。一方面, 外资投资机构以其成熟的市场运作经验、严谨的风险管控及品牌优势, 将在募资端吸引大量投资者, 对市场化母基金产生一定冲击; 另一方面, 相较于本土机构, 外资投资机构更加专业严谨的资金操控模式将会受到子基金的青睐, 不但可以为子基金导入优质海外资源, 其过往成功经验以及高质量投后管理, 也可以帮助子基金迅速成长, 加剧行业对优质子基金的竞争。

4.4.5 信息不对等, 市场化母基金对子基金 GP 制衡力度较弱

市场化 VC/PE 母基金一般不会参与子基金投资决策和管理工作, 但在实际场景中, 很多市场化母基金对已投子基金的运作情况以及包括其投资的企业发展经常是处于信息不对等的状态, 除了与子基金 GP 签订 LPA 外, 市场化母基金无法在必要时刻对子基金 GP 产生有力制约, 保障自身利益。一方面, 若市场化母基金出资份额较小, 作为小股东的市场化母基金对子基金的话语权也比较少, 处于较为被动的状态。尤其是市场化母基金在头部子基金中所占份额一般而言也不会很多, 因此市场化母基金对头部 VC/PE 机构的影响力也相对较弱; 另一方面, 市场化母基金因信息获取难度较大, 较难掌控被投子基金的产品退出时间节点。同时市场化母基金对子基金所投企业影响力削弱, 也将使得市场化母基金无法把控正常退出节奏。

第五章 市场化 VC/PE 母基金发展对策分析

5.1 鼓励长期资金配置市场化母基金, 拓宽募资渠道

相较于直接投资而言, 市场化母基金以其分散投资、降低风险以及高水平专业化投资的特质而备受青睐。现阶段, 我国人民币市场化母基金的主要资金来源为政府财政、全国社保基金、民营资本(民营企业、家族资金及高净值个人), 资金来源较少, 出资结构有待优化, 各类资金由于利益诉求点的不同对于市场化母基金的影响各不相同, 在一定程度上影响着市场化母基金的投资效率。比如: 民营资本由于可供投资的规模较小, 比较注重短期收益回报, 无法长期持续为市场化母基金出资; 而政府引导基金往往承载着行政功能, 为地方政府落实

地方产业调整，在出资协议中要求对一定反投比例、地域投资限制、最后出资权、一票否决权等权益诉求，使得母市场化基金的募资及投资节奏被拖慢。

在这种情况下，拥有庞大资金存量和投资风险承受能力的长期资金如地方养老金、保险资金、企业年金、银行理财资金、信托资金等资金就倍受母基金管理人的青睐。早前由于部分原因受到限制的资金已逐渐放松，未来鼓励以上类型的长期资金配置市场化母基金将会使得市场化母基金的募资难题逐步解开，募资渠道也将被进一步拓宽。

5.2 提升母基金管理人专业化水平，增加人才供给

通过对市场化母基金管理人的调研可以看出，目前 75% 的受访母基金管理人人员规模在 20 人以内，这对于亟需实行专业化管理的母基金管理人来说还远不足够。虽与普通私募股权投资基金一样，市场化母基金的生命周期同样涵盖了募资、投资、投后管理、退出四大部分，但市场化母基金管理的基金体量较大，管理的前后端都需要专业的人才。市场化母基金管理人若想要在激烈的市场竞争中脱颖而出，就必须在“募、投、管、退”各维度提升专业化水平。

专业化管理水平的提升方式主要以内外部划分。对于母基金管理人内部来说可对团队现有员工进行子基金遴选尽职调查、财务、法务、审计等方面能力的培训，挖掘内部人员潜力，提升基金管理的规范性要求。而从母基金管理人外部情况来看，则可由监管机构、行业协会定期组织对从业人员的从业资格、专业化水平进行考核，对不合格的从业人员进行淘汰，保证从业人员专业化在稳定水准；除此之外，相关管理部门可制定相关的政策，引导母基金管理人才的培养，对积极响应的承载单位及个人可以税收减免、人才补贴的形式给予激励。

另外，国内市场化母基金管理人专业化水平的提升及人才供给的增加，可有效提升国内管理人的综合竞争实力，在对外资积极开放的局面下能够对外资母基金保持强劲的竞争力。

5.3 积极引导国有资本参与发展 S 基金，拓宽市场化母基金退出路径

相较于普通私募股权投资基金而言，市场化母基金的存续期更长，行业逐渐显露出缺乏流动性、锁定期长的问题。部分市场化母基金的 LP 也有了份额转让的需求，且需求不断扩张。在此背景下，国内私募股权二级市场及 S 基金将迎来发展机遇。

由于 S 基金主要作用为解决市场流动性问题并以营利为目的，与国有资本的产业功能性承载及引导目标不尽相同，导致目前国内 S 基金市场仍未得多快速发展。因此积极引导国有资本参与发展私募股权二级市场及 S 基金将有利于该行业规模扩大。同时，引导建设

具有公允性的股权市场估值体系也将有助于激活私募股权二级市场流动性，降低信息不对称带来的风险，使 S 基金投资人得到有效价值参考，从而进行投资。

5.4 以信用管理为核心，推动行业监管及自律管理

当前市场化母基金在发展过程当中所反映出来的问题一定程度上代表着我国实体经济的需求，未来行业生态仍然需要进一步正确引导。在保证更高的专业化水平、更强的规模效应、更有效地分散风险的同时，需要强化行业监管及自律管理，做到负责任投资，不将母基金作为规避行业监管和行业自律的道具。虽然我国市场化母基金管理机构的负责任投资意识正在逐步提高，但在践行过程仍然会面临行业共识有待加强、执行力度有点加深的问题。因此建议多举措引导市场化母基金管理机构开展负责人投资、壮大绿色投资队伍，是促进市场化母基金生态环境健康的有效举措。

以信用管理为核心推进市场化母基金的市场化博弈，能有效树立行业规范。目前私募基金的监管逻辑已基本形成，按照《私募基金管理人登记须知》、《私募基金备案须知》等要求从行为规范、登记备案源头贯穿到自律管理。通过法律意见书可完善私募基金登记备案制度，自发引入律所等第三方机构进行专业尽职调查与背书可使得私募基金逐步走向自律与制衡。中国证券投资基金业协会作为监管方可进一步完善会员档案和信用报告制度，对合规性、稳定性、专业度、透明度、培育水平等维度输出信用报告。推动市场化母基金从私募本质出发，正确认识私募基金在资金来源与使用上的客观规律，加强投资者教育，培育合格投资者。

5.5 创新开展多元化投资策略，跨周期布局

随着市场化母基金市场的参与主体逐渐多元化，必然导致市场化母基金投资策略的多元。已从最早期的盲池投资逐步进化到聚焦特定产业或行业投资。投资方式也在围绕投资子基金的形式不断搭配项目直接投资、二手份额投资，甚至根据管理人自身资金属性及管理特长出现跨资产类别配置的市场化母基金，如债权投资、收益权投资。此类多元化投资策略的灵活应用，将有效提高母基金管理人的投资效率，保证市场化母基金在较长的投资周期中的运营稳定性。因此不断创新开展多元化策略投资，将有效帮助市场化母基金找到抗风险性更强、更高效、更有社会带动效应的投资组合方式。

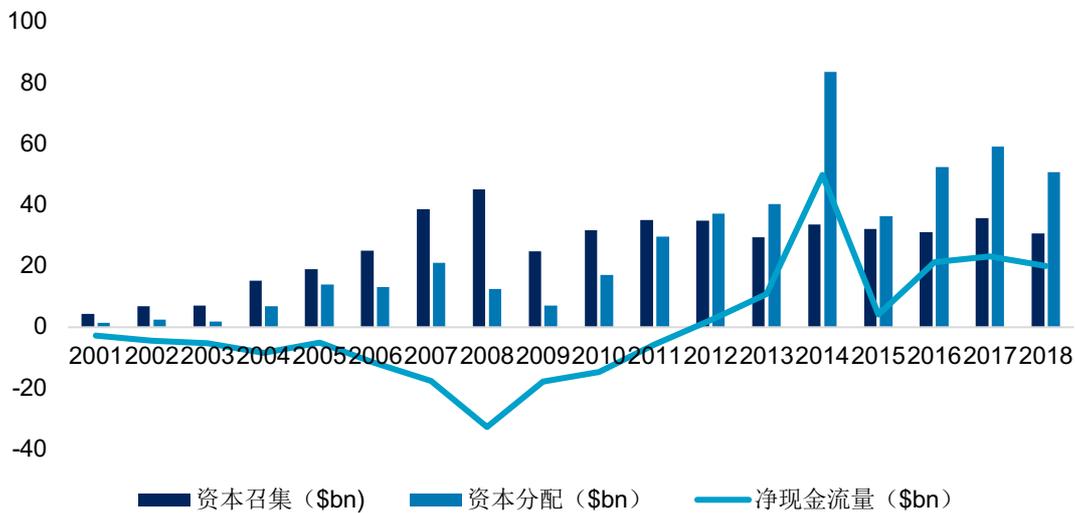
除多元化投资外，市场化 VC/PE 母基金也应积极拓展跨周期布局。母基金具备跨越周期和经济波动的优势，通过长周期、跨周期的投资可有效抵抗短期投资的波动性，在资本寒冬中更有利于为投资人带来稳健收益。市场化母基金天生具有分散风险的能力，在银行理财等全新资管机构渠道放开以后，若全面提高自身投研能力、建立高度量化的估值及评价体系、高效自动化管理，将面临更大机遇。

第六章 案例分析

6.1 国外案例分析

母基金在国外私募股权市场发展接近 50 年，在众多资产配置方式中，仍旧以可以使投资组合多样化，让投资者能够更广泛地参与到私募股权投资中，并以分散风险、获得稳定收益等特点体现其独特之处。

图 2001-2018 年私募股权投资母基金资本召集、分配和净现金流量趋势



数据来源: Preqin Pro

纵观国外母基金类型，养老基金如加拿大养老基金计划、安大略省教师养老计划，主权财富基金如新加坡政府投资公司、科威特投资局，以及一些大型管理机构如 StepStone、Ardian、CollierCapital、HabourVest 等，在母基金领域内不论是作为投资人还是作为母基金管理机构，均各自发挥着积极作用，同样也可为我国的市场化 VC/PE 母基金发展提供有效借鉴。以下分别以养老基金、大型管理机构为例来介绍国外母基金运营模式。

(一) 安大略省教师退休金计划 (OTPP)

安大略省教师退休金计划 (OTPP) 由安大略省政府和教师联合会于 1990 年 1 月共同发起设立，前身为 1917 年创立的安大略省教师退休基金 (the Ontario Teachers' Superannuation

Fund)，目前 OTPP 已成为全球最大的单一型职业退休基金之一。

经过多年发展探索，OTPP 目前已经建立起比较完善的治理结构。OTPP 的内部治理架构主要包括董事会、高管团队和职能部门。董事会是 OTPP 的最高决策机构，成员由安大略省政府和教师联合会分别提名再共同选出一名主席组成，董事会的主要职责是负责审核和监督基金投资计划，独立于发起人和管理层。董事会下设投资委员会、给付裁定委员会、人力资源和薪酬委员会、审计与精算委员会、治理委员会、运营风险委员会等负责监督审议相关事项，各委员会主席分别由董事会各成员担任。

OTPP 的具体投资运作由专业高级管理团队负责，管理层目前由首席执行官、执行副总裁兼首席投资官、养老基金总监、首席法律和公司事务官、首席运营官、首席财务官、首席风险和战略官等 7 人组成，主要职责包括：

- 1) 制定投资计划；
- 2) 确保投资计划的执行和养老金收益的偿付；
- 3) 报告计划执行情况及合规情况。

高管团队下设各个具体的职能部门，包括战略和风险部门、资产配置部门、技术研发和支持部门等，负责投资运营职能模块的日常管理和运作事项。OTPP 兼有直接投资和委托投资两种方式，目前约有 80% 的资金为直接投资，其余部分委托对冲基金、私募股权基金和公募基金等外部管理人运营。

OTPP 的成功因素包含以下四方面：

- 1) 先进合理的投资理念。OTPP 作为一家退休基金，始终秉承长期、稳健、责任的投资理念，并将这种理念深深地融合于投资策略中，不单强调价值增值，还追求风险的最小化和收益的稳定性，建立了全面完备的风险管理体系，且注重资产在不同类别和不同区域之间的分散化配置。

- 2) 有效分散的资产配置。OTPP 在资产配置方面强调充分的分散化，以此规避市场风险和取得超额收益。OTPP 的投资领域包括股票、债券、自然资源、房地产、绝对收益和货币市场等，其中以股票和债券投资为主；投资地域方面实现全球分散化，目前主要分布在北美、南美、欧洲、亚洲和大洋洲等地，其中北美地区的投资金额占比最高（约为 74%）、欧洲（约 10%）和亚洲（约 5%）次之，地域上的分散化加强了 OTPP 投资组合在面临经济周期波动和突发事件上的风

险应对能力。

3) 全面审慎的风险管理。OTPP 建立了多层次的风险管理体系，在董事会层面，OTPP 将风险分为全球性的外部风险和投资策略自身带来的内部运营风险，规定由董事会成员共同负责监控包括地缘政治、市场与经济发展、环境、社会和技术变更引起的全球性外部风险，运营风险委员会专门负责监督技术、项目管理、运营和安全等内部风险。管理方面，OTPP 成立有专门的战略和风险小组，评估风险并直接向 CEO 报告，同时建立风险预算制度评估不同资产类别的风险。此外 OTPP 还启动了最新的风险管理系统——全面风险管理。

4) 市场导向的薪酬模式。OTPP 采用市场导向的薪酬体系，强调管理人员薪酬与基金收益紧密挂钩。薪酬结构主要由基本工资、年度激励计划和长期激励计划三部分构成，其中基本工资主要由雇员级别决定，标准参照国际市场专业投资机构的薪酬水平；年度激励计划主要根据基金整体、部门和个人业绩的完成状况发放；长期激励计划则是一个基金池，其规模取决于 OTPP 整体净值的增长，员工每年可以在基金池的个人名义账户中提取收益，单次提取的最高额度不超过账户总额的 25%。

(二) 加拿大养老基金计划 (CPP)

加拿大退休金计划 (CPP) 设立于 1966 年，由加拿大养老金计划投资理事会 (CPPIB) 负责管理，是一个全球性的投资管理组织，旨在确保加拿大退休金计划 (CPP) 的强大和可持续发展。根据 CPPIB2018 年财报显示，CPP 基金在 2018 财年末总计 3561 亿美元，相比 2017 年资产增加 394 亿美元，净年收益率为 11.6%。

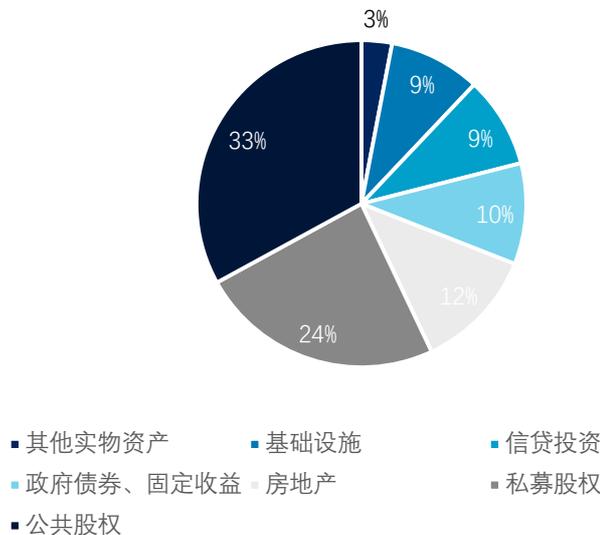
从组织框架上来说，CPPIB 的最高权力机构是理事会，由 12 名理事会组成。理事由财政部长提名，由加拿大总督任命，每届任期不超过 3 年，可以连任。理事会成员在 CPPIB 任职后，不再兼任政府部门其他职务。理事会的主要职责是对加拿大养老保险基金的各项投资业务和事务进行管理和监督，下设 4 个专业职能委员会：投资委员会、审计委员会、人力资源和薪酬委员会以及治理委员会，负责 CPPIB 的日常运作。4 个职能委员会各自履行职责，均对董事会负责。

CPPIB 设有 10 余个职能部门，可根据市场需要进行调整，主要包括：公共市场投资部，私人投资部，房地产投资部，组合管理部，资金、风险、交易和信息技术部，公共事务与联络部，人力资源部，财务部，法律部等。各职能部门负责具体日常管理工作，接受不同委员会的监管。

投资策略方面，CPPIB 的多元化策略通过以下四种方式实现：

- 1) 资产多元化：对不同资产类别进行投资，包括但不限于公共股票、私人股票、债券、私人债务和不动产等；
- 2) 风险分散：在投资与主动管理环节中，权衡各种收益影响因子所带来的风险敞口；
- 3) 地域多元化：通过投资 40 多个国家（包括发达国家和新兴国家），可以避免过于依赖任何单一市场（包括资本市场和经济规模相对较小的加拿大）；
- 4) 项目多样化：项目池是一个相互影响的集合，大约 30 个不同的投资项目构成一个整体，通过广泛的专业知识和观点来做出投资决策，使基金能够从几乎所有可能的投资角度利用机会。另外 CPPIB 还通过严格的纪律和主动管理，在不断变化的资本市场中，获得更高的投资回报。

图 截至 2019 年 3 月 CPPIB 资产组合分布



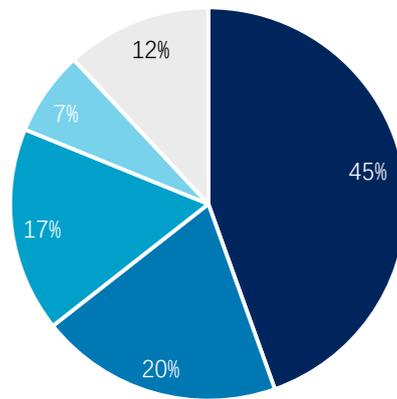
数据来源：CPPIB 2019 annual report

(三) ARDIAN

Ardian 是一家全球领先的私人投资公司，在欧洲、美洲和亚洲拥有 960 亿美元的资产管理或咨询服务，该公司是由员工持有多数股权，专注于为全球投资者提供出色的投资业绩。Ardian 秉承卓越，忠诚和企业家精神的核心价值观，维护着一个真正的全球网络，在欧洲（法兰克福、

泽西岛、伦敦、卢森堡、马德里、米兰、巴黎和苏黎世）、美国（纽约、旧金山、圣地亚哥）和亚洲（中国、新加坡、东京和首尔）等 15 个办事处中拥有 600 多名员工，在母基金、直投资基金、基础设施、房地产和私募债等 5 大领域发挥着自己的投资专长，受托管理 970 多个客户的资金。

图 Ardian 投资者类型分布



■ 公共养老基金 ■ 保险公司 ■ 主权财富基金 ■ 高净值个人 ■ 其他

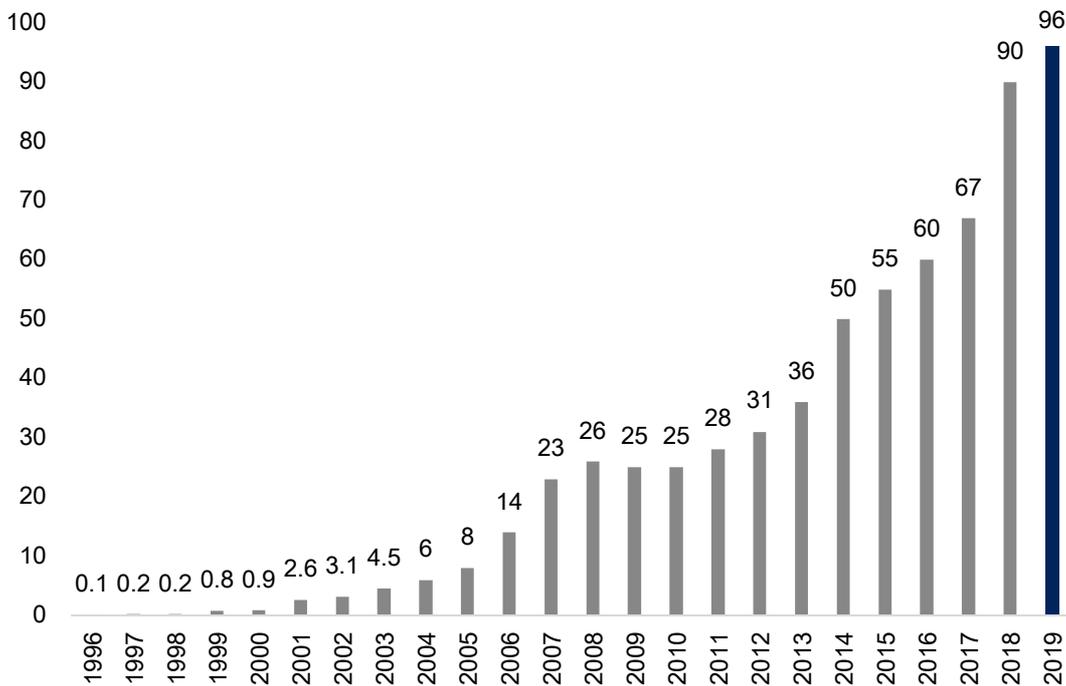
数据来源：Ardian’s activity report 2018

母基金方面，Ardian 拥有全球最大的私募股权二级市场基金平台，并在高端基金市场占据重要地位，其主要与政府和私营机构合作，从事最大和最复杂的交易，经常从机构投资者中购买 10 亿至 20 亿美元的投资组合，包括养老金计划、主权财富基金和保险公司等机构投资者。迄今为止，Ardian 已通过母基金将超过 30 亿美元资金配置到亚洲逾 100 只一级和二级基金中。2018 年，Ardian 的母基金团队创下了历史最高纪录，完成了 90 亿美元的交易，其中包括迄今为止与加拿大一家大型保险公司达成的规模最大的二级基础设施交易。

Ardian 还开发了定制化投资产品，因其具有灵活性和可获得性，增长迅猛。Ardian 根据客户的组织形式、投资需求和首选的合作方式来定制每个产品，整合了跨私人股权市场、细分市场和地区的基金，每年约有 50 亿美元投资于一级和二级市场，为全球顶级基金经理提供了接触渠道。另外还提供自由裁量权和非自由裁量权委托，让投资者自行决定委托金额。

总的来说，Ardian 有一个保守的长期方法来创造价值，强调工业增长、战略或运营上的卓越，而不是杠杆和金融工程。在基金层面，Ardian 避免主要依赖重大杠杆或复杂金融工具的投资策略；在集团层面，Ardian 的投资产品分布在不同地区和产业领域，管理这些相互关联的风险是其核心竞争力，通过在不同类型的基金和其中精选的组合投资，以及在不可预测的经济和金融周期中灵活管理资产的能力，Ardian 给投资者带来了稳定的回报。

图 1996-2019 年 Ardian 资产管理规模（单位：\$bn）



数据来源：Ardian's activity report 2018

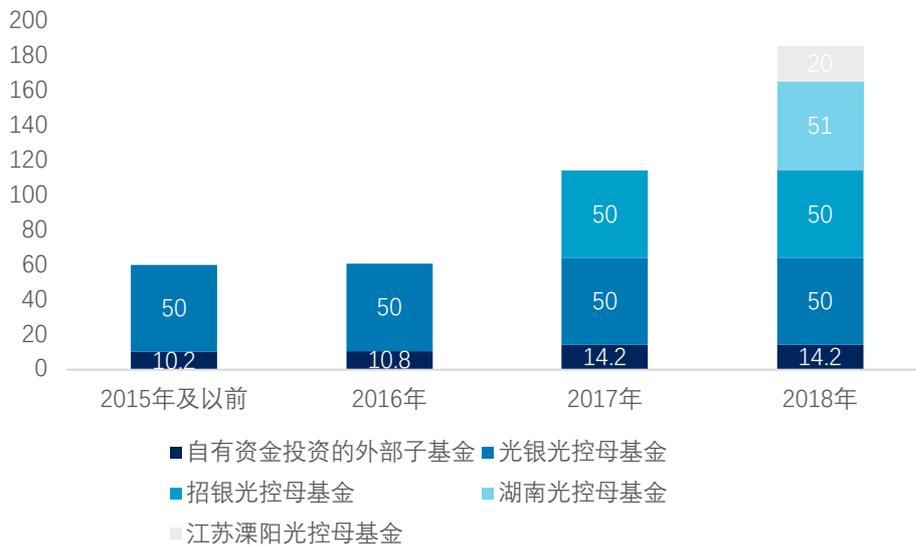
6.2 国内案例分析

（一）光大控股母基金

光大控股母基金是光大控股（香港上市股份代号：165.HK）旗下股权母基金管理机构、政府引导基金市场化运作和创新创业资源聚合平台，专注于与地方政府、金融控股平台、金融机构以及大型国有企业组建产业母基金，通过投资子基金和直投方式带动地方产业发展，放大财政、国企资金规模，促进地方经济发展、招商引资。

截止至 2019 年 8 月末，光大控股母基金管理总规模已超过 185 亿元人民币，投资管理主要分为五部分，分别为自有资金投资、光银光控母基金、招银光控母基金、湖南光控母基金和江苏溧阳光控母基金，除湖南光控母基金在市场化运作前提下需兼顾产业引导功能外，其余 4 只母基金均为市场化运作。光大控股母基金已投资子基金不但包括光控全球并购基金、光控医疗健康基金、夹层人民币基金在内的光大控股内部基金，也包括红杉资本、经纬创投、博裕资本、华登国际等外部基金。

图 光大控股管理母基金规模增长（单位：亿元人民币）



数据来源：光大控股母基金部

光大控股母基金在组织框架方面，设投资决策委员会，主要由光大控股管理决策委员会成员构成；设母基金管理团队，主要由 12 名成员构成；在投资组合配置方面，涵盖天使基金、VC 基金、PE 基金及并购基金，覆盖企业全发展生命周期；在投资行业上主要关注 TMT/大消费、先进制造、医疗或其他综合类子基金或项目；在地域配置上，重点布局北京地区、长三角地区、粤港澳大湾区等地。

光大控股母基金的优势包含以下三方面：1) 深刻理解并满足出资人诉求；2) 具有高效、灵活的投资管理。具体包括灵活配置投资规模、高效率投资决策、掌握较为充分的市场信息，减少信息不对称以及严格的风控和估值体系，多维度评估母基金运营情况；3) 央企背景与市场化管理结合。拥有市场化与国际化投资团队及管治经验、灵活的跨境双平台、产融结合、资源及业务

网络、资金实力及多元化产业投资等一些列优势。

投资案例方面，以光控湖南母基金为例：光控湖南母基金于 2018 年 8 月设立，基金规模 51 亿元人民币，其中光大控股认缴 26 亿元，湖南财信金融控股集团有限公司认缴 25 亿元，并由光大控股母基金管理团队负责该母基金管理工作。基金管理团队致力于围绕湖南先进制造强省发展定位，以促进当地产业集群和经济发展为主要目标。光控湖南母基金主要通过股权投资或准股权投资的方式进行投资，重点投资领域包括先进装备制造领域、生物医药健康产业及高性能医疗器械、信息产业和文化创意领域。母基金管理团队力求发挥光大控股平台优势，积极引入符合湖南省产业发展需求的优质项目落地湖南，努力为湖南当地产业升级创造良好开端，满足产业引导诉求。母基金已投资子基金包括网易文娱基金、经纬成长二期基金、高成人民币基金、嘉信元德基金、红杉五期平行基金等。

（二）星界资本

星界资本成立于 2017 年，是一家新兴的市场化私募股权投资机构，专注新经济产业的直接投资和母基金投资。星界资本由国新、中信银行、红杉资本、福田引导基金和头部互联网公司联合发起，是覆盖全产业链近 300 亿元的市场化投资机构。截止至目前，星界资本投资了经纬中国、高榕资本、源码资本、线性资本、弘晖资本、钟鼎资本、熊猫资本、丹麓资本等一线私募股权投资基金，并参与妙手医生、超级猩猩、途虎养车、叮咚买菜等项目的直接投资。

星界资本以新经济产业为投资主线，通过挖掘并接触大量专注于新兴产业的优质 GP 和各行业龙头企业，发掘私募股权投资全产业链的潜在独角兽和新机遇。公司发展战略包括：1) 扎根中国，建立最机构化的本土投资机构以及最具国际专业水平和视野的资产管理机构；2) 把握混合所有制带来的契机，融合国企资源和市场化机构的专业；3) 通过市场化运营和市场化的激励机制吸引优质投资人才；4) 通过真正的合伙制及专业化运营，全方位布局产业链，寻找新经济的未来独角兽。

在投资策略方面，星界资本遵循“母基金+直投”投资组合构建方式，覆盖新经济全产业链，重点关注技术创新、消费升级和产业变革等带来的新经济投资机会。此外，星界资本通过高度贯彻合伙制精神，建立了兼具母基金和直投复合背景的专业团队，并自主研发智能化投资管理系统——“星界云系统”，通过数据智能（Data Intelligence）和专注的基础研究来驱动投资，以求打造最优的投资组合。

图 星界资本投资策略



资料来源：星界资本

星界资本贯彻“五星生态 (FEEC)”的发展理念，形成围绕核心 GP 和核心创业者，辐射 LP、服务机构、监管机构五位一体的母基金服务生态，为被投子基金与项目进行赋能。同时，以“投资+产品+服务”为行业定位，通过“国资联动+投资管理+产业运用”的方式，实现产融结合的闭环。

星界资本十分注重绿色投资和可持续发展，是中国第一家加入联合国责任投资原则组织的人民币母基金，亦是首家签署支持中国金融学会绿色金融专业委员会（简称绿金委）的“一带一路”绿色投资原则的私募股权投资机构，是中国 ESG 投资先行者。星界资本参考发改委《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，积极在战略新兴产业的股权投资进行布局，对“互联网+”、医疗健康、消费升级、技术创新等领域进行重点的负责任投资。目前星界资本已建立 ESG 内部管理机制，设立星界资本 ESG 委员会、ESG 评估流程，展开 ESG 投资实践，并于 2019 年 9 月获联合国支持的责任投资原则组织（The UN-supported PRI）颁布的“新兴市场年度领袖（Emerging Markets Initiative of the Year）”奖项。星界资本旨在建立具备国际视野的中国私募股权责任投资机构，广泛传播 ESG 投资理念，推动中国股权投资市场的长期可持续发展。

（三）中岩股权母基金

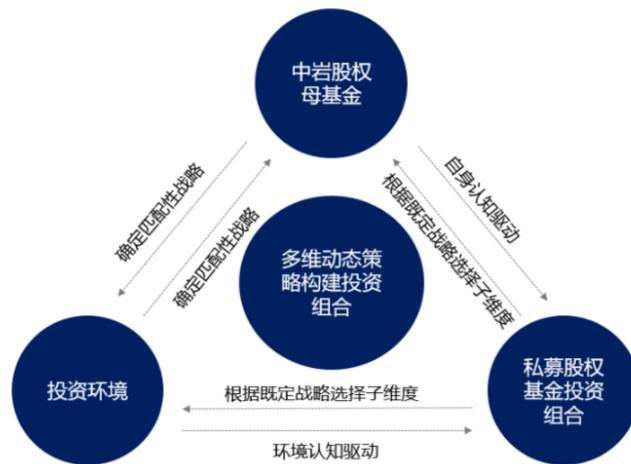
中岩投资成立于 2011 年，是恒天财富的资产管理板块，在中国证券投资基金业协会登记注

册有私募证券投资基金管理人，私募股权、创业投资基金管理人，其他私募投资基金管理人。中岩投资于 2016 年推出母基金系列产品，由恒天融泽私募股权母基金管理公司管理。截止至 2019 年 6 月，中岩投资管理母基金总规模近 41 亿元，旗下母基金包括：琅琊一期母基金、琅琊二期母基金、琅琊三期母基金、琅琊新经济母基金、恒天琅琊母基金精选系列有限合伙、琅琊荟股权私人定制专户基金等。母基金合作方包括启明创投、戈壁创投、华盖资本、达晨创投、元生资本等。

中岩股权母基金确立了“头部机构 + 直投 / 跟投 + 二级份额交易”的投资策略（即 PSD 策略）。聚焦信息技术、先进制造、新材料、节能环保、医疗健康、教育、大消费等战略新兴行业，在不同行业、风格和主题上进行立体化布局。在对此策略的运用中，对头部机构子基金的投资较为稳定、回报较高；穿透基金底层标的发现项目跟投，则追求高收益回报；同时根据价值判断体系，捕捉二手份额交易机会，增强流动性，可实现稳定的现金回流。以 PSD 组合拳策略增强协同效应（Primary 遴选市场头部 GP、Secondary 二手份额、Direct 跟投），以“P”为主、“S”和“D”为辅。此外，中岩投资通过引入合伙人决策制，整合各类型基金的特点，力图为投资者实现最优质的股权投资资产配置。

中岩股权母基金在投资前会就自身情况进行客观分析，了解其自身实际优劣势，之后就经济环境进行熟知，以便于从宏观角度涉及投资组合基本战略，最后再考量不同类型的私募股权子基金，通过每只基金的不同项下维度来搭建投资组合的多维动态策略。

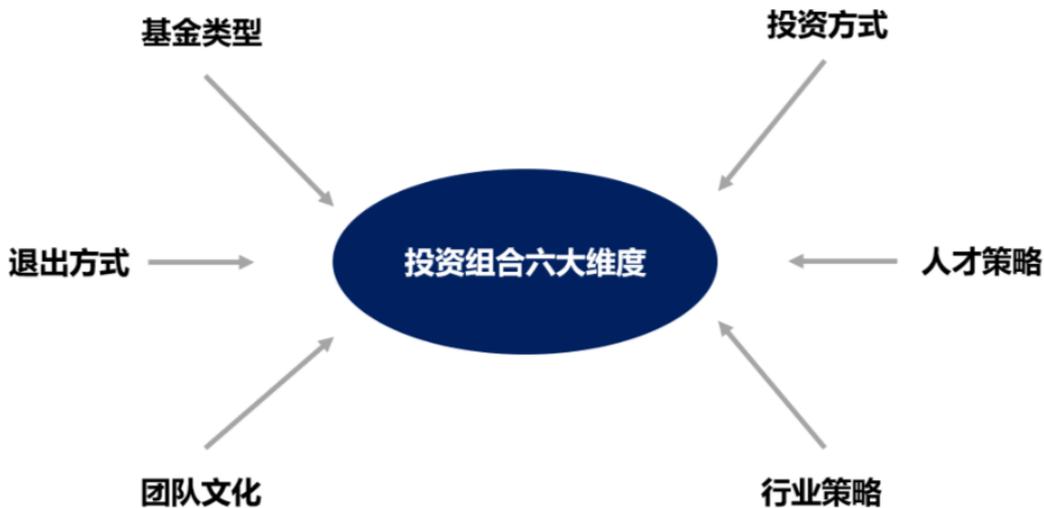
图 中岩股权母基金子基金遴选方式



来源：中岩股权母基金

而根据中岩股权母基金投资子基金的筛选标准，可以发现中岩投资注重投资组合与宏观经济环境以及公开市场均具有关联性，从而直接或间接的影响其投资业绩。尤其对于人民币股权基金，在其宏观层面关联性外，还和国内资本市场方面的相关政策和相关行业政策有很大的联系。在构建投资组合时，会将每只基金的不同向下维度进行结合进行筹划，具体维度包括：基金类型、投资方式及人才策略、行业策略、团队文化、退出方式。对于拟投子基金及子基金管理人的尽职调查都需要结合这六大维度进行评定，中岩股权母基金还将遵循名单准入、择优增补、限额管理、动态监测、适时淘汰这五大原则对投资标的进行遴选。

图 中岩股权母基金投资组合维度



来源：中岩股权母基金

目前中岩股权母基金的投资领域主要聚焦于信息技术、医疗健康、大消费、先进制造、教育。虽然在对于子基金 GP 的遴选上，中岩投资只瞄准头部机构的逻辑相对谨慎，但在投资阶段和行业选择上，中岩投资的靶向更为宽泛，覆盖全投资阶段、全热点行业。与此同时，结合恒天财富投资集团的独特财富管理基因，为被投子基金及子基金管理人提供投后服务，对接大量高净值个人、上市公司，撮合投资及并购端需求，提高交易成功率。

中岩投资通过被投子基金间接投资或直接投资的方式，投资了寒武纪科技、小鹏汽车、澜起

科技、51 信用卡、滴滴出行、妙手医生、车置宝、易久批、高顿教育等明星项目。

（四）紫荆资本

于 2012 年由原清华控股投资部翻牌组建的紫荆资本，不但是以清华控股母基金为主的紫荆系创业投资母基金的投资、管理和运营平台，也是清华金融平台资产管理板块的旗舰。紫荆资本定位为回报至上的市场化母基金管理机构，专注于行业型早中期创业投资基金的投资，是承接国家科技型创新基金入资的母基金，也是清华产业立足清华、服务社会的链接载体，是推动清华大学科技成果产业化的重要平台和支持人才培养与输出的重要基地。

目前，紫荆资本累计管理规模近 80 亿元，带动社会资本量逾 700 亿元，相继投资直投子基金管理团队超过 50 个，投资直投子基金超过 70 支，间接支持创新创业项目超过 3000 个，积累了丰富的母基金投资管理经验、行业资源和服务能力。合作 LP 包括战略型机构投资人（财政部科技部、中关村海淀园、义乌金控、嘉兴嘉实集团、福州金控、南通国投等）、大型国资及民资产业型机构等 30 余家机构 LP。

就资产配置原则方面，紫荆资本重点投资于新设立的专注于特色行业早中期的创投子基金，截止到目前为止所出资的 70 多支子基金中，行业型早中期创投基金的配置在九成以上；重点专注于互联网科技、医疗健康、文化消费、先进制造等战略性新兴产业，投资比例占母基金规模的 80% 以上；部分配置于期限较短现金流回报较好的子基金二手份额、并购基金和直投项目，投资比例占母基金规模的 20% 以下；就投资阶段而言，主要以早中期为主。

图 紫荆资本投资配置

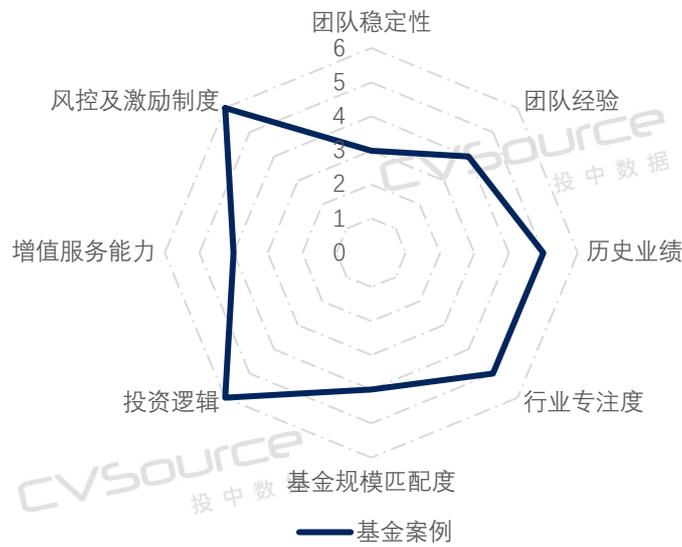


数据来源：紫荆资本

母基金管理团队不断完善基金筛选体系和评价方案，长期跟踪市场上几乎所有的行业优秀基金动态，建立了内部数据库，全面考察基金管理公司情况、相对同类型基金的独特优势和核心

竞争力、团队的经验专长及稳定性、资源获取能力、利益捆绑机制、过往投资业绩、投资和决策流程、增值服务能力等指标，用严谨的投资策略、高效精准的投资方法构建优秀的投资组合、精准指向行业内最有价值的基金，在分散投资风险的同时获得头部机构的平均收益。除此之外，紫荆资本建立了完善的投后管理业务模块，深度挖掘资源价值，搭建资源、信息互动渠道，提升母基金的附加价值。

图 紫荆资本子基金筛选策略



数据来源：紫荆资本

各行业明星投资案例方面，TMT 行业已投子基金 GP 包括阿米巴资本、九合创投、丰厚资本、追远创投、弘道资本、红点资本、熊猫资本等；医疗健康行业已投子基金 GP 包括弘晖资本、济峰资本、元禾原点、千骥创投、博行资本等；文化消费行业已投子基金 GP 包括华映资本、辰海资本、弘章资本、星陀资本、钟鼎创投、南山资本等；先进制造行业已投子基金 GP 包括沃衍资本、青域基金、清研资本、助力资本、合资资本、启赋资本等。



CHINAVENTURE
INSTITUTE
投中研究院

投中研究院隶属于投中信息，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中信息创办于 2005 年，现已成为中国私募股权投资行业领先的金融服务科技企业，致力于解决私募股权投资行业的信息不对称问题。投中信息目前拥有媒体平台、研究咨询、金融数据、会议活动四大主营业务，通过提供全链条的信息资源与专业化整合服务，以期让出资者更加了解股权基金的运作状态，让基金管理者更加洞彻产业发展趋势。目前，投中信息在北京、上海、深圳等地均设有办公室。

法律声明

本报告为上海投中信息咨询股份有限公司（以下简称投中信息）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中信息，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中信息 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中信息同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

媒体支持：投资中国网



数据支持：CVSource 投中数据终端

