

创投行业是连接资本与创新创业企业的纽带，健康的生态不仅有利于行业自身发展，更能有效引导和推动整个社会创新。

美国创投行业已有近70年历史，由创投孵化并支持的独角兽上市公司，在股市市值占比超过50%。

中国创投行业虽然仅有约30年历史，但其培育的独角兽上市公司，市值占比也已达到约35%。

2020年3月，《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》发布，“创新”一词贯穿始终。

2021年3月，国家出台了更详尽的“十四五规划”，并提出一系列具体创新目标：全社会研发经费投入年均增长7%以上、基础研究经费投入占比提高到8%以上、战略性新兴产业增加值占GDP的比重超过17%等。

此外，2021年4月，国家发改委发布《

**创业投资主题划型办法**

（征求意见稿）》，提出“充分发挥创业投资对创业创新创造的支持作用，增加经济内生动力，服务经济高质量发展”。

图1

创投核心生态圈包含五大要素，外延可达与创投业相关性高的其他金融业务



本文聚焦中国创投核心生态圈，重点分析三个关键问题：

- 1) 与发达市场相比，中国创投生态圈有哪些特色？
- 2) 中国创投生态圈的投资机会在哪里？
- 3) 领先资管机构如何抓住这些机会？

## 第一部分 解析中国创投生态

### 一、中国创业投资将迎来黄金十年

上世纪90年代，大量外资创投机构进入中国，掀起了中国创业投资浪潮，它们培育和成就了大量中国互联网巨头，与此同时，也推动了中国创投行业的爆发式增长。

一方面，美元基金在中国市场大举拓荒；另一方面，人民币玩家也纷纷兴起。

三十载耕耘，而今中国创投市场成长为可与美国比肩的繁荣市场。

截至2019年底，中国创投行业总资产管理规模（AUM）达到1.2万亿元人民币，过去5年年均增长率高达50%（见图2）。

在经历了2015-2017年的募资高峰后，创投机构可投资金量迅速攀升，到2019年底达到5,766亿元，过去5年年增速超过45%。

图3

创投基金募资来源以政府和企业为主，金融机构、社保基金等机构投资者出资占比较低

中国创投基金各类LP出资金额占比 %



1. 政府资金包括政府机构/政府出资平台和政府引导基金出资

2. 其他包括社保基金、基金会、境外资金等

为适应中国独特的创投环境，中国创投机构（GP）积极演进，突破传统精品化创投商业模式，正在打造与美国同行较为不同的新模式：

首先，单期超10亿美元的超级创投基金闪现，行业马太效应加剧。

从机构格局来看，创投行业经历了从万马齐喑到大浪淘沙的发展过程。

从最初小体量（1亿-2亿美元）、海外引进的纯美元基金，到中等体量（2亿-3亿美元，10亿-15亿人民币）的双币募集基金，再到目前的超大体量、双币募集（单期美元基金超10亿美元，单期人民币基金超100亿人民币）的本土新生大基金，经历了不同发展阶段。

而今，大量历史业绩斐然的创投机构，在管资产规模都已突破500亿人民币大关。

我们对比中美创投机构的平均基金规模后发现，由于中国存在大量中小规模的基金管理人，中国单只基金平均规模仍低于美国，但中国头部创投机构实际上已经赶超美国头部机构，开始募集超10亿美元规模的基金（见图4）。

中美头部创投机构基金规模对比



资金向头部机构集中的趋势明显。

在2019年新募集的创投基金中，约65%的资金流入规模最大的20支基金，而5年前头部20支基金的募资占比约为40%（见图5）。

创投项目单笔交易规模不断增长，项目投资估值倍数水涨船高

中国创投行业投资总额和单笔交易投资规模



2018-2019年创投基金管理人项目投资市盈率水平  
估测  
项目数量占比, %



其次，中国活跃创投机构的背景更多元，国资背景投资机构和产业背景战略投资机构更活跃，构成独特的行业风景线。

国有资本在中国创投行业持续发挥重要作用，未来重要性会更加突出。

鉴于国资兼具出资人和行业玩家双重身份，国资背景机构以及国有资本支持的市场化民资机构将更加繁荣。与市场化民资机构相比，国资背景机构通常以人民币投资为核心，部分机构拥有一定的永续资本金。

凭借对国家政策的前瞻性解读和与地方政府的深厚联系，国资背景机构可以承担社会效应较强、战略意义重大、但回报可能欠佳的投资，作为长期耐心资本，其投资更具韧性。

此外，国资背景机构风控要求较为严苛，内部管理机制也有较多限制，这曾制约其创投业务的长期发展。

但近年来，随着国有机制体制日益市场化，如市场化薪酬激励体系改革、混合所有制改革等，“国资创投市场化，民资创投国资化”趋势明显，国有创投竞争力显著提升。

比如，某国资创投公司历经20年耕耘，以“发现并成就伟大企业”为愿景，立足本地、放眼全国开展创投业务。

该国资创投多年来坚持重仓硬核科技赛道，广泛进行区域布局，并积极推进市场化激励机制，向国际惯例靠拢，从而取得了骄人的投资成绩。

该机构历史累计投资项目超过1100个，IPO上市数量近190家，在培育大量成功创新创业企业的同时，还实现了国有资本大规模增值。

优异的投资业绩进一步助推其扩大资管规模，该机构在管资产规模已超过3600亿元人民币，并开始向更多元化业务、全球业务拓展，对标世界一流资产管理平台。

产业背景战略投资机构，尤其是科技背景的战略投资人，正逐渐成为中国创投生态的新势力。

在经济总体趋稳的新常态下，新兴企业孵化与成长越来越依赖产业资源导入、哺育和支持。

产业投资机构的优势在于，一方面拥有内部孵化的创新项目源，另一方面能在企业发展关键期导入流量、管理和业务。

产业投资机构百花齐放，存在企业创业投资基金（CVC）、企业直投基金、依附于产业机构的财务投资人等多种形态，是中国创投生态的重要组成部分（见图7）



而投资阶段也涵

盖早期投资项目（天使轮、A轮），中后期投资（C轮后、IPO前），甚至是并购（M&A），几乎无所不包。

拥有强大产业背景的战略投资人在中国创投市场表现活跃，无形中成为中国创投行业的风向标，影响着其它市场化机构的投资决策和创业风向。

最后，中国创投机构投资阶段呈现两极分化，独特的早期案源覆盖、识别能力和平台化业务构建能力成为标配。

面对日益严峻的同业竞争，中国创投机构为保证投资回报，投资阶段正呈现两极分化，或是聚焦更早期（天使轮、A轮前）的投资项目，或是聚焦更成熟（C/D轮后、Pre-IPO）的项目。

头部机构专门成立了早期项目基金，在保证赛道覆盖的同时，锁定超额收益。

同时，随着大量十亿美元、百亿人民币以上的超级创投的成功募集，大量资金将投入回报相对稳定、风险较低的中晚期成熟标的。为顺应这个趋势，各家投资机构正围绕自身行业资源，培养原生能力，努力构建独特的早期案源覆盖和识别能力，以及平台化业务构建能力。

#### 一 早期案源覆盖和识别能力：

头部机构在早期投资的竞争加剧，各家早期投资机构纷纷凭借自身资源网络，构建独特的早期案源覆盖和识别能力。

科技成果商业化转化、科技巨头离职校友圈创业、成功企业家连续创业等项目纷纷成为各家争抢的投资主题。

与此同时，大量创投机构纷纷设置基金内生孵化职能，如驻场创业家（Entrepreneur in Residence），或与优秀成功企业家建立长期关系，端到端支持其多次创业，甚至共同参与其早期创业投资。

#### 一 平台化业务构建能力：

**买方市场向卖方市场转变。**

各类创投机构在拥有充足资金的同时，还要拥有独特的产业资源、业务构建能力，方能博得成熟期优秀创业公司的青睐。

诸多知名创投机构依靠自身LP及被投公司的生态资源，开始或已经建立起独有的投后增值能力，它们专注服务于企业CEO，按职能网罗行业最优秀人才，形成投前投后联动，这成为其赢得被投资公司芳心的重要砝码

三、内外资融合趋势初显，头部内资机构普遍采取双币基金打法，外资机构筹划人民币募资

过去，由于资金来源、退出渠道各异，美元基金和人民币基金在中国的投资方向、投资阶段和套利方式往往不尽相同。

以赛道为例，美元基金依托在美国等发达市场的信息优势，在中国投资具有类似商业模式的初创企业，因此更关注互联网和消费行业，并逐步覆盖生物医药等赛道。而人民币基金与政府引导基金深度绑定，对于高端制造、**新兴材料**和环保节能等赛道覆盖较早。

投资差异也造成了退出的差异，由于不同市场上市规则差异，美元基金主要在美股和港股退出，而人民币基金专注A股上市退出。

然而，这种泾渭分明的格局从2010年前后开始被打破，双币基金不断涌现，两类机构在募投退各个环节开始短兵相接。

在募资端，不同机构正殊途同归。

一方面内资基金管理人已充分拥抱美元募资。

由于人民币募资日益专业化，以及短期募资形势艰难，部分机构更加重视美元基金募资。这一诉求恰好与美元LP持续看好中国市场，希望增加对中国投资的意愿一拍即合。

如某国际养老基金投资公司，计划到2025年将在华投资比例从13%提升至16%。此外来自中东的主权基金也纷纷加码中国市场投资。中国创投机构的美元募资正处在窗口期。

另一方面，传统美元基金管理人 also 看好人民币募资的投资灵活性，虽然这些机构的人民币募资目前仍处在萌芽阶段，但不少外资机构已经在布局筹划。



某高度本土化的头部投资机构一马当先，其人民币基金已募集六期，从2008年第一期的10亿元人民币，一路攀升到2020年第六期的180亿元。

在投资端，中国创投行业一枝独秀，发展迅速。

各大外资投资机构都希望进入中国，而且随着互联网红利的褪去，美元基金也逐步切入高端制造、工业技术等过往忽视的行业赛道，与人民币基金的碰撞与交锋频频出现。

在退出端，中国资本市场逐步开放，与国际接轨日益加深，企业上市退出的选择更多。

如过去优先考虑海外上市的互联网、大消费、生物医药等企业也将可考虑回归港股和A股。同时退出端监管的复杂性倒逼投资机构选择更具灵活性的双币募资路径。

## 第二部分 扫描中国创业投资机会

2020年，在全球宏观经济疲软的情况下，中国GDP仍然实现了2.3%的增长，成为为数不多正增长的经济体之一。

随着内外部环境变迁，中国确定了“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展战略，强调以内需、投资为重要驱动力实现高质量内部发展。

国家更加强调创新在经济发展中的作用，要求发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，这将不断拓宽创新边界，推动新技术加速应用和新商业模式出现，这将为创投行业提供更加广阔的空间。

为了挖掘未来中国经济中的主题式创业投资机会，我们抛砖引玉、总结出以下四大主要趋势。

此外，一二代企业家事业与财富传承、中国成功模式出海、人口结构老龄化、优秀海归人才创业等机会也值得关注。

趋势一、中国消费创新升级，国货和网红经济方兴未艾，创新模式从“复制”演进到“中国原生”

过去十余年，中国经济转向以消费驱动为主，为了满足中国消费者日趋成熟和复杂的需求，消费创新层出不穷，并逐渐从“复制”发展到满足中国消费者独特需求和消费习惯的“中国原生”模式。

国货美妆、网红品牌、复古潮货、创意饮品，乃至连锁咖啡与兰州拉面等主题吸引了大量投资。中国消费者的口味与偏好日新月异，“变”是消费领域“不变”的投资主题。

纵观大消费领域，我们认为以下六大潜在投资主题值得关注：跨国公司分拆在华业务、行业整合、Z世代新消费主张、城市中产消费升级、全渠道零售以及下沉市场的新消费需求（见图8）。

中国医疗健康领域投资机会（非穷尽）

行业趋势	关键观测
 <p>国产替代升级</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国医疗器械加快本土产品的创新，替代国外产品，并在部分领域缩短差距并实现赶超</li> </ul>
 <p>生物制药创新</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国药物审批机构改革成绩卓越，创新药审批全面提速</li> </ul>
 <p>疾病防御加强</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新冠疫情下，中国加强疫苗投入的同时证明了本土企业研发能力，民众对疫苗的意识增强</li> <li>政府制定文件，推进癌症等早筛早检体外检测技术发展</li> </ul>
 <p>数字化医疗</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于病患医疗大数据，进一步提升未来数字医疗可行性</li> <li>鼓励数字化技术改善中国医疗资源分布不均，新冠疫情进一步推动数字化医疗，如互联网医院的医保支付对接</li> </ul>
 <p>产业生态系统</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国逐步建立完善的创新工业体系和生态系统，形成全产业链覆盖的第三方产业服务机构，降低创新成本，加速创新产品上市</li> </ul>

趋势三、风口切换，科技投资热点从互联网商业模式创新到硬核科技突破

在中国互联网发展初期，创业投资往往与面向消费者（2C）领域的创新主题息息相关。投资金额和交易规模巨大，以游戏、内容、社交、电商生态、消费模式为代表的创新涌现，大量独角兽应运而生。

而从2018年起，面向企业用户（2B）和政府用户（2G）的生态创新，催生中国传统行业数字化升级，同时也带动硬核科技投资大幅增加。

就企业服务而言，我们认为存在三大主题式投资机会：中国新一代基础设施布局深化、中国传统行业产能效率升级以及推进高度自主知识产权的科技商业化（见图10）

碳中和领域投资主题(非穷尽)

电力系统 脱碳	低碳 出行	循环产品 和包装	低碳农业 与食品供 应链	高效 建筑	氢能	生物 能源	工业 脱碳	CCUS (碳捕获、 利用与封 存)	碳市场、 碳补偿、 融资
可再生能源发电	汽车动力总成电动化	分选加工技术	低碳蛋白质	能源效率和建筑控制	氢电解槽	生物精炼厂	绿色水泥和负排放集料	碳捕获吸收剂	碳补偿项目设计、开发和供应
微电网和韧性	下一代电池	可持续包装	可持续木材	建筑电气化	氨复合材料	生物燃料创新	高效钢铁生产	二氧化碳变燃料	商城和交易所
灵活性和能量存储	充电基础设施和能源服务	可持续时尚	农作物产量提升技术	绿色建筑	氨能源出行	垃圾能源化(超临界发电)/价值	工业过程热脱碳	直接空气捕获	碳信用评级经纪人和零售商
电网和客户能源分析	车队脱碳	循环产品和升级改造	作物保护/减少浪费	现场清洁能源	项目开发		工业能源效率	新式热源捕获	
先进的太阳能光伏技术	航运和港口脱碳	逆向物流供应链服务	甲烷抑制剂					二氧化碳管道和运输	
								二氧化碳捕获基础设施	

### 第三部分 领先创投机构制胜之道

在中国创业生态大变革时代，各类型投资机构百舸争流。

头部机构中，第一家人民币万亿级的综合性投资机构呼之欲出，但最终花落谁家仍充满想象。腰部机构应该找准定位，实现差异化发展。