



中信证券研究部

核心观点



王博隆  
数据科技分析师  
S1010522050005



汤可欣  
数据科技分析师  
S1010520120002



赵文荣  
量化与配置首席分析师  
S1010512070002



张若海  
数据科技首席分析师  
S1010516090001



刘笑天  
组合配置分析师  
S1010521070002

股权投资市场对于哺育中小企业、强链补链的作用正在逐步显现。现阶段，政策在募投管退的各个环节，均予以正向鼓励和引导，并通过政府引导基金带动CVC基金、明星PE/VC机构等市场基金共同“投早、投小、投创新”。受疫情和国际局势等外因影响，2022年上半年募资金额同比下降10.3%、投资金额同比下降54.9%。展望未来，从中央到地方的长期鼓励政策数量不减，股权市场长期稳步发展的趋势不变，预计下半年投资端活力将进一步回补和释放。

■ **政策解析：募资端和退出端疏导政策发力，地方政策真金白银助力硬科技产业早期中小企业发展。**国家和地方政府的引导、鼓励和支持政策对于私募股权市场的发展具有春风化雨、见微知著的作用。

- **从制度优化层面**，提出了“双Q”试点、鼓励险资入市、发展股权二级市场并鼓励S基金发展等政策，2021年中国私募股权二级市场可获知的累计交易金额达668亿元，同比增长153%，正迈向高速发展阶段。
- **从财政支持层面**，截至2021年年末政府引导基金已设立1437只，当前包括规划建设中的基金小镇等已超80个，积极发挥财政杠杆作用，构建地方产业集群优势。
- **政策的引导作用正逐渐显著。**创投市场的主旋律受政府和市场两个要素驱动，现阶段，由于经济增速放缓，同时政策对股权市场的大力支持，投资方向主要转向由政策引导推动的赛道，如集成电路、新能源汽车等。

■ **股权市场分析：2022年以来，受国际局势不稳定、中概股监管趋严、疫情管控等外因影响，中国股权市场呈现出“募投降温、两极分化”的特征。**

- **从募资端来看**，2022H1人民币基金相对平稳，美元基金募资困难，创投基金受政策引导快速发展，募资金额呈现向两极化发展的趋势。PE/VC市场预估约2701只基金完成新一轮募集，同比下降7.2%；披露的新募基金规模预估约7724亿元人民币，同比下降10.3%。
- **从投资端来看**，2022H1投资节奏显著放缓，投资偏好呈现两极化趋势，加注天使轮及Pre-A的项目和盈利性更优的成熟期公司。PE/VC市场共发生约4167起投资案例，同比下降31.9%，其中披露的投资金额约3149亿人民币，同比下降54.9%。
- **从退出端来看**，PE/VC的IPO退出率达到79.4%；A股退出通畅且回报丰厚；IPO的PE/VC渗透率达69.3%创新高，PE/VC对企业IPO日益重要。PE/VC市场共计发生约1508笔退出案例，同比下降19.8%；中企境内上市账面回报率达5.87，近5年来稳步提升。

■ **股权市场投向趋势：“投早”、“投小”、“投创新”，资金持续流向“硬科技”。**

- **股权市场整体趋势：**1. 投资阶段趋势：早期项目投资占比逐步提升，投资案例数占比从2020H2的约64%提升至2022H1的71%；2. 产业投向趋势：制造产业项目数占比显著提升，从2015H1的6%，稳步提升至2022H1的31%；3. 区域投向趋势：投“硬科技”、投“健康”是各区域投资的共同趋势；华东的医疗器械与硬件、华南的机器人行业、华北的企业安全和企业IT服务是具有区域特色的投向产业。
- **制造产业投资趋势：**受益于国家政策支持 and 稳定的战略投资助力，机构重点关注的先进制造占比稳步提升，2022H1占比约为74%，其中航空航天投资项目数相比2015H1提升近15倍，工业4.0、集成电路提升近7倍。

- **消费产业投资趋势：**消费产业投资近年呈现“量减价升”趋势，受益于餐饮行业出清，餐饮品牌和餐饮供应链投资增加，本地生活投资项目呈连续上升趋势；与消费相关汽车交通（汽车后服务）等行业的投资项目数也同样保持上涨趋势。
- **医疗健康产业趋势：**从2020年医药集采发力以来，医疗健康产业头部项目估值显著下降，投资金额中位数维持稳定。医疗健康产业内投向分化明显，生物技术和制药的投资数占比从2015年的19.2%显著提升至53.3%，主要投向创新药、疫苗等公司；医疗机构、健康保健等行业的投资数占比则持续下跌。
- **机构行为：投向趋同，聚焦先进制造，新兴产业中企业融资环境趋好。**
  - **政府引导基金投资趋势：**聚焦战略新兴产业，重点跟进先进制造和汽车交通；先进制造投资比重从2019H1的24%，提升至2022H1的55%，投资企业主营业务集中在半导体、电池、智能制造、汽车零部件等战略新兴产业。
  - **CVC机构投资趋势：**过去五年，从文娱传媒、企业服务逐步切换到了先进制造和医疗健康，汽车交通和智能硬件行业处于投资上升通道。
  - **明星机构投资趋势：**制造产业项目投资数从2019H1的14.2%提升至2022H1的37.2%，而消费项目的投资数占比已从2019H1的31.8%下降到2022H1的12.4%，医疗健康投资数占比稳定。
- **未来展望：**
  - **趋势 1：**政策持续发力促进股权市场长期向好，助力股权投资基金形成“投资-退出-再投资”的良性生态循环，进而可持续地服务实体企业。
  - **趋势 2：**政策引导作用不断增强，带动市场资金“投早”、“投小”、“投创新”，持续流向“硬科技”。
  - **趋势 3：**2022上半年募投规模差额同比明显扩大，下半年投资力度有望显著回补，投资活力有望加速释放。
- **风险因素：**数据覆盖偏差，数据标签偏差，披露缺失偏差，数据滞后性偏差。

## 目录

<b>政策解析：募资和退出政策发力完善投资基金体系</b> .....	7
全国概览：多政并举因城施策，聚焦募退鼓励发展 .....	7
制度优化：减少募资限制拓宽退出渠道，S基金顺应市场需求蓬勃发展 .....	8
财政杠杆：构建地方产业集群优势，引导市场“投早、投小、投硬科技” .....	10
<b>股权市场分析：募投降温、两极分化，投资活力有待在下半年释放</b> .....	12
募资端：人民币基金募资平稳，美元基金募资困难，国资背景人民币基金渐成主力.....	12
投资端：投资节奏显著放缓，投资偏好呈现两极化趋势 .....	17
退出端：A股渠道退出通畅且回报丰厚，IPO的PE/VC渗透率创新高 .....	20
<b>投向趋势：先进制造成为机构投资增长点</b> .....	22
市场投资趋势：结合区域优势，大力发展新兴科技和先进制造行业 .....	22
制造行业趋势：关注先进制造及工业4.0等细分子行业 .....	26
消费行业趋势：传统消费量减价升，科技类消费更受关注 .....	30
医疗健康行业趋势：头部项目估值下跌，生物技术和制药占比持续提升 .....	31
<b>投资行为偏好洞察：政策引导产业，投资赛道趋同</b> .....	33
政府引导基金：聚焦战略新兴产业，重点跟进先进制造和汽车交通 .....	33
CVC机构：十年投资数量占比已翻倍，持续关注先进制造领域 .....	36
明星机构（TOP100）投资动向：转向硬科技，医疗健康投资数占比稳定 .....	40
<b>未来趋势与机会展望</b> .....	43
<b>风险因素</b> .....	44
<b>附录</b> .....	45

## 插图目录

图 1: 2022 年上半年部分地方对创业投资、股权投资的支持政策版图（详细的政策列表请见附录表 1）	7
图 2: 省市级基金小镇分布情况	10
图 3: 近 10 年中国新经济创投十大产业风口坐标	12
图 4: PE/VC 市场基金募资情况	13
图 5: PE/VC 市场基金募资情况（月度）	13
图 6: PE/VC 市场基金募资金额及其同比变化	13
图 7: PE/VC 市场基金募资数量及其同比变化	13
图 8: 中国股权投资市场基金募资币种分布	14
图 9: 中国早期投资市场募资人民币基金 VS 外币基金	14
图 10: 中国创业投资市场募资人民币基金 VS 外币基金	14
图 11: 中国私募股权投资市场募资人民币基金 VS 外币基金	15
图 12: 中国股权投资市场各规模人民币基金国资背景管理人占比（按募资金额占比）	15
图 13: 新募基金类型分布变化对比（数量占比）	16
图 14: 新募基金类型分布变化对比（金额占比）	16
图 15: 中国股权投资基金募资金额分布变化（数量占比）	16
图 16: 中国股权投资基金募资金额分布变化（金额占比）	16
图 17: 中国股权投资市场的投资情况	17
图 18: 投资金额与案例数月度趋势图	17
图 19: 中国股权投资市场披露的投资金额情况	17
图 20: 中国股权投资市场披露的投资案例数情况	17
图 21: 早期投资市场投资情况	18
图 22: VC 市场投资情况	18
图 23: PE 市场投资情况	18
图 24: 国内各币种私募股权投资事件结构	18
图 25: 中国股权投资市场投资阶段占比分布	19
图 26: 中国股权投资市场投资轮次分布	19
图 27: 2022H1 VS 2021 中国股权投资市场投资行业分布（数量占比）	19
图 28: 2022H1 VS 2021 中国股权投资市场投资行业分布（金额占比）	20
图 29: PE/VC 退出情况（退出案例数）	20
图 30: PE/VC 退出方式占比（退出案例数）	20
图 31: 早期投资退出方式分布（按退出案例）	21
图 32: VC 退出方式分布（按退出案例）	21
图 33: PE 退出方式分布（按退出案例）	21
图 34: PE/VC 支持的 IPO 数量及其渗透率	21
图 35: 支持中企境内外上市账面回报倍数	21
图 36: 产业投资阶段占比趋势（投资案例数）	22
图 37: 早期投资投资金额分位数变动	22
图 38: 中期投资投资金额分位数变动	22
图 39: 中后期投资投资金额分位数变动	22
图 40: 2022H1 各省份投资数量同比变动	23
图 41: 2022H1 投资数量 TOP10 省份占比分布	23
图 42: 7 大产业融资数量占比趋势（投资案例数）	23

图 43: 各产业 2022H1 投资数量与增速对比 .....	24
图 44: 部分产业投资数量增速(同比 2020H1) .....	24
图 45: 部分产业投资数量增速(同比 2021H1) .....	24
图 46: 区域投资数量占比及增速变动(投资案例数) .....	24
图 47: 制造业的进阶历程 .....	27
图 48: 制造产业投资阶段占比(投资案例数) .....	27
图 49: 制造产业单笔投资规模占比(投资案例数) .....	28
图 50: 制造业早期项目投资金额分位趋势 .....	28
图 51: 制造业中期项目投资金额分位趋势 .....	28
图 52: 2022H1 各省份制造产业投资案例数占比 .....	28
图 53: 2022H1 分省份制造产业投资数量同比变动 .....	28
图 54: 制造产业中细分行业投资数量占比 .....	29
图 55: 2020H1、2021H1、2022H1 先进制造子赛道投资数占比 .....	29
图 56: 先进制造产业子行业投资项目趋势图 .....	30
图 57: 消费产业项目投资阶段占比(投资案例数) .....	30
图 58: 消费产业单笔投资规模占比(投资案例数) .....	30
图 59: 消费早期项目融资金额分位趋势对比 .....	31
图 60: 消费中期项目融资金额分位趋势对比 .....	31
图 61: 消费中后期项目融资金额分位趋势对比 .....	31
图 62: 部分消费子赛道投资数量占比 .....	31
图 63: 部分消费子赛道投资数量占比 .....	31
图 64: 医疗健康产业项目投资阶段占比(投资案例数) .....	32
图 65: 医疗健康产业项目投资阶段占比(投资案例数) .....	32
图 66: 医疗健康早期项目融资金额分位趋势对比 .....	32
图 67: 医疗健康中期项目融资金额分位趋势对比 .....	32
图 68: 部分医疗健康子赛道投资数量占比趋势 .....	32
图 69: 部分医疗健康子赛道投资数量占比趋势 .....	32
图 70: 2021 年末中国政府引导基金分布 .....	33
图 71: 各年末累计设立政府引导基金情况(数量及规模) .....	33
图 72: 2021 年新设立政府引导基金对投资阶段的要求(N=120, 多选) .....	34
图 73: 政府引导基金投资阶段分布(投资案例数) .....	34
图 74: 政府引导基金单笔投资规模占比(投资案例数) .....	34
图 75: 90 家政府引导基金主要赛道投资趋势(投资案例数) .....	35
图 76: 2021H1、2022H1 政府引导基金投资项目省份分布 .....	36
图 77: A 股上市公司参与设立股权投资基金数量(单位: 只) .....	36
图 78: 国内 CVC 投资项目数占国内总投资的比重 .....	36
图 79: 截至 2022 年 7 月 22 日, 上市公司累计设立产业基金数量及近五年各行业累计产业基金数量增速 .....	37
图 80: CVC 进入投资项目轮次偏好占比(投资案例数) .....	37
图 81: CVC 进入投资项目资金偏好占比(投资案例数) .....	37
图 82: 明星机构投资项目数占比 .....	41
图 83: 明星机构在制造产业中细分行业的关注度 .....	41
图 84: 2022H1 同比 2020H1 各赛道融资数增速 .....	42
图 85: 2022H1 同比 2021H1 各赛道融资数增速 .....	42
图 86: 明星机构在先进制造各子行业中投资项目数占比 .....	42
图 87: 明星机构在先进制造各子行业中同比 2020 年增速 .....	42

## 表格目录

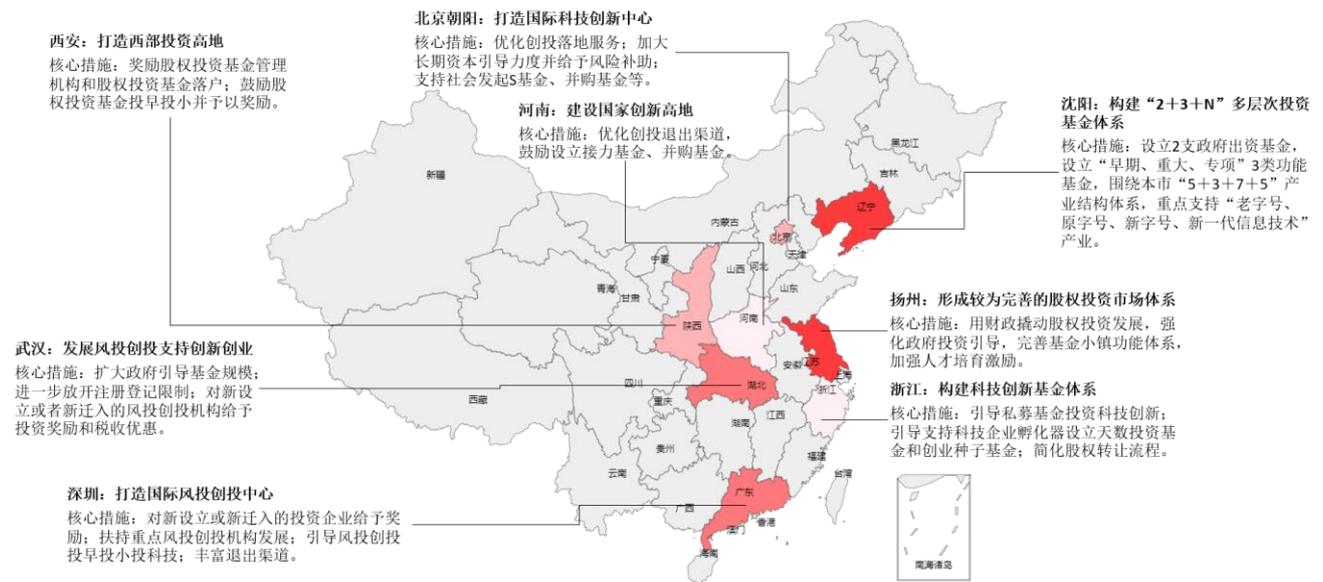
表 1: 募投管退阶段的部分核心私募股权政策（详细的政策列表请见附录表 2 和表 3）	7
表 2: 保险资金投向股权市场的相关政策	8
表 3: 私募股权二级市场相关政策	9
表 4: 2021 年至 2022M7 设立的部分 S 基金（详细的政策列表请见附录表 3）	9
表 5: 地方政府针对“专精特新”类企业的补贴政策	11
表 6: 华东地区投资项目数占比 TOP10 细分行业	24
表 7: 2022H1 华东、华南、华北地区投资占比 TOP 5 行业（投资案例数）	25
表 8: 2021-2022H1 重点省份核心行业投资项目数占全省投资总数比例（重点行业选取省内集中度约为前 50%的行业）	25
表 9: 部分省市设立政府引导基金投资结构图	34
表 10: 中国 CVC 机构投资活跃排名 TOP30	38
表 11: CVC 关注行业排名表	39
表 12: CVC 机构投资 TOP10 细分子行业（投资项目数量超过 10 家）	39
表 13: 2021 年 100 家 PE/VC 投资机构	40

## 政策解析：募资和退出政策发力完善投资基金体系

### 全国概览：多政并举因城施策，聚焦募退鼓励发展

国家和地区政府的引导、支持和鼓励政策对于私募股权市场的发展具有春风化雨、见微知著的作用。现阶段，股权投资对于哺育中小企业、孵化地方产业经济的重要作用已逐步显现，多地政府出台鼓励股权投资、创业投资的政策，积极打造风投创投中心，完善私募股权投资基金体系，引导资金投向本地支持产业。

图 1：2022 年上半年部分地方对创业投资、股权投资的支持政策版图（详细的政策列表请见附录表 1）



资料来源：各地政府官网，清科数据中心，中信证券研究部

随着中国股权市场的不断发展，政策的着力点主要聚焦在两个方面，一是对现有制度的创新、优化，疏通解决募资端、退出端现存的症结和难题；二是通过财政资金撬动私募股权市场发展，在募投管退各个环节加以支持，真金白银的引导市场资金“投早、投小、投创新”，哺育本地产业链茁壮成长。

表 1：募投管退阶段的部分核心私募股权政策（详细的政策列表请见附录表 2 和表 3）

	募	投	管	退
制度创新、优化政策	多地开展 QFLP、QDLP 试点			在北京、上海两地的股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点
	鼓励银行理财资、险资等参与股权投资			上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引
财政撬动市场发展政策	设立国家级政府引导基金			证监会开启私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点
	设立地方级政府引导基金			支持 S 基金落地发展并给予政策资金奖励
	设立基金小镇、创投小镇、金融小镇、财富小镇、基金岛等			鼓励国资背景投资人设立 S 基金

资料来源：各政府官网，中信证券研究部 注：横跨 N 个单元格的政策意味着作用于募投管退的多个领域。

## 制度优化：减少募资限制拓宽退出渠道，S基金顺应市场需求蓬勃发展

制度创新、优化类政策主要是从顶层设计方面，梳理治理私募股权存在的制度性的症结。在募资端，多地逐步落地合格境外有限合伙人制度（QFLP）试点、合格境内有限合伙人制度（QDLP）试点，“双Q”政策的落地推进了我国投资的便利化，尤其是QFLP为境外资本提供了新的投资渠道，为美元基金募资困难的当下点燃了星星之火。

银保监会正不断放开险资股权投资的限制，同时中央也鼓励银行理财子、险资等参与股权投资，为私募股权市场注入长线资金。2021年11月29号，由中国人寿、平安人寿、阳光人寿等15家险资企业在内的18位股东共同成立了中保融信私募基金有限公司，注册资本达148亿元人民币；2021年12月27号，中国人寿与中国中铁在京携手发起设立国寿铁工基础设施专项投资基金，签约总规模300亿元，主要投向中国中铁牵头实施的PPP、BOT等基础设施投融资项目，重点聚焦契合长三角一体化、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等国家区域发展战略的项目，预计全部完成投放后可撬动基础设施投资项目总投资额约3000亿元。

表 2：保险资金投向股权市场的相关政策

时间	部门	政策	主要内容及意义
2010年	中国保监会	《保险资金投资股权暂行办法》	明确保险资金可以投资股权投资基金，但不得投资创业、风险投资基金
2014年	中国保监会	《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	放开险资参投创业投资基金，同时出于审慎性原则，对创业投资基金的管理机构设置更高监管要求
2018年	中国银保监会	《保险资金股权投资管理办法（征求意见稿）》	保险机构作为LP开展股权投资，投资的基金类型包括创业投资基金、股权投资基金（包括并购基金）和以上述基金为投资标的的母基金
2021年1月31号	中共中央办公厅、国务院办公厅	《建设高标准市场体系行动方案》	鼓励银行理财子、险资等参与股权投资，为私募股权市场注入长线资金
2021年12月8号	中国银保监会	《中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》	删去关于“单只基金募集规模不超过5亿元”的规定，开放规模限制，体现出鼓励险资出资股权投资基金
2022年5月6号	中国银保监会	《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》	支持保险资金、符合条件的保险资产管理产品依法依规投资面向科技企业的创业投资基金、股权投资基金，助力先进制造业、战略性新兴产业、地方特色优势产业集群发展

资料来源：各政府官网，清科数据中心，中信证券研究部

从退出端来看，证监会启动了私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作，允许GP将其持有的公司IPO前的股份通过非交易方式过户给LP，这将有助于解决GP和LP之间关于项目上市后卖出股票时间点和价格之间的分歧问题；此次试点旨在进一步完善非现金分配机制，拓宽私募股权创投基金退出渠道，促进投资-退出-再投资的良性循环。

在退出端发展私募股权二级市场已成为市场和政府共同的迫切需求。站在2022年中这个时间窗口，2014、2015年及其之前成立的高龄基金正面临难以清盘的困境，部分主投早期、以股权转让为主要退出方式的政府引导资金也存在难以退出的问题，而现阶段股权投资市场退出路径过度依赖IPO，退出渠道的比例失调致使在投资链条的中间段出现了退出“堰塞湖”现象，因此大力发展S基金有助于私募股权行业的可持续循环发展。

具体来看，证监会分别在2020年12月和2021年11月先后正式批复北京和上海的股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点，随后北京和上海也分别出台了支持

鼓励 S 基金落地和指引国有企业私募股权基金份额估值的政策，帮助股权二级市场逐步形成一套完善的交易机制和成熟的交易服务平台，从基础设施的建设助力 S 基金发展。根据执中《2022 中国私募股权二级市场白皮书》显示，2021 年中国私募股权二级市场累计发生交易 353 起，可获知的累计交易金额达 668.07 亿元，同比增长 153%，近 5 年复合增长率达 47%。中国私募股权二级市场在经历多年的探索期后正迈向高速发展阶段。

表 3：私募股权二级市场相关政策

政策	时间	地域	主要内容
《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	2020 年 12 月 10 日	北京	在北京股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点
《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》	2021 年 6 月 25 日	北京	支持 S 基金落地发展，对符合一定条件的 S 基金给予政策资金奖励。鼓励现有母基金引入 S 策略，鼓励各类金融机构及中介机构参与份额转让试点建设。
《三亚中央商务区关于支持开展私募股权二级市场交易的若干措施》	2021 年 11 月 15 日	三亚	鼓励吸引私募股权二级市场交易集聚，助力海南自贸港财富管理中心建设。
《上海市服务业扩大开放综合试点总体方案》	2021 年 11 月 29 日	上海	在上海区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点
《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引》	2022 年 6 月 28 日	上海	填补基金份额估值的政策空白，对健全上海国资评估管理制度体系具有重大意义，为基金份额的流转交易提供了明确的定价依据，将有力促进国资 S 基金的交易。

资料来源：各政府官网，中信证券研究部

从 2021 年至今，全国各地有多家 S 基金被推出或正处于酝酿过程中，根据执中 ZERONE 及媒体报道的信息明确设立的超 15 只，其中多为政府或国资发起，且 S 基金规模逐步增长。与此同时，部分母基金主动采取“F+S+D”策略（母基金+S 基金+直投）、组建专题型 S 基金也逐步成为未来的趋势。

表 4：2021 年至 2022M7 设立的部分 S 基金（详细的政策列表请见附录表 3）

基金名称	募集时间	地区	基金性质	基金规模
广州新兴成长基金	2021 年 1 月	广东广州	母基金	募资规模 3.96 亿元
科勒基金	2021 年 2 月	北京	S 基金(外资)	
厦门健康红土基金	2021 年 5 月	福建厦门	S 基金	首期规模 8 亿元
齐信产融 S 基金	2021 年 5 月	山东淄博	S 基金	
北京远见接力创业投资基金	2021 年 5 月	北京	S 基金	首期规模 5 亿元
光控领航 S 基金	2021 年 6 月	广东深圳	S 基金	首期规模 4 亿元(目标 10 亿)
苏州纽利新策股权投资 S 基金	2021 年 7 月	江苏苏州	S 基金	首期规模 30 亿元
北京科创接力基金	2021 年 9 月	北京	S 基金	目标规模 200 亿元
北京首发展华夏龙盈接力科技投资基金	2021 年 9 月	北京	S 基金	目标规模 100 亿元
上海科创中心二期	2021 年 11 月	上海	母基金	规模 58 亿元，配置不少于 10 亿元投资 S 份额
IDG 人民币重组基金*	2021 年 12 月	江苏无锡	S 基金	规模 10 亿元
无锡宝亿股权投资基金	2022 年 1 月	江苏无锡	S 基金	实缴 1 亿美元(目标规模 1.3 亿美元)
紫金建邺 S 基金	2022 年 5 月	江苏南京	S 基金	目标规模 10 亿元
太湖爱思创业投资基金	2022 年 6 月	江苏无锡	S 基金	首期规模 5 亿元(目标 20 亿元)
上海引领接力创业投资基金一期	2022 年 7 月	上海	S 基金	首期规模 30 亿元

基金名称	募集时间	地区	基金性质	基金规模 (目标 100 亿)
徐州市 S 基金*	2022 年 7 月	江苏徐州	S 基金	目标规模 100 亿元
上实盛世 S 基金二期	2022 年 7 月	上海	S 基金	规模数亿元

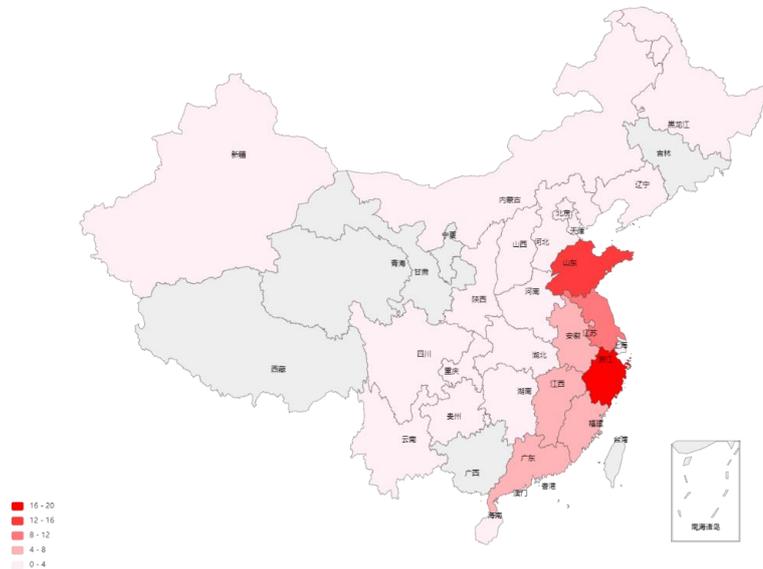
资料来源：执中 ZERONE、甲子光年、证券日报、金融时报、投资界、同花顺财经等，中信证券研究部 标\*的基金名称截止报告外发时未定

## 财政杠杆：构建地方产业集群优势，引导市场“投早、投小、投硬科技”

财政撬动市场发展类政策核心是发挥地方财政杠杆效应，构建地方产业集群优势。政府投资基金分为国家级和地方级，通过整合财政资金发起设立，核心目标是发挥财政资金杠杆放大作用，来进一步助推某些特定领域的产业发展。现阶段，地方政府引导基金呈现出地区下沉化、体量规模化、投向具体化的特征。例如，2022 年 6 月 1 日，天津市政府出台了《天津市天使投资引导基金管理暂行办法》，意在打造一只 100 亿总规模的母基金群，重点聚焦在“投早、投小、投硬科技”，为天津市产业链强链补链提供种子企业。

地方对私募股权的鼓励支持政策的集大成者，是设立基金小镇。在我国基金小镇建设中，政府主导型和政企联合型仍占据绝对主导地位，核心的配套政策一般有落户奖励、租金补贴、经营扶持、投资奖励、人才补贴、税费返还等领域，真金白银的支持基金小镇的生态发展。目前，我国包括规划建设中的基金小镇已经超 80 个，广泛覆盖我国 21 个省级行政区。值得注意的是，资本正在从市场相对饱和的一线沿海城市，转移到其他发展潜力较大的杭州、南京、武汉、长沙、青岛、苏州等城市。

图 2：省市级基金小镇分布情况



资料来源：金融小镇网，中信证券研究部 注：数据统计口径包括基金小镇、金融小镇、创投小镇等

**私募股权市场和经济市场密切相关，因此存在不直接和股权私募市场相关其对其发展有直接或间接的重大影响的政策。**有正面积积极影响的政策例如科创板、北交所的设立和上市注册制的全面推行等，客观降低了中小企业上市的难度，为投资人的退出渠道清扫障碍；或具有负面影响的政策有《反垄断法修正草案》、《数据安全法》、《网络安全审查办法》、“双减”等政策，旨在促进行业健康发展，但一定程度上影响到相关企业，降低了投资热情、提升了项目退出难度。其中，“专精特新”相关政策的出台，极大的促进了中小企业的发展，为私募股权市场孕育了大量的价值可投资标的，与此同时也降低了投资信息差，帮助投资人更快更清晰的定位目标企业。现阶段已有至少 15 个省出台对“专精特新”企业的补贴政策，金额从 5 万到 1000 万元不等。

表 5：地方政府针对“专精特新”类企业的补贴政策

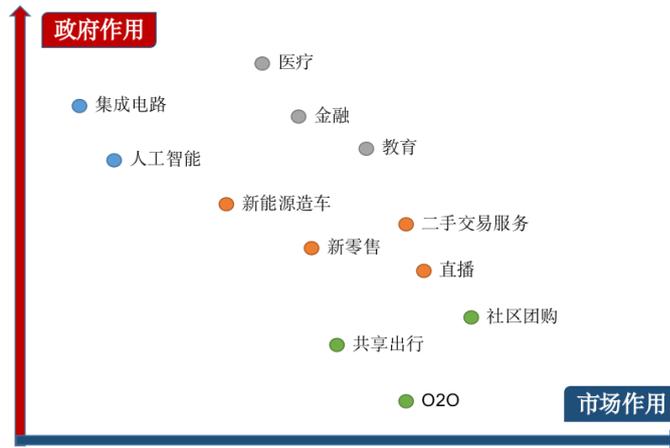
省份	企业要求	奖励金额（万元）
北京	专精特新中小企业	300-1000
山东	国家级/省级专精特新“小巨人”	5-200
浙江	国家级“小巨人”	50-100
安徽	国家级“小巨人”	80
广东	省级专精特新中小企业	50
湖北	国家级“小巨人”	50
河南	省级专精特新中小企业	5-50
天津	市级“专精特新”中小企业培育名单	最高 50
福建	专精特新小微企业	最高 50
重庆	首次获得专精特新	最高 30
山西	省级专精特新企业	最高 30
四川	国家级“小巨人”	20
上海	市级专精特新企业	5-20
深圳	省级专精特新企业	最高 20
江苏	对省级专精特新小巨人企业	指定方向予以重点支持

资料来源：各政府官网，灼鼎咨询，中信证券研究部

综上所述，股权投资市场作为多层次资本市场非常重要的组成部分，其对于哺育中小企业、强链补链的作用已逐步显现。政策从中央到地方，从募投管退的各个环节，予以正向鼓励的作用，引导长线资金入市、疏通企业退出渠道，直接或间接撬动市场资金投早投小，带动股权投资市场良性发展。

**政策正在成为股权市场未来发展的主要动因。**创投市场的风口主要受政府和市场共同驱动，根据过去的 10 年的风口投向来看，由于经济增速放缓，主要由市场需求、资本推动的行业，如 O2O、电商零售等，热度正逐步下行；由政策引导的赛道，如集成电路、新能源汽车等，正随着政府政策的大力扶持而欣欣向荣。因此，政策的投向指引，对于私募股权市场未来的发展有着举足轻重的作用。

图 3：近 10 年中国新经济创投十大产业风口坐标



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

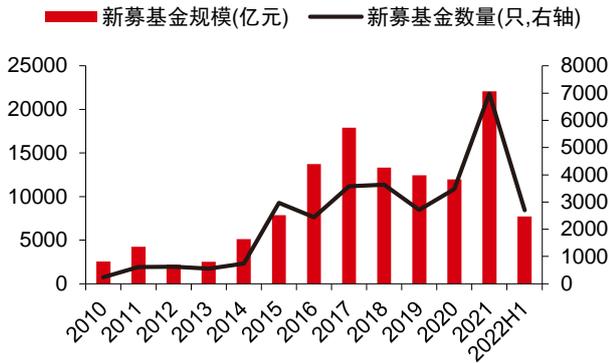
## ■ 股权市场分析：募投降温、两极分化，投资活力有待在下半年释放

2022 年以来，受国际关系的不稳定、中概股监管趋严、国内局部疫情严重程度超预期等多重外因叠加的影响，中国一级股权投资市场面临挑战；随着环境的变化和政策的引导，2022 年上半年募投管退也随之变化，整体呈现出“募投降温、两极分化”的特征，但不断出台的制度创新优化类政策和财政带动市场发展类政策也为 2022 年的股权投资市场注入活力。

### 募资端：人民币基金募资平稳，美元基金募资困难，国资背景人民币基金渐成主力

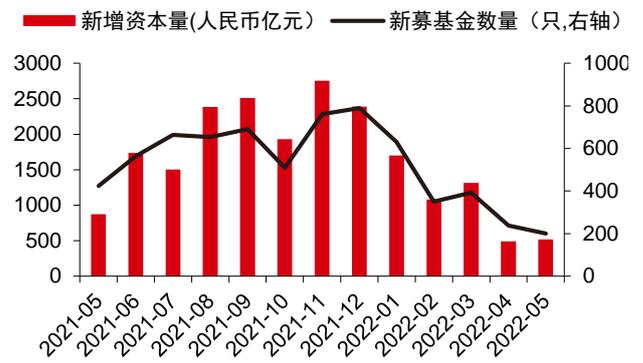
从募资端来看，受局部地区疫情影响，2022 上半年募资基金数量和金额均出现紧缩。2022H1，VC/PE 市场约 2701 只基金完成新一轮募集，同比下降 7.2%；披露的新募基金规模约 7724 亿元人民币，同比下降 10.3%。受上海等局部地区的疫情影响，2022 年 4 月和 5 月的募资基金数量和金额出现较大幅度的下滑。

图 4: PE/VC 市场基金募资情况



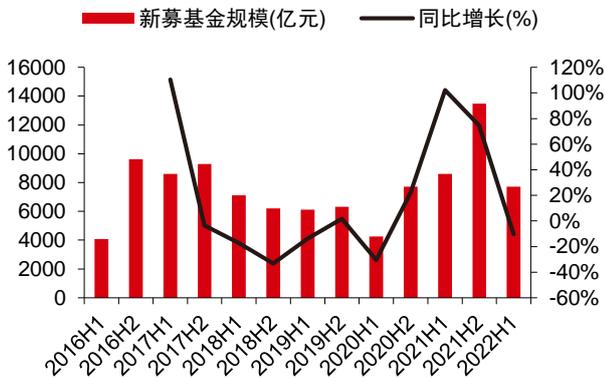
资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

图 5: PE/VC 市场基金募资情况 (月度)



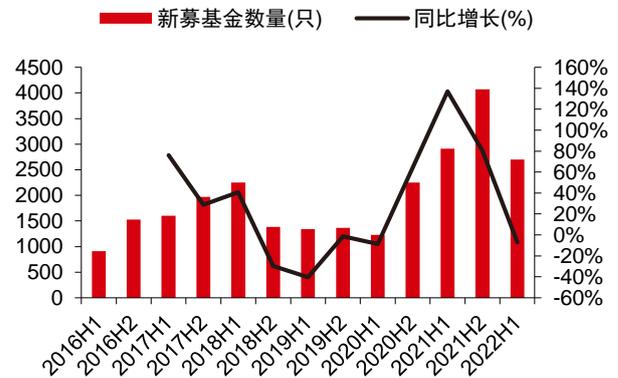
资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

图 6: PE/VC 市场基金募资金额及其同比变化



资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

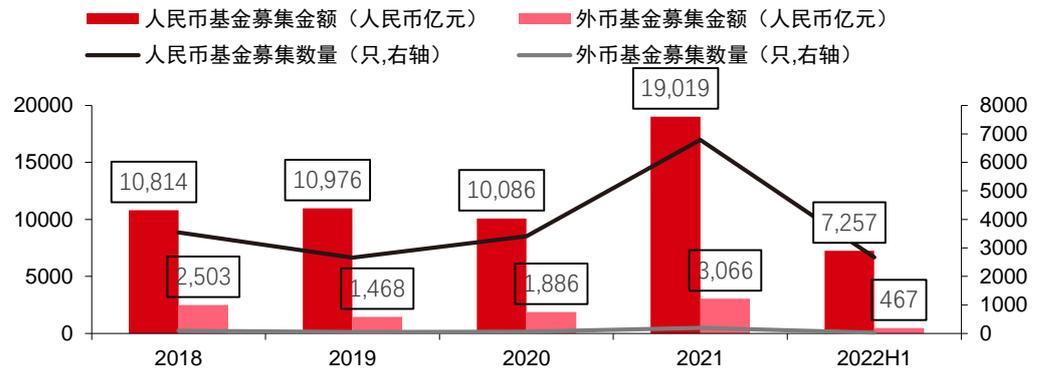
图 7: PE/VC 市场基金募资数量及其同比变化



资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

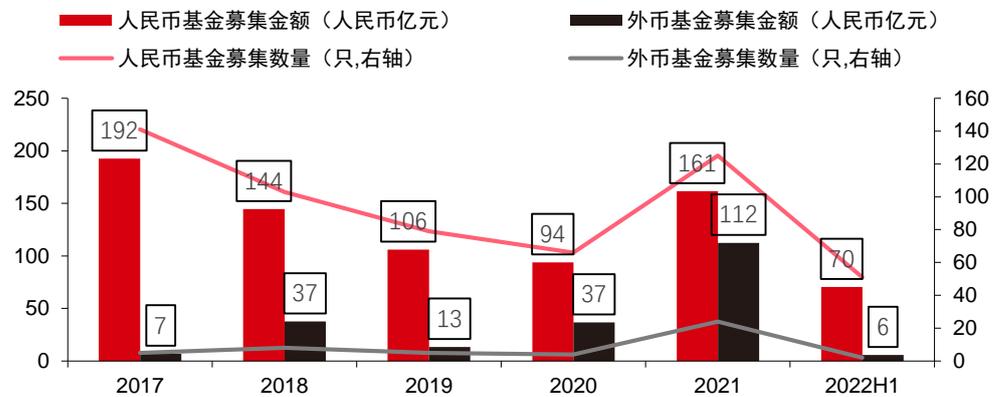
**外币基金出现募资困难，主因是退出受阻和国际形势的不确定性增加。**现阶段，受制于紧张的国际形势和美国对中概股上市的严厉监管，中国公司赴美上市受阻，外币基金常用的退出方式不再通畅，外币基金投资中国募资热情大幅降低。2022H1，人民币新募基金数量和规模分别同比下降 5.5%和 0.3%，其中一季度稳中有升，二季度回落明显；外币新募基金数量和规模分别同比大幅下降 64.3%和 65.0%，且新成立的大额外币基金数量很少；值得注意的是，随着 QFLP 在越来越多城市试点推行，在一定程度上有助于舒缓外币基金募资困局。

图 8：中国股权投资市场基金募资币种分布



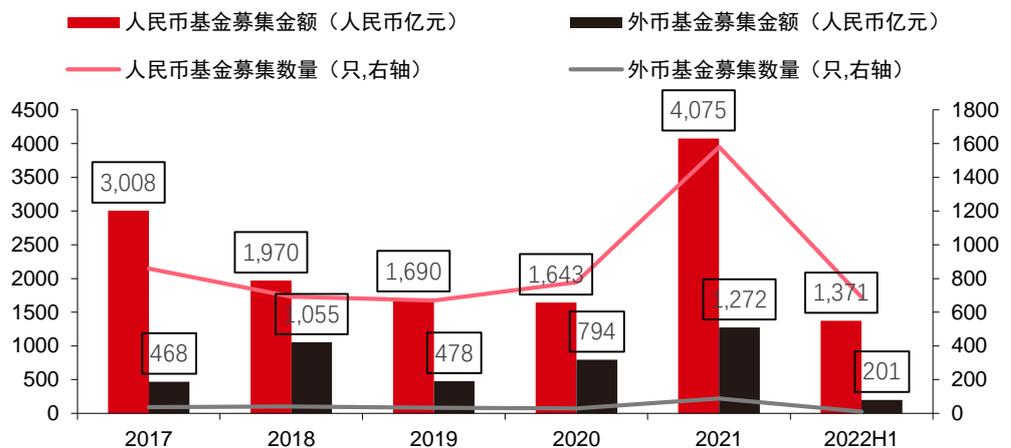
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 9：中国早期投资市场募资人民币基金 VS 外币基金



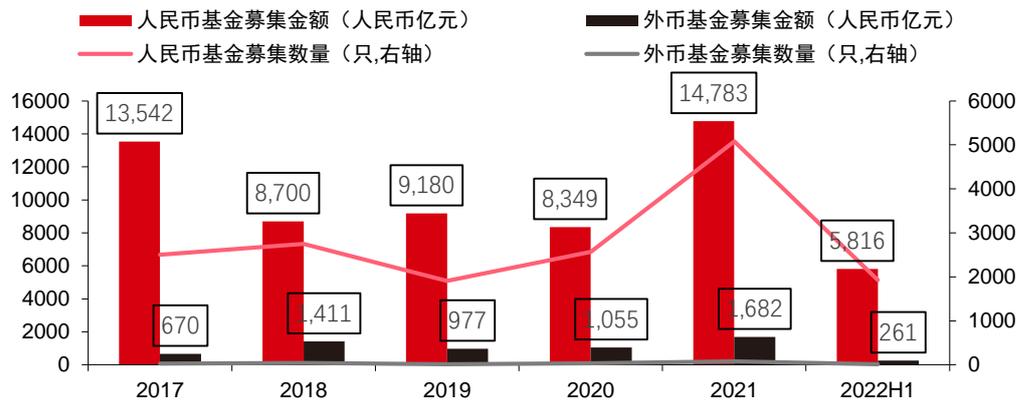
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 10：中国创业投资市场募资人民币基金 VS 外币基金



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

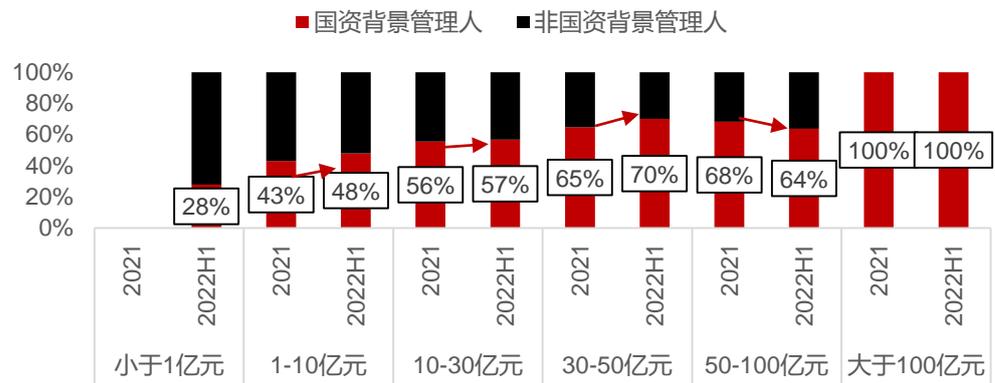
图 11：中国私募股权投资市场募资人民币基金 VS 外币基金



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

**受政策引导，募集的大额人民币基金管理人主要为国资背景。**新募集人民币基金规模大小与其管理人国资属性背景呈现明显的正相关关系，且 2022H1 新募规模在 1-50 亿元区间范围内的人民币基金中国资背景管理人占比相较于 2021 年进一步提高，百亿人民币基金则仍全部为国资背景。

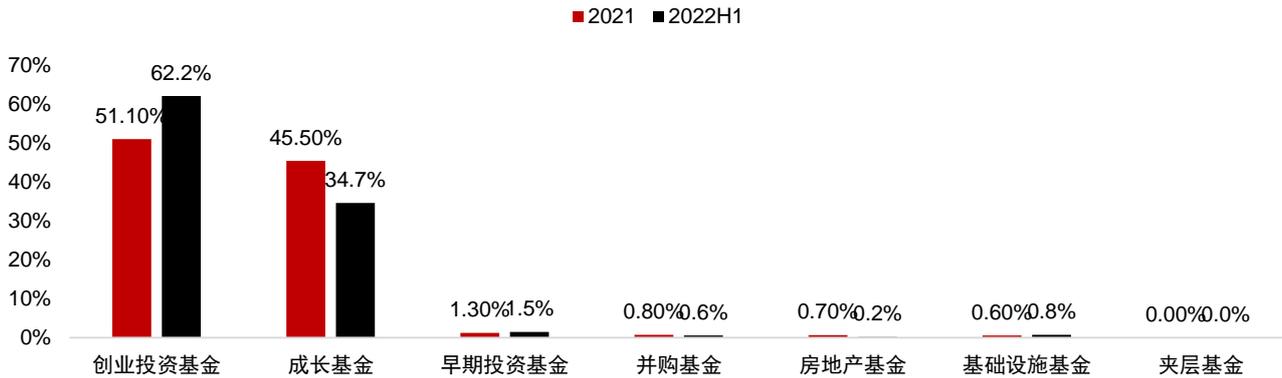
图 12：中国股权投资市场各规模人民币基金国资背景管理人占比（按募集金额占比）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

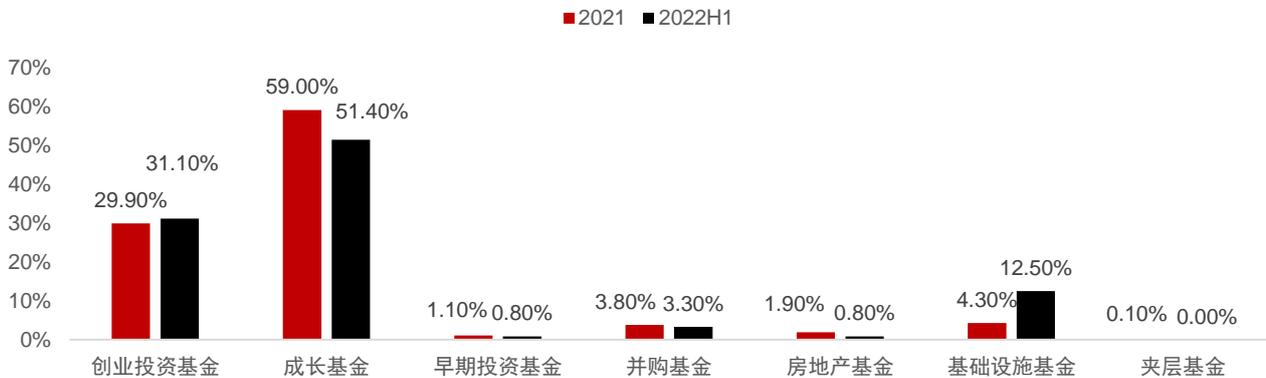
**创投基金占比快速扩张，政策引导促进创投快速发展。**募资基金类型仍然是以成长基金和创业投资基金为主，但从 2021 年到 2022H1 的结构变化来看，创业投资基金的数量占比提升了 11.1pcts、金额占比提升了 1.2pcts，成长基金的数量占比下降了 10.8pcts、金额占比下降了 7.6pcts；值得注意的是，基础设施基金的金額占比提升了 8.2pcts，规模大幅提升主要是由于上半年国寿铁工基金、广州城投城市更新股权投资基金、北京百路投资基金分别募资了 300.1 亿元、200 亿元、90.51 亿元人民币。

图 13: 新募基金类型分布变化对比 (数量占比)



资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

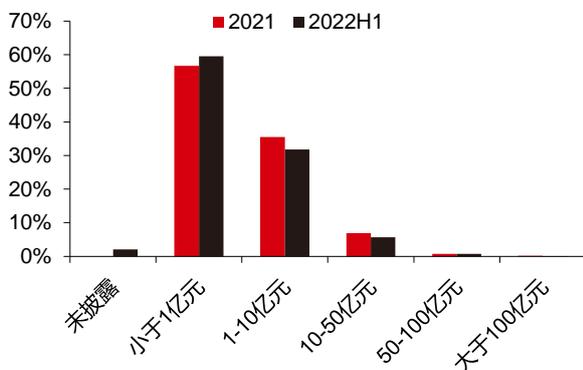
图 14: 新募基金类型分布变化对比 (金额占比)



资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

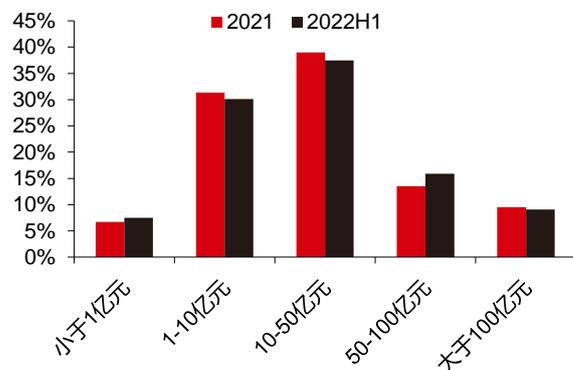
**募资金额向两极化发展, 1 亿元以下小规模和 50 亿元以上大规模的募资事件占比增加。**对比 2021 年和 2022H1 的募资金额的结构来看, 小于 1 亿元的基金数量占比提升了 2.8pcts 达到 59.5%, 50-100 亿元的基金金额占比提升了 2.4pcts 至 15.9%。

图 15: 中国股权投资基金募集金额分布变化 (数量占比)



资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

图 16: 中国股权投资基金募集金额分布变化 (金额占比)

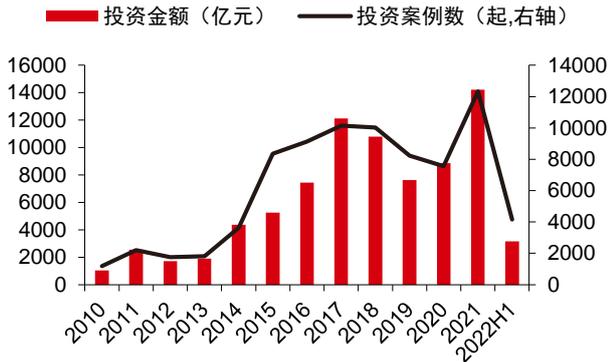


资料来源: 清科研究中心, 中信证券研究部

## 投资端：投资节奏显著放缓，投资偏好呈现两极化趋势

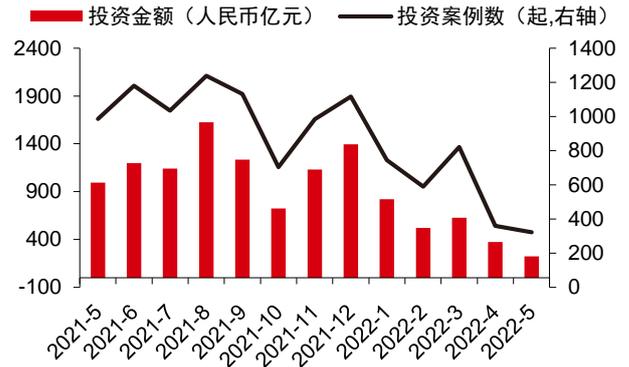
从投资端来看，2022 年上半年的投资次数和金额均锐减，投资活力有待在下半年进一步释放。2022H1，VC/PE 市场共发生约 4167 起投资案例，同比下降 31.9%，其中披露的投资金额约 3149.29 亿元人民币，同比下降 54.9%。投资金额与募资金额的差额同比显著扩大，未投资金有望为下半年股权市场注入更多活力。

图 17：中国股权投资市场的投资情况



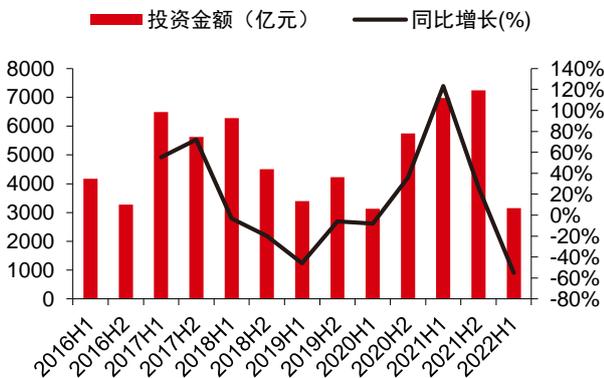
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 18：投资金额与案例数月度趋势图



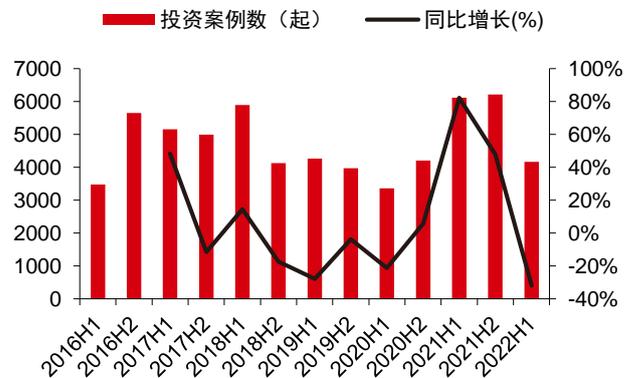
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 19：中国股权投资市场披露的投资金额情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 20：中国股权投资市场披露的投资案例数情况



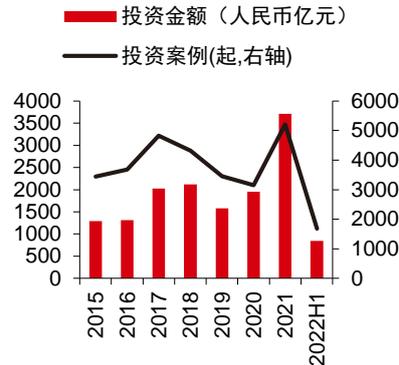
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 21：早期投资市场投资情况



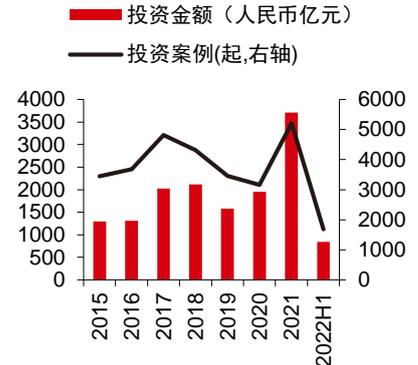
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 22：VC 市场投资情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

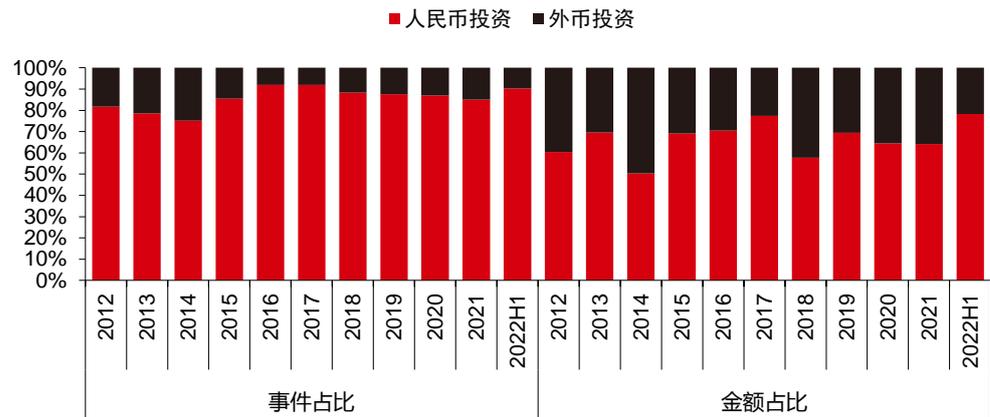
图 23：PE 市场投资情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

**美元基金投资积极性显著降低，人民币基金成投资主力。**从投资事件的币种结构来看，美元基金的投资数量占比从 2021 的 14.9% 下降到 2022H1 的 9.7%，金额占比从 2021 的 35.9% 下降到 2022H1 的 21.6%。

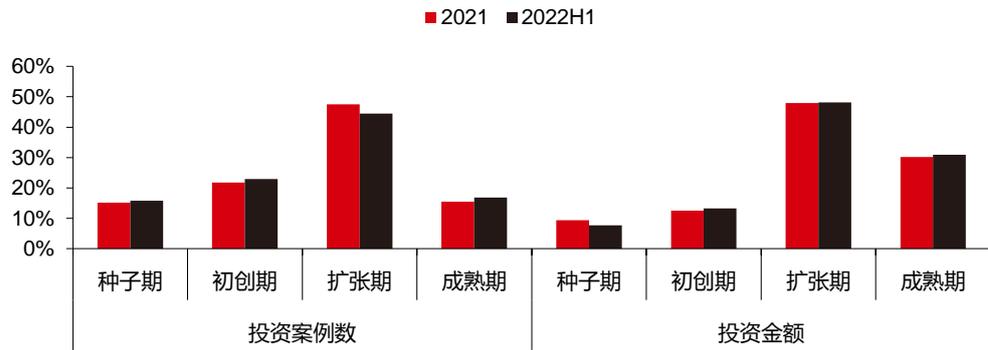
图 24：国内各币种私募股权投资事件结构



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

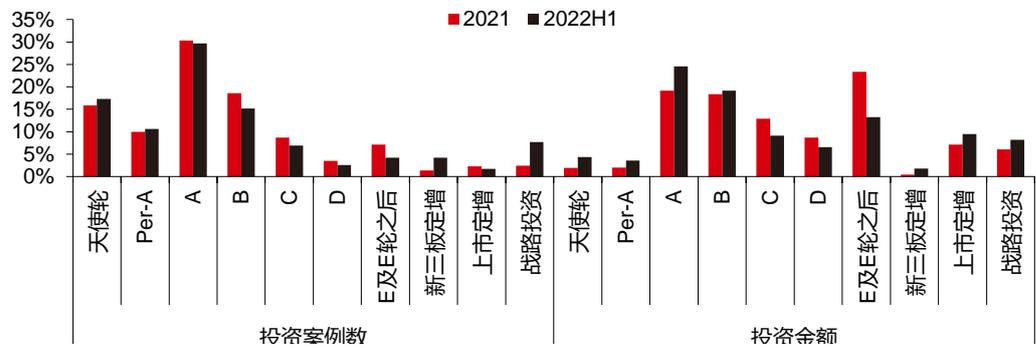
**从投资阶段来看，机构的投资偏好呈现两极化状态，**一方面积极寻找种子项目，在资金端明显加注天使轮及 Pre-A 的项目，其占比 2022H1 较 2021 年分别提升 1.44pcts、0.68pct；另一方面偏好盈利性更优的成熟期公司，偏爱上市定增，把握确定性。

图 25：中国股权投资市场投资阶段占比分布



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

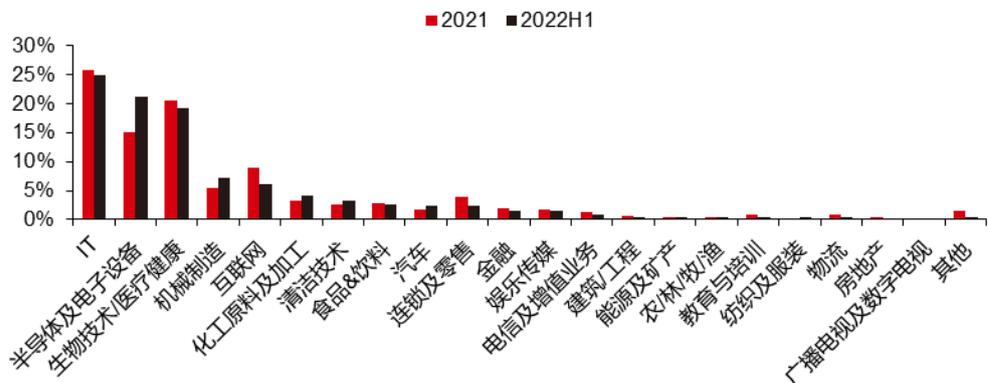
图 26：中国股权投资市场投资轮次分布



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

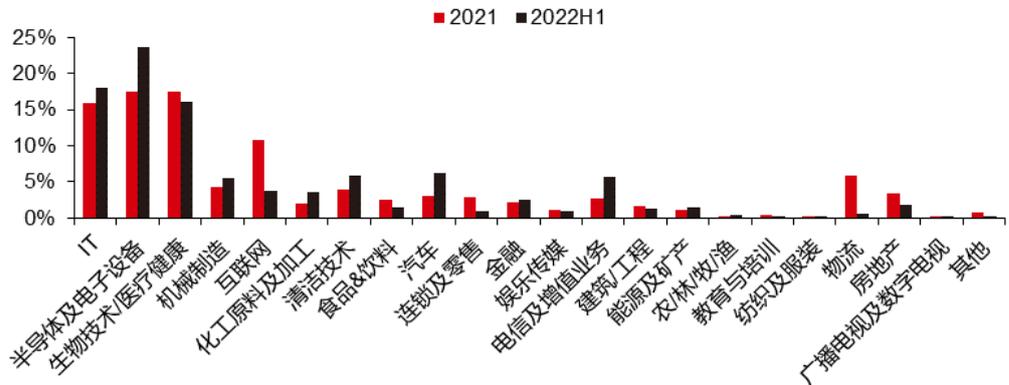
**科技制造类的创新企业广受资本青睐。**2022H1，65.1%的投资事件和 57.8%的投资资金集中在 TOP3 行业（IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康），半导体、机械制造、汽车、纺织及服装等行业投资事件同比增速较快，投资的聚焦点已从商业模式创新转向科技制造的创新。

图 27：2022H1 VS 2021 中国股权投资市场投资行业分布（数量占比）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 28：2022H1 VS 2021 中国股权投资市场投资行业分布（金额占比）

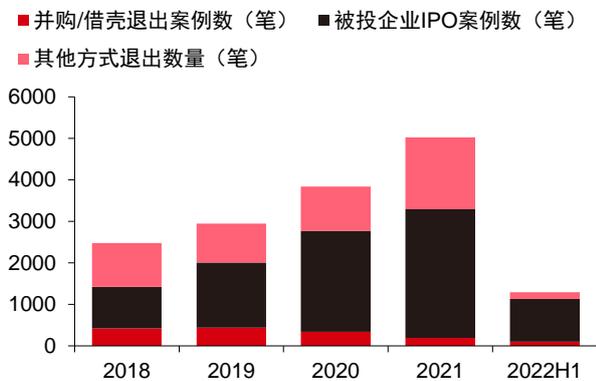


资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

### 退出端：A 股渠道退出通畅且回报丰厚，IPO 的 PE/VC 渗透率创新高

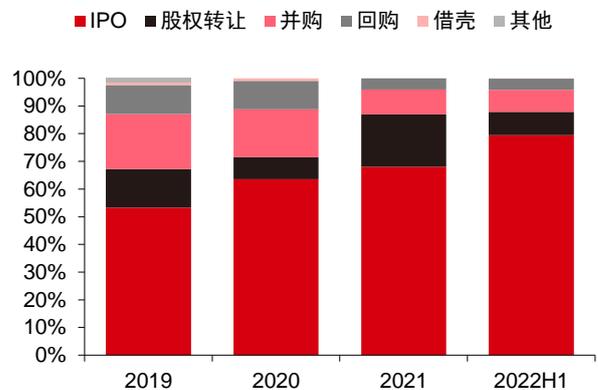
从退出端来看，受外部环境压力，退出事件同比大幅减少，但科创板、北交所的作用正逐步凸显，A 股已成为核心退出渠道。2022H1，中国股权投资市场共计发生约 1295 笔退出案例<sup>1</sup>，同比下降 50%，其中，除并购退出外，其余方式的退出交易均有不同程度下降。IPO 仍是主流的退出方式，2022H1 IPO 退出占退出总数的比例为 79.4%，其中 A 股退出占比达到 88.1%。

图 29：PE/VC 退出情况（退出案例数）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

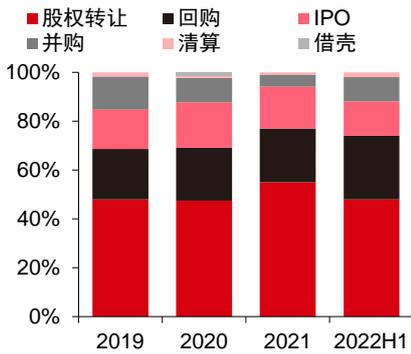
图 30：PE/VC 退出方式占比（退出案例数）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

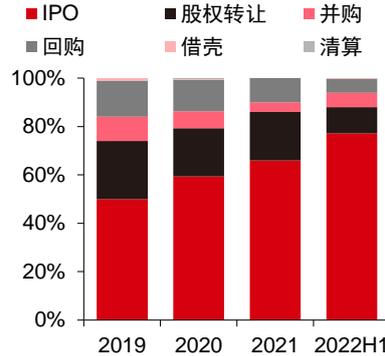
<sup>1</sup> 如 N 只股权基金从 1 家企业退出，则记为 N 笔

图 31：早期投资退出方式分布（按退出案例）



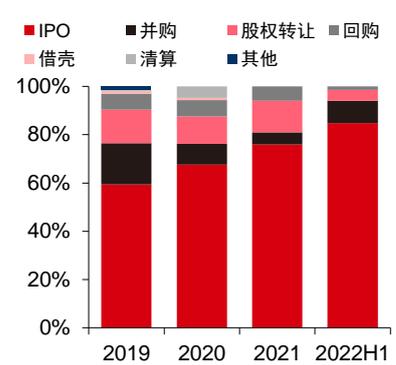
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 32：VC 退出方式分布（按退出案例）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

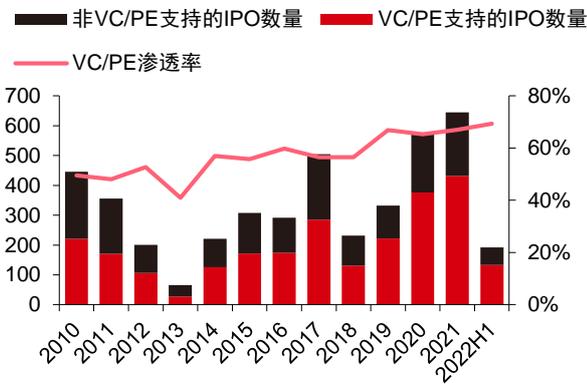
图 33：PE 退出方式分布（按退出案例）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

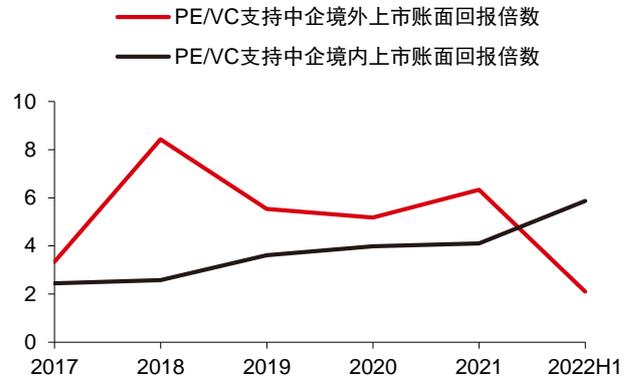
**2022 上半年，IPO 的 PE/VC 渗透率和中企境内上市账面回报率均创近 5 年新高。**我们以 PE/VC 参与的 IPO 数量占全部 IPO 数量的比例作为渗透率，2022H1，IPO 的 VC/PE 渗透率达 69.3%，创下新高；其中，科创板的 VC/PE 渗透率攀升至 90.6%、北交所和上交所主板的 VC/PE 渗透率也超过 68%，高于其他板块。2017 年以来境内上市账面回报倍数稳定提升，但受国际形势和政策影响，赴美 IPO 数量大幅减少，2022H1 境外上市账面回报倍数显著下降。

图 34：PE/VC 支持的 IPO 数量及其渗透率



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

图 35：支持中企境内外上市账面回报倍数



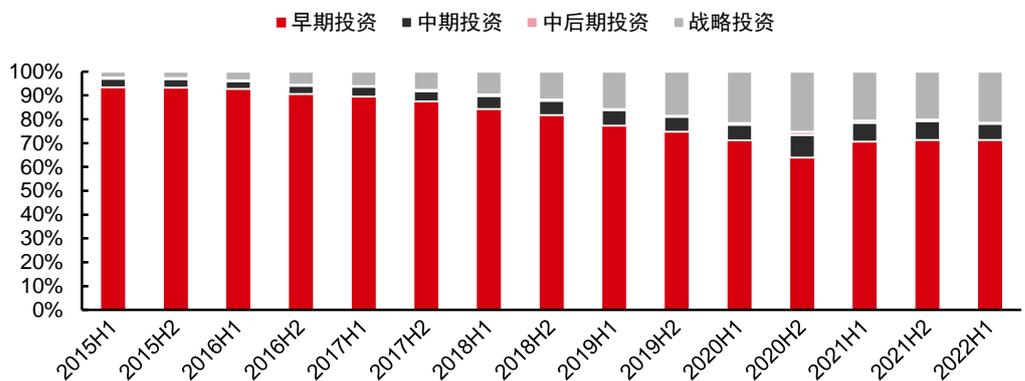
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

## ■ 投向趋势：先进制造成为机构投资增长点

### 市场投资趋势：结合区域优势，大力发展新兴科技和先进制造行业

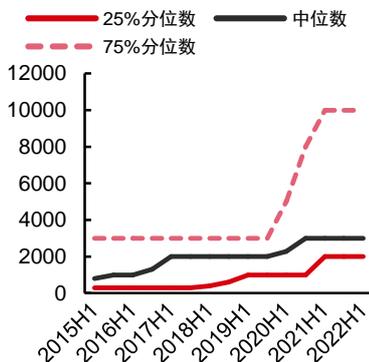
中小企业股权融资占比逐步提升，项目估值逐步提高，资本市场助力区域产业链培育。股权投资市场的早期项目投资占比在 2015 年超过了 90%，达到顶峰，随着公司逐步成熟、部分投资逐步偏好确定性、大量 CVC 机构进入市场，早期投资项目占比下降，战略投资不断增加；早期项目占比在 2020H2 达到阶段性低谷，约占整体项目数的 64%，此后逐步提升；各个阶段项目的投资金额中位数均呈现波动上升的趋势，项目估值逐步提高，资本市场正助力新兴产业公司的培育。从地域来看，北京，上海，广东，浙江，江苏投资项目数仍占比超过 80%，但是在 2022H1，辽宁，河北，贵州，安徽，山东的投资项目数同比为正，成为股权投资市场中表现亮眼，且值得关注的地区。

图 36：产业投资阶段占比趋势（投资案例数）



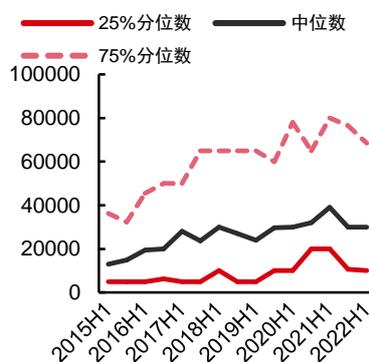
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 37：早期投资投资金额分位数变动



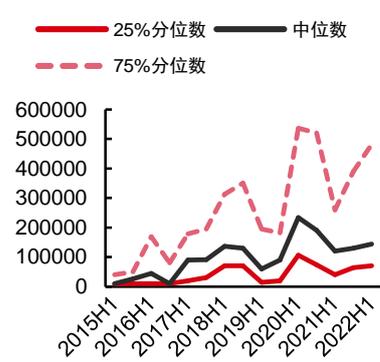
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 38：中期投资投资金额分位数变动



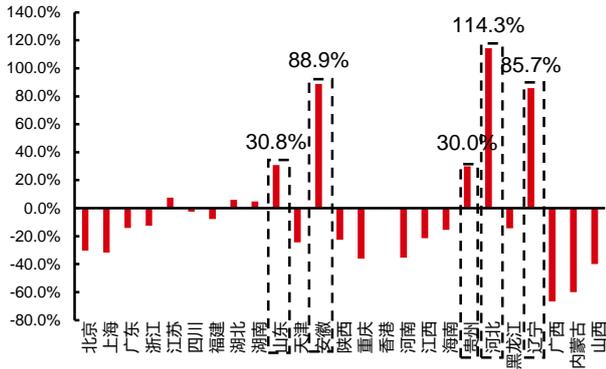
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 39：中后期投资投资金额分位数变动



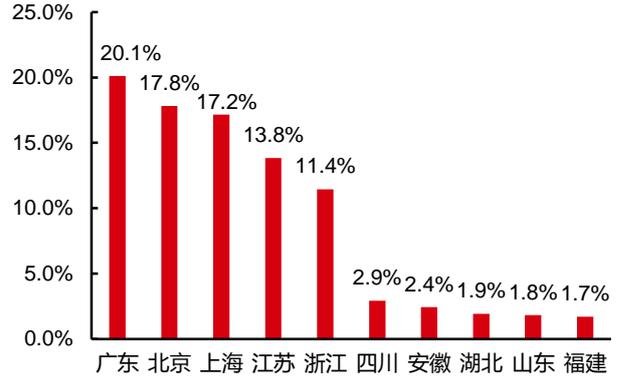
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 40: 2022H1 各省份投资数量同比变动



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

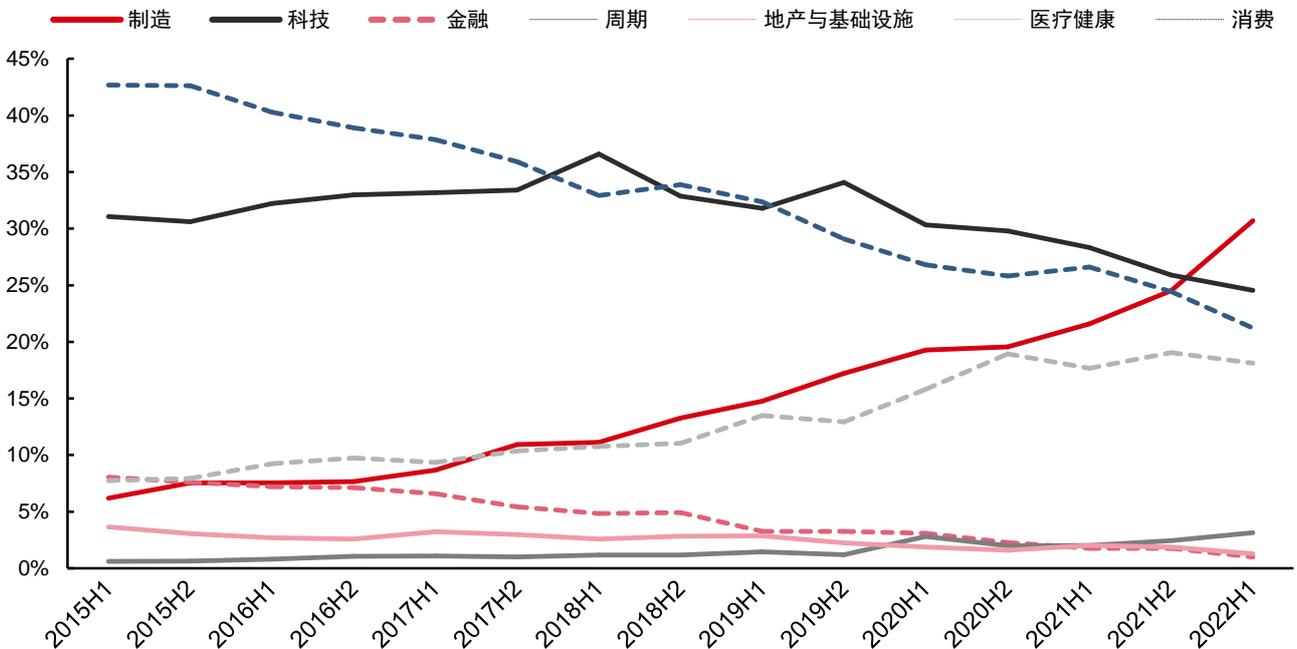
图 41: 2022H1 投资数量 TOP10 省份占比分布



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

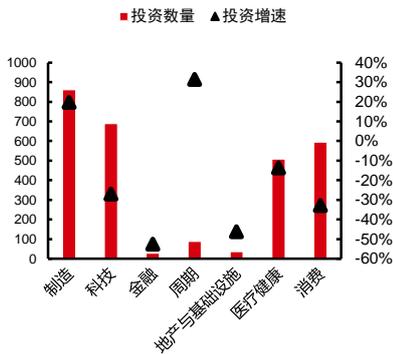
**制造产业项目投资趋势显著,上游周期品疫情后引得资本关注。**我们将所有项目对应到 7 大产业分类,即消费,医疗健康,地产与基础设施,金融,周期,科技,制造。从产业趋势来看,消费产业的投资项目在 2015 年后就一直处于下降通道中,而制造产业投资数量占比从 2015H1 的 6%稳步提升至 2022H1 的 31%。投资新技术和新趋势、助力“补链强链”高科技企业、进军全球供应链核心环节成为股权市场的共识。从细分赛道来看,元宇宙赛道投资数量同比超过 13 倍,与此同时,先进制造、传统制造、汽车交通、智能硬件成为机构关注的重点行业。

图 42: 7 大产业融资数量占比趋势 (投资案例数)



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

图 43: 各产业 2022H1 投资数量与增速对比



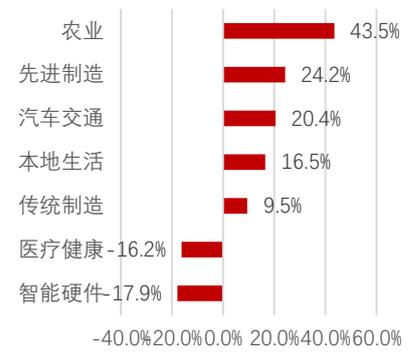
资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

图 44: 部分产业投资数量增速(同比 2020H1)



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

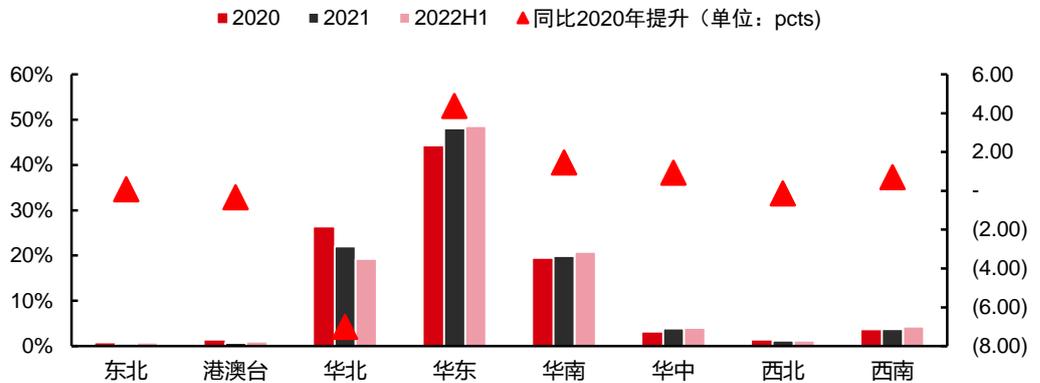
图 45: 部分产业投资数量增速(同比 2021H1)



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

**投资项目多省并举，华东华南增速领先。**从历史趋势上看，华东地区股权投资案例数占总投资数接近 50%，2022H1 投资案例数占比同比 2020 年提升 4.36pcts，以广东为核心的华南地区近年投资数目占比提升较多，同比 2020 年提升 1.45pcts，华中地区、东北地区、西南地区投资数目占比小幅提升；以北京为核心的华北地区投资数目占比有所下降。总体呈现多省并举的趋势，其中华东地区投资项目主要集中在集成电路、生物技术和制药、医疗器械及硬件等领域，近年来新能源、新材料、智能装备、汽车零部件也成为华东地区关注的投资方向。

图 46: 区域投资数量占比及增速变动 (投资案例数)



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

表 6: 华东地区投资项目数占比 TOP10 细分行业

	2018	2019	2020	2021	2022H1
1	生物技术和制药	生物技术和制药	生物技术和制药	生物技术和制药	集成电路
2	集成电路	集成电路	集成电路	集成电路	生物技术和制药
3	医疗器械及硬件	医疗器械及硬件	医疗器械及硬件	医疗器械及硬件	医疗器械及硬件
4	行业信息化及解决方案	行业信息化及解决方案	食品饮料	食品饮料	新能源
5	数据服务	前沿技术	新材料	新材料	新材料
6	机器人	数据服务	企业 IT 服务	新能源	食品饮料

	2018	2019	2020	2021	2022H1
7	前沿技术	机器人	前沿技术	前沿技术	行业信息化及解决方案
8	企业 IT 服务	企业 IT 服务	医疗信息化	工业 4.0	智能装备
9	区块链行业应用	医疗信息化	数据服务	企业 IT 服务	工业 4.0
10	儿童早教	新能源	行业信息化及解决方案	美容护理	汽车零部件

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

**聚焦产业优势，发挥区域禀赋。**投“硬科技”、投“健康”成为区域投资的共同趋势，但不同地区仍可发挥区域产业优势，细化发展区域特色产业。2022H1，除集成电路、生物技术和制药领域外，华东地区侧重医疗器械及硬件领域，华南地区侧重机器人领域，华北侧重企业安全领域。不同省份重点投资行业也有不同，在 2021-2022H1 中，山东的轻工制造、宠物服务、航空航天、工业 4.0，福建的装修装潢、消费电子，浙江的电商解决方案、智能家居，广东的消费电子、智能家居，都是具有地区优势和特色的投向产业。

表 7：2022H1 华东、华南、华北地区投资占比 TOP 5 行业（投资案例数）

华东	华南	华北
集成电路	集成电路	生物技术和制药
生物技术和制药	生物技术和制药	集成电路
医疗器械及硬件	机器人	企业安全
新能源	医疗器械及硬件	企业 IT 服务
新材料	新能源	机器人

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

表 8：2021-2022H1 重点省份核心行业投资项目数占全省投资总数比例（重点行业选取省内集中度约为前 50% 的行业）

	安徽	北京	福建	广东	湖北	江苏	山东	上海	浙江
餐饮业		1.88%	3.01%	1.69%	2.02%		2.63%	2.26%	
车联网					2.02%				
宠物服务							2.63%		
传感设备	3.41%		2.41%	2.05%	2.02%				
电商解决方案									2.90%
电子设备			2.41%						
服装服饰									2.28%
工业 4.0	3.41%		2.41%				3.95%		
航空航天							2.63%		
化工产业	2.84%								
机器人		2.55%		3.99%				2.00%	1.58%
集成电路	17.61%	5.65%	7.83%	10.29%	11.11%	18.35%	7.89%	8.20%	7.21%
美容护理				2.56%	2.53%			2.61%	
企业 IT 服务		3.82%	2.41%	1.84%	2.53%			2.00%	2.55%
企业安全		3.92%							
汽车后服务							3.95%		
汽车零部件					2.02%				
前沿技术	3.41%	4.02%	2.41%	2.36%				2.36%	1.93%
轻工制造							4.61%		
生物技术和制药	5.11%	6.72%		7.83%	13.13%	15.76%	9.87%	11.38%	9.49%

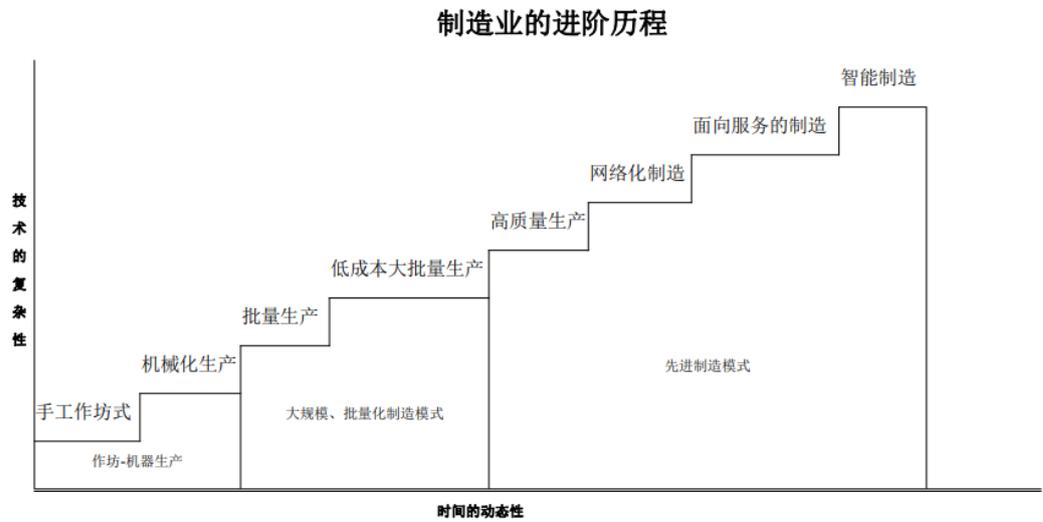
	安徽	北京	福建	广东	湖北	江苏	山东	上海	浙江
生鲜			3.61%						
食品饮料	3.41%	3.67%		2.36%	2.53%		3.95%	4.82%	3.87%
数据服务		3.62%							2.55%
通信制造					3.54%				
消费电子			2.41%	2.41%					
销售营销		1.93%							2.20%
新材料	5.11%		6.02%	2.10%	4.55%	3.25%			3.08%
新能源	4.55%		3.01%	2.05%		3.59%	4.61%		2.20%
行业信息化及解决方案		2.60%	2.41%					2.15%	2.46%
寻医诊疗					2.53%				
医疗器械及硬件		3.41%	3.01%	3.84%	2.02%	9.42%	3.95%	4.46%	6.24%
医疗信息化		2.09%						2.51%	
游戏开发商			3.61%					2.46%	
云服务		1.78%							
智能家居				2.56%					1.67%
智能装备	2.84%			2.10%					
装修装潢			2.41%						
自动/无人驾驶		2.65%			2.02%			2.26%	

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

## 制造行业趋势：关注先进制造及工业 4.0 等细分子行业

政策逻辑在于推动产业升级，中国制造业正向技术驱动型发展。在全要素生产率出现下滑、人口结构老龄化加速的背景下，国务院于 2015 年 5 月颁发《中国制造 2025》，制定实现制造业强国的战略目标；2021 年 3 月，国务院颁发《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，再次明确制造强国战略，并于 2021 年 9 月设立北京证券交易所，支持中小企业融资发展。在政策逻辑的推动下，中国制造业正从劳动密集型向资源密集型到技术密集型发展。

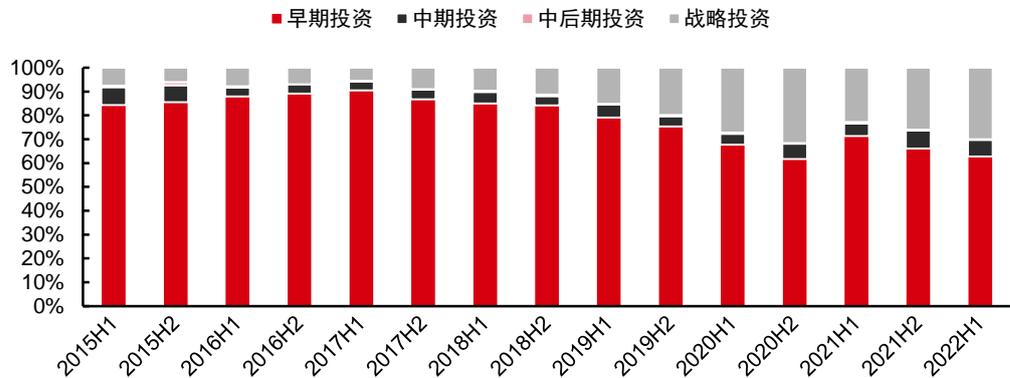
图 47：制造业的进阶历程



资料来源：《2020 中国先进制造产业发展与投融资报告》（投中研究院、领中资本）

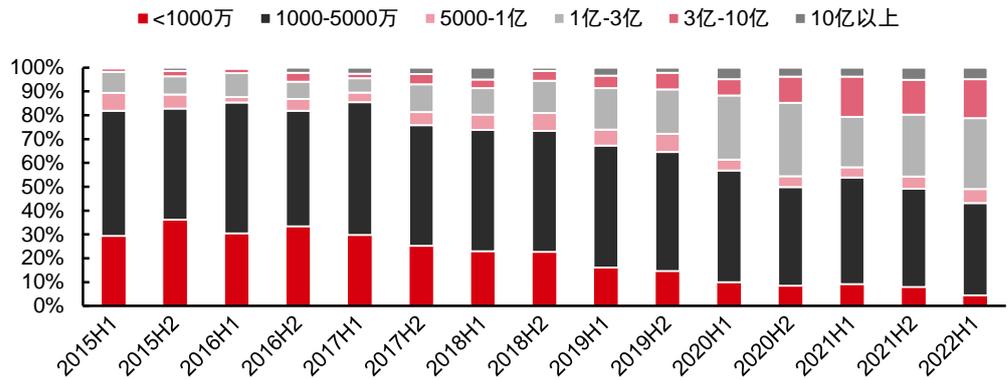
**理性发展，良性循环。** 受益于国家政策支持，产业资本逐步扩张，中期项目投资金额中位数稳步提升。从制造产业投资阶段占比来看，战略投资占比维持在 23%-30% 的水平，战略投资的加入为行业带来稳定且充足的资金，助力行业良性发展，推动制造产业升级。

图 48：制造产业投资阶段占比（投资案例数）



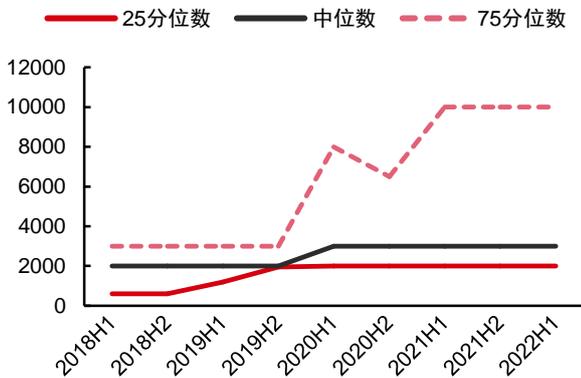
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 49：制造产业单笔投资规模占比（投资案例数）



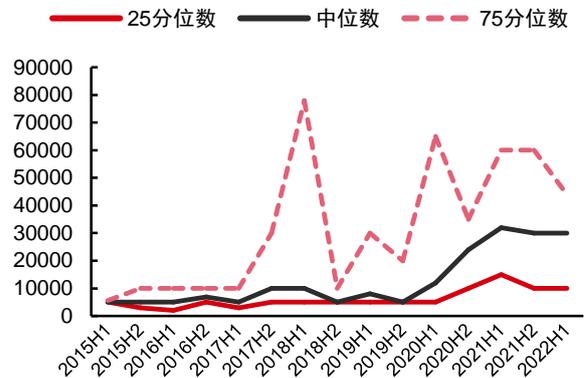
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 50：制造业早期项目投资金额分位趋势



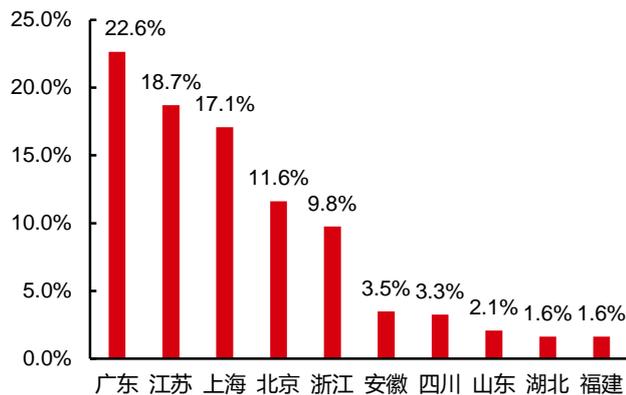
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 51：制造业中期项目投资金额分位趋势



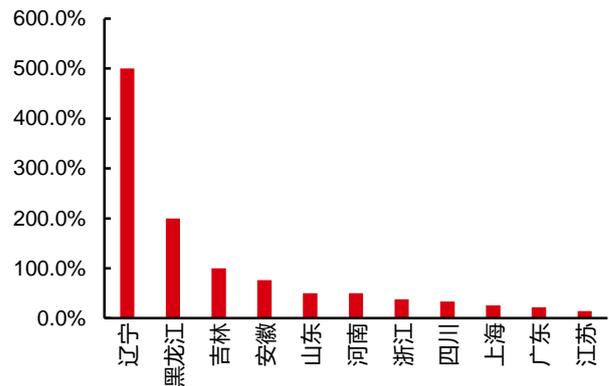
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 52：2022H1 各省份制造产业投资案例数占比



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

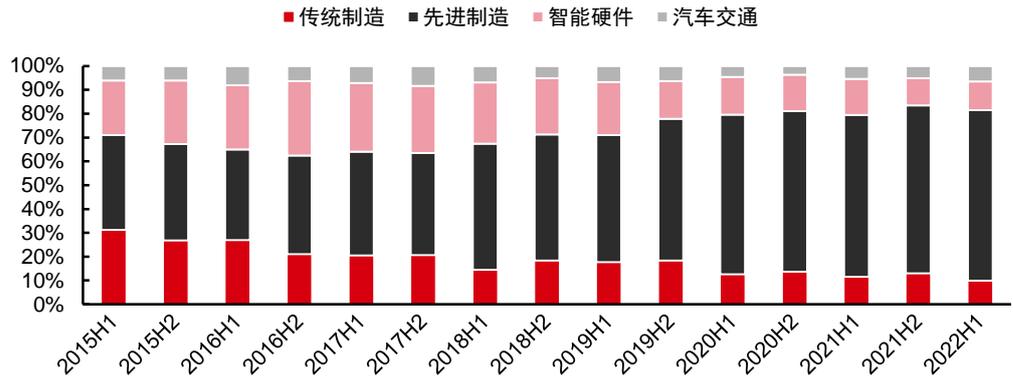
图 53：2022H1 分省份制造产业投资数量同比变动



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

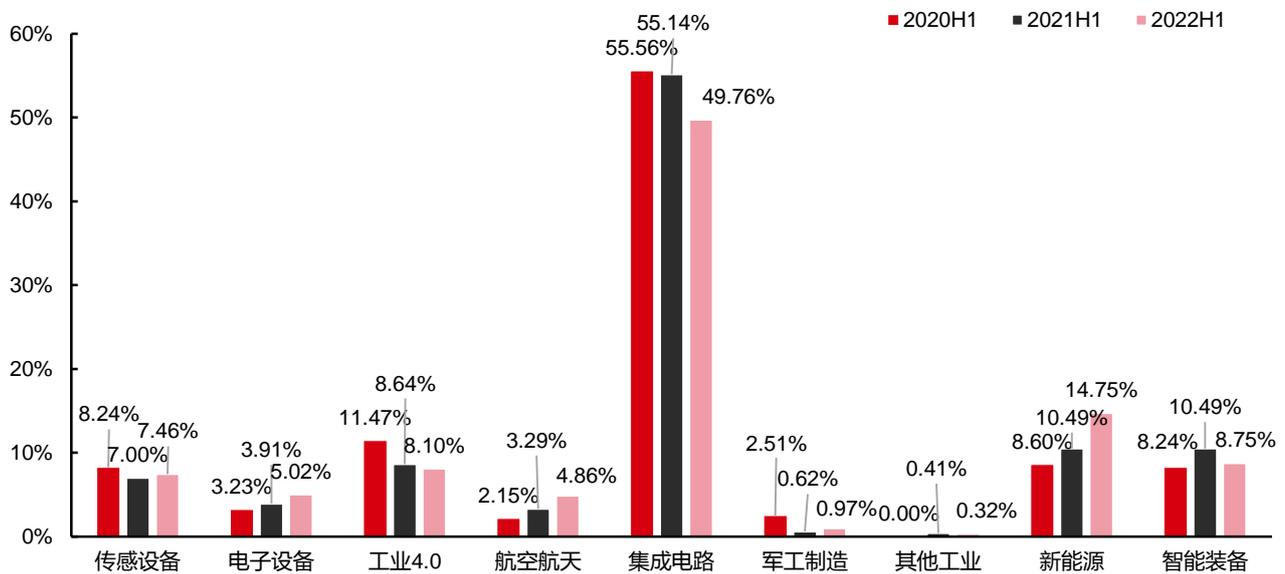
**机构重点关注先进制造下新能源行业股权投资机会。**制造产业中，先进制造、汽车交通行业当前投资增速最高，其中先进制造行业占比从2018H1的53%稳步提升至2022H1的71%，5年提升了18pcts。细分赛道中，新能源行业投资数量提升对先进制造行业投资规模提升贡献最大，新能源投资项目占比相比于2020年提升6.15pcts；航空航天赛道和智能装备赛道投资趋势初起，两年内提升分别2.7pcts和0.5pct。从投资轮次来看，先进制造和智能硬件早期投资项目占比较高，行业仍有较多的股权投资机会。

图 54：制造产业中细分行业投资数量占比



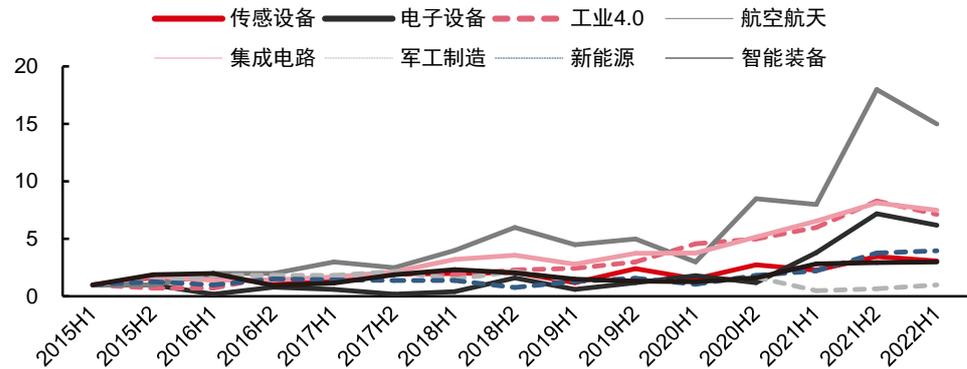
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 55：2020H1、2021H1、2022H1 先进制造子赛道投资数占比



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 56：先进制造产业子行业投资项目趋势图



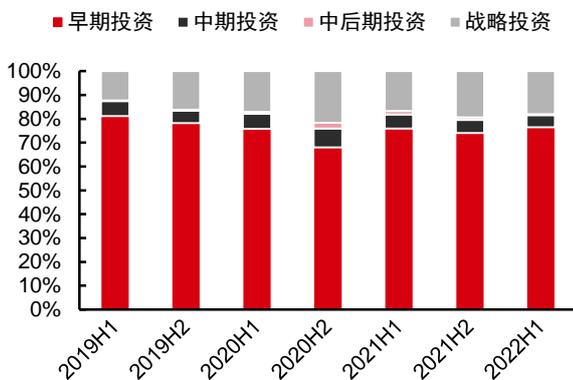
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

**外部趋势不改，内部赛道分化。**先进制造各个行业的投资数量稳步提升，但是内部结构中，航天航空赛道近两年提升幅度最大，工业 4.0 与集成电路行业投资项目数量稳定提升。具体来看，截至 2022H1，航空航天行业投资数量已经是 2015H1 时的 15 倍，远超其他子行业的增速，工业 4.0 和集成电路行业则稳步提升近 7 倍，新能源、智能装备行业提升幅度约为三倍。

### 消费行业趋势：传统消费量减价升，科技类消费更受关注

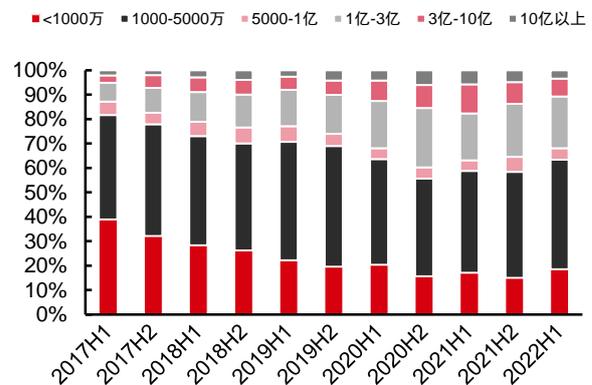
消费产业早期项目投资占比于 2015 年达到顶峰，从 2020 年开始各阶段项目达到稳定的分布。2020-2021 年度中，消费产业投资规模中位数大幅提升，中期阶段项目趋势更为显著，投资特征呈现出“量减价升”的趋势。从消费品内部结构来看，传统消费，包括电商零售、广告营销、体育运动、旅游、游戏等赛道在 2022H1 投资项目数出现同比下降的现象，而受益于餐饮行业出清，餐饮品牌和餐饮供应链融资的增加，本地生活融资项目数保持连续上升的趋势，与消费相关的汽车交通（汽车后服务）等行业也同样保持上涨趋势。

图 57：消费产业项目投资阶段占比（投资案例数）



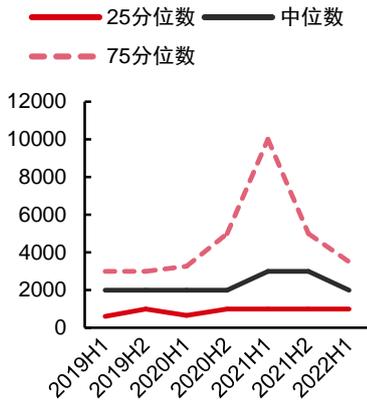
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 58：消费产业单笔投资规模占比（投资案例数）



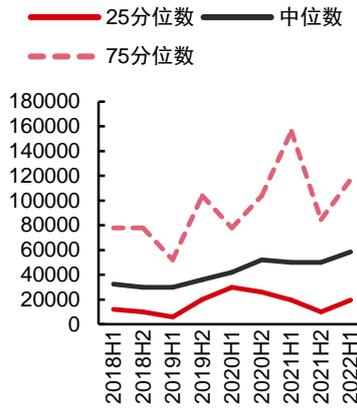
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 59：消费早期项目融资金额分位趋势对比



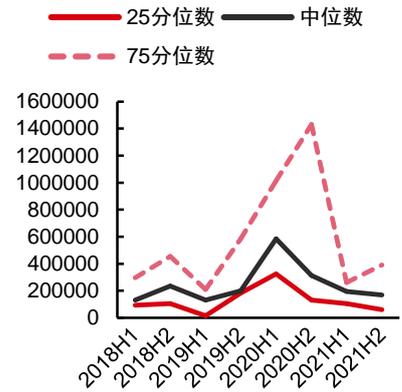
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 60：消费中期项目融资金额分位趋势对比



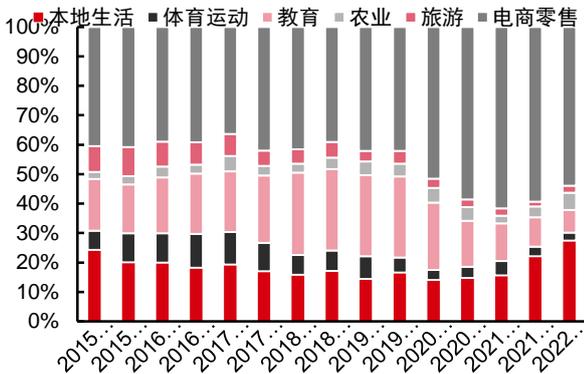
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 61：消费中后期项目融资金额分位趋势对比



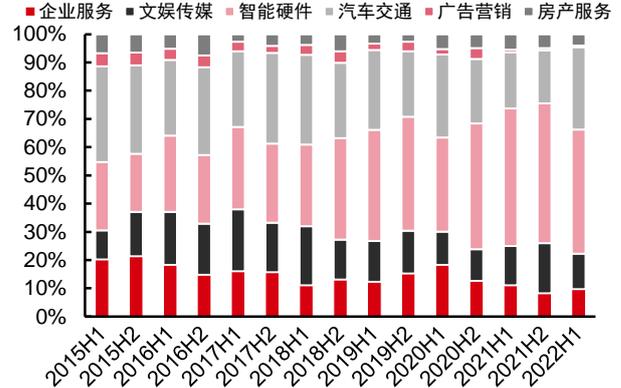
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 62：部分消费子赛道投资数量占比



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 63：部分消费子赛道投资数量占比

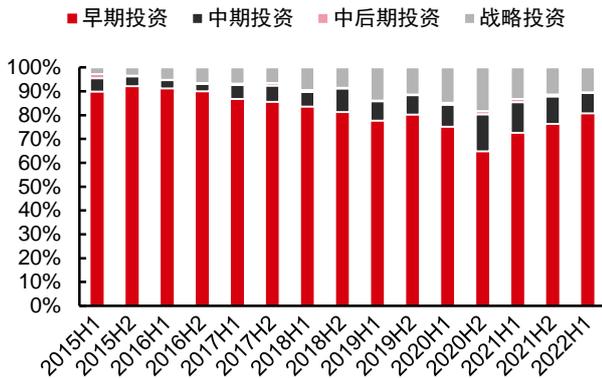


资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

### 医疗健康行业趋势：头部项目估值下跌，生物技术和制药占比持续提升

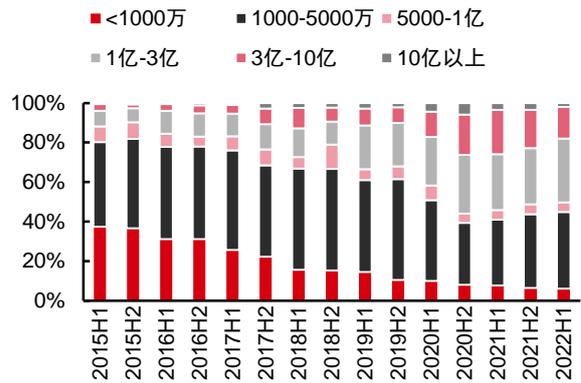
从 2021 年开始，投资人对医疗健康产业早期新兴项目的关注度持续提升，截至 2022H1 早期项目占比已回升至近 80%。在 2017-2019 年，医疗健康产业股权投资估值提升较为明显，投资金额的中位数增长；近年来，医疗健康产业投资事件金额的中位数维持稳定，但 75 分位数从 2020 年医药集采发力以来显著下降，头部项目估值有所下跌。从医疗健康产业内投向来看分化明显，生物技术和制药、医疗器械及硬件的投资数占比从 2015 年的 19.2%和 18.7%显著提升至 53.3%和 24.8%，其中生物技术和制药主要投向创新药、疫苗等公司；医疗机构、健康保健等行业的投资数占比则持续下跌。

图 64：医疗健康产业项目投资阶段占比（投资案例数）



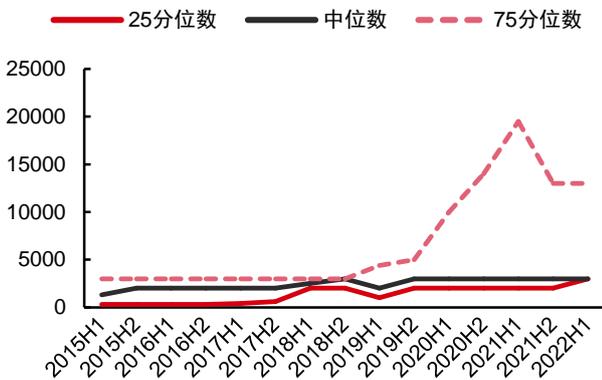
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 65：医疗健康产业项目投资阶段占比（投资案例数）



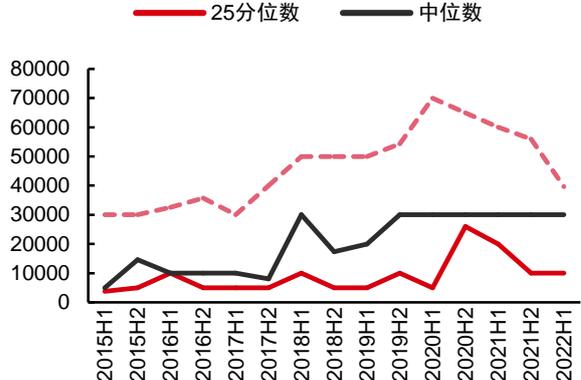
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 66：医疗健康早期项目融资金额分位趋势对比



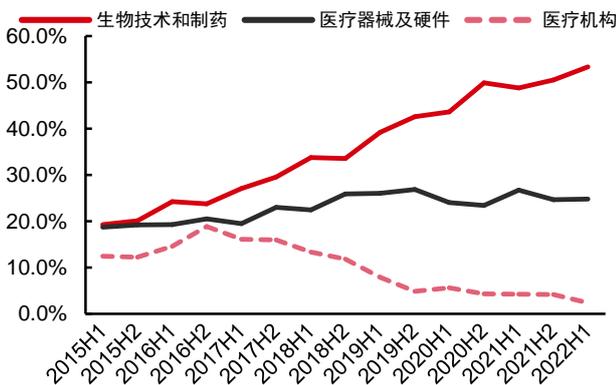
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 67：医疗健康中期项目融资金额分位趋势对比



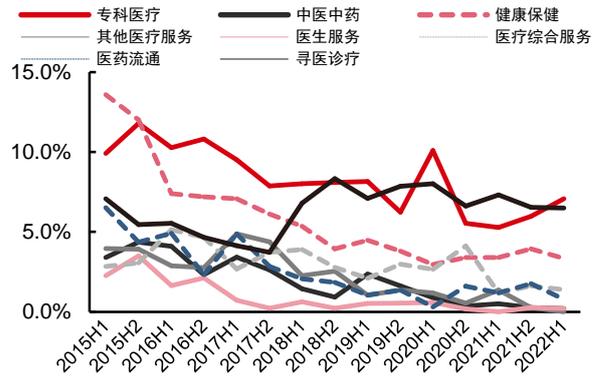
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 68：部分医疗健康子赛道投资数量占比趋势



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 69：部分医疗健康子赛道投资数量占比趋势



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

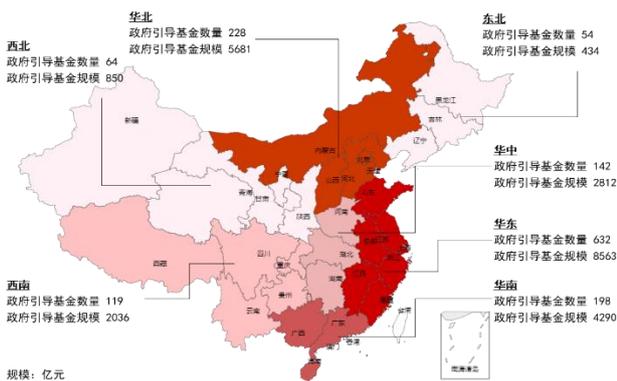
## ■ 投资行为偏好洞察：政策引导产业，投资赛道趋同

透视不同类型机构投向,把握核心群体投资逻辑。截至 2022 年 6 月末,全国共有 14814 家私募股权、创业投资基金管理人(家),不同属性的基金管理人风格互有差异,投资目标与投资能力不尽相同。挖掘不同特征机构的投资行为,有助于理解股权市场重要参与者的群体智慧,进而把握市场动向。我们梳理出政府引导基金、CVC 机构、Top100 明星 PE/VC 机构,通过观察具有代表性的 LP、GP 投向变化进而洞察股权市场的投资与产业发展趋势。

### 政府引导基金：聚焦战略新兴产业，重点跟进先进制造和汽车交通

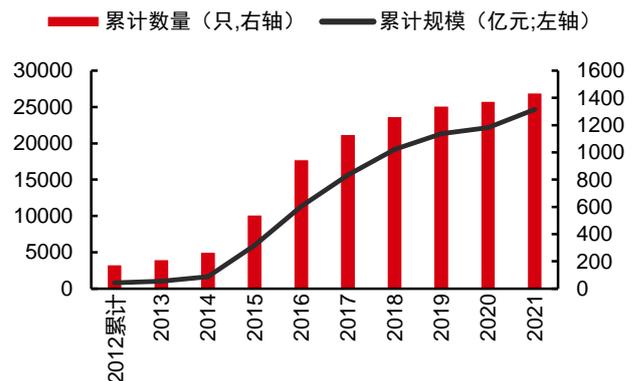
截至 2021 年末,政府引导基金累计自身规模达到 2.47 万亿,同比增长 11.31%,基金数量共计达到 1437 只,累计同比提升 4.51%,其中华东地区累计成立 632 只政府引导基金,自身规模达到 8563 亿元,数量和规模位居全国首位;华中地区政府引导基金自身规模增长 613 亿元,同比增长达 27.89%,增速位居第一。政府引导基金着重支持战略新兴产业,兼顾复制发展地方特色产业,是各地发展产业的重要抓手。

图 70：2021 年末中国政府引导基金分布



资料来源：投中网，中信证券研究部

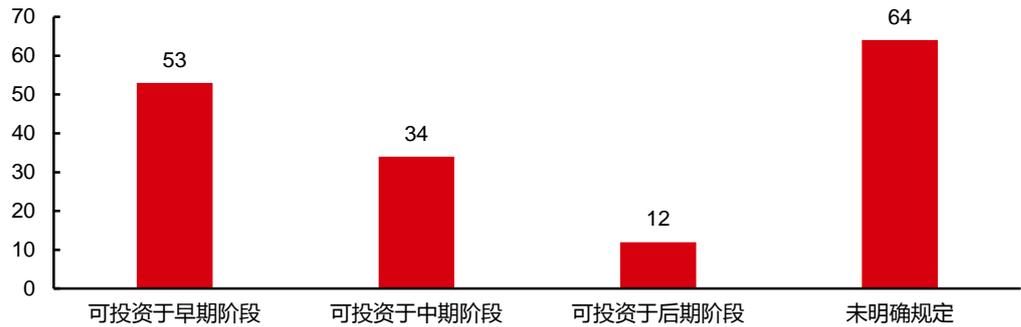
图 71：各年末累计设立政府引导基金情况（数量及规模）



资料来源：投中网，中信证券研究部

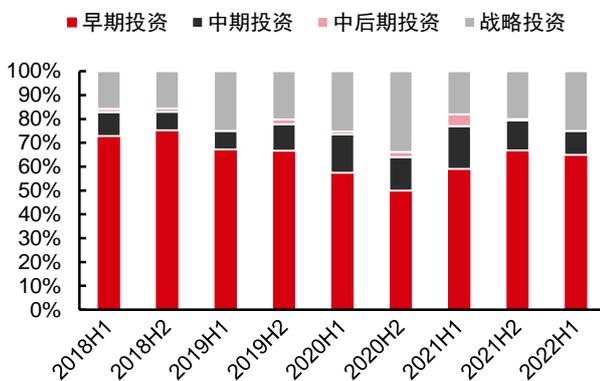
政策指引政府引导基金从中后期阶段向初创期和种子期阶段投资。由于成熟期企业投资确定性且能够较快带来投资回报,同时在税收和就业方面对地方产业有明显的贡献,因此在过去政府基金倾向于投资较为成熟、前景明确的产业或公司。近年来政府引导基金开始倾向于支持以早、中期为主的创业投资企业,根据统计数据来看,可投资于早期阶段的政府引导基金数量占比达到 44%,从投资阶段分布来看,2020H2 早期项目占比达到 50%左右,在 2022H1 早期项目占比提升至 65%左右,提升了 15pcts。从单笔融资规模上看,政府引导基金仍以大额资金投资为主,但是 5000 万元以下的小额投资仍有提升的趋势,整体呈现“投两端”的投资趋势。

图 72：2021 年新设立政府引导基金对投资阶段的要求（N=120，多选）



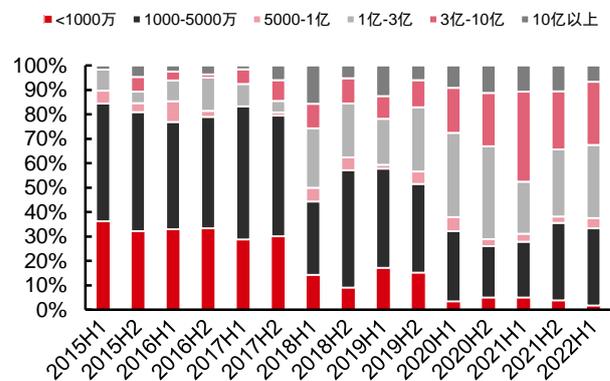
资料来源：CVSource 投中数据，中信证券研究部

图 73：政府引导基金投资阶段分布（投资案例数）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 74：政府引导基金单笔投资规模占比（投资案例数）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

**积极投资新兴技术，扶持战略产业发展。**相较于高回报，政府引导基金更在意产业效益和社会效益，积极投向新一代信息技术、医药健康产业、先进制造产业等产业，且更倾向于投早、投小，引导社会资本啃向“硬骨头”。政府引导基金密集设立且投资范围明确，以财政资金撬动市场资金，在一定程度上会引导股权市场未来的投资趋势。

表 9：部分省市设立政府引导基金投资结构图

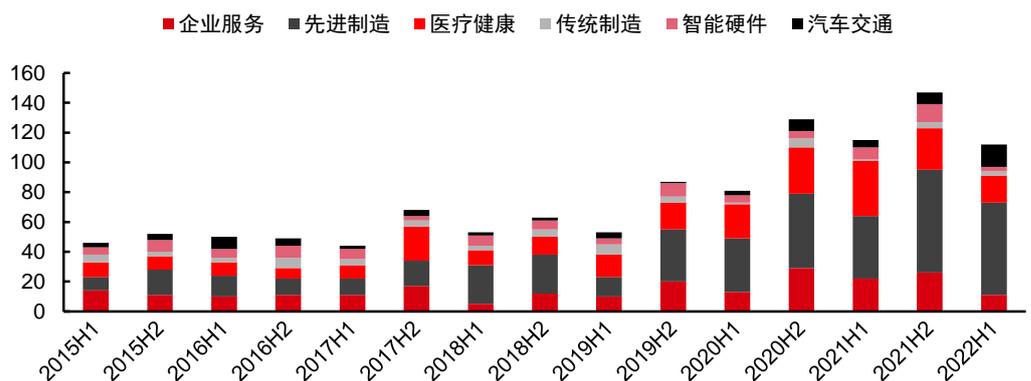
发布时间	省份	城市	投资领域
2022-06-08	天津市		新一代信息技术、生物医药、新能源、新材料、高端装备、节能环保、航空航天等高新技术产业和战略性新兴产业。重点支持产业链上具有创新引领效应的优质项目，提升本市重点产业链能级
2022-06-08	浙江省	宁波市	市天使投资引导基金紧跟我市新兴产业发展战略布局及创投趋势，加大对新一代信息技术、生物医药等战略性新兴产业投资力度
2022-03-29	河南省	郑州市	装备制造、现代食品、铝加工、耐材建材、服装家居等传统优势产业改造升级及电子信息“一号产业”、新能源及智能网联汽车、智能装备、新型材料、生物医药、绿色环保等战略性新兴产业。
2022-03-15	四川省		电子信息、先进装备制造、先进材料、新能源及生物医药等领域
2021-12-31	广东省	中山市	健康医药、高端装备制造、人工智能、新材料、节能环保、新一代信息技术、第三代半导体等高新技术产业
2021-11-02	安徽省		智能装备制造、新型显示产业链上下游等行业领域，优先选择拥有关键核心技术、科技创新能力突出、社会形象良好、具有较强成长性的企业
2021-11-01	广东省	广州市	围绕航天产业开展投资，重点聚焦产业链上下游优质企业以及拥有能够应用于商业航天的新技术、新工艺和新材料等的优质企业

发布时间	省份	城市	投资领域
2021-09-10	北京市		先进制造、数字经济、医药健康、新一代信息技术、新材料、智能装备、人工智能、新能源等领域
2021-07-14	湖北省		聚焦光纤通信与芯片器件、空天技术、下一代信息技术、生物医药、病毒防治、生态文明建设等领域
2021-07-13	吉林省	长春市	影视文旅、生命健康、数字产业等重点发展的产业领域；支持基础设施、住房保障、生态环保、战略性新兴产业和先进制造业等领域
2021-06-30	广东省	广州市	智慧科技领域，重点投资半导体及集成电路产业和人工智能行业
2021-06-15	广东省	佛山市	高新技术产业、先进制造业和现代服务业等领域项目
2021-05-17	吉林省	长春市	影视文旅、生命健康、数字产业、金融产业、战略性新兴产业和先进制造业等领域
2021-04-26	广东省	广州市	新一代信息技术（含人工智能）、生物制药、新材料与高端装备制造等产业，可有选择的覆盖大消费、教育、医疗服务等领域
2021-04-16	广东省	中山市	健康医药、高端装备制造、人工智能、新材料、节能环保、新一代信息技术、第三代半导体等高新技术产业
2021-03-12	北京市		新一代信息技术产业、集成电路产业、医药健康产业、智能装备产业、节能环保产业、新材料产业、软件和信息服务业、科技服务业、新能源智能汽车产业、人工智能产业
2021-02-10	广东省	广州市	新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业
2021-02-09	江西省		主要投资于物联网及其延伸产业、信息技术、智能制造、新材料等领域的高成长型企业
2021-01-25	安徽省		主要投资电子信息、新材料、新能源、智能制造、大健康等战略性新兴产业及凹凸棒土产业链等领域内的科技型企业及滁州高创中心内优质在孵创业企业，支持开展各类先进科技成果转化

资料来源：各地政府官网，中信证券研究部

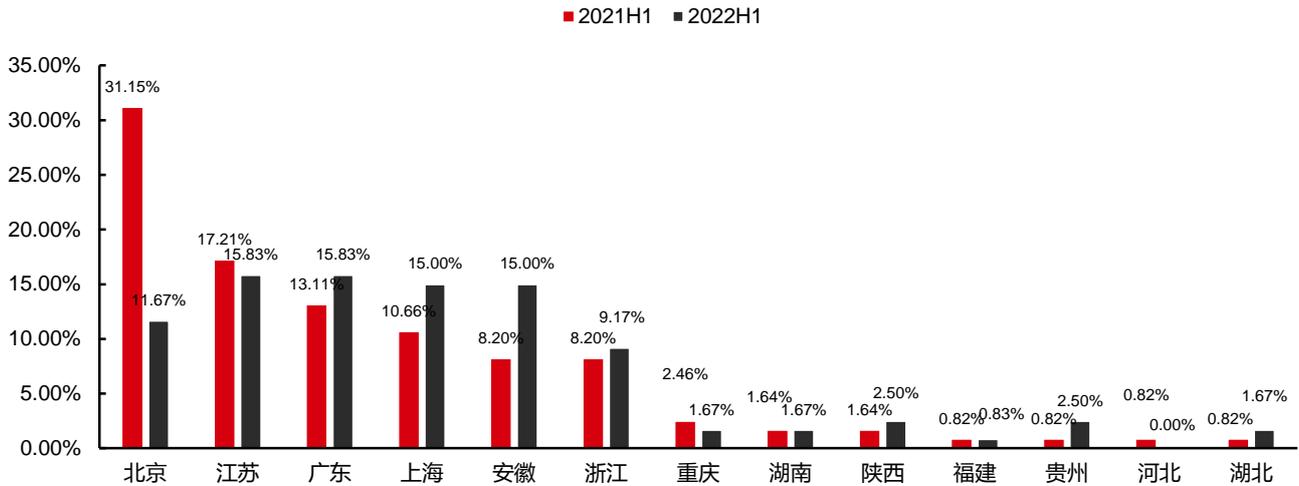
**聚焦硬科技，加注半导体和汽车交通领域。**从市场已披露的投资信息来看，政府引导基金投资项目一直侧重战略新兴产业，如半导体等，近年来政府引导基金持续加大先进制造和汽车交通赛道的投资力度，其中，先进制造投资比重从 2019H1 的 24% 提升至 2022H1 的 55%，投资企业主营业务集中在半导体、电池、传感器、智能制造、汽车零部件等战略新兴赛道。在区域方面，除了继续在广东、江苏、上海、浙江投资外，也加码了安徽、贵州、吉林等省份产业投资的力度，安徽省投资项目数占比同比提升了近 7pcts。

图 75：90 家政府引导基金主要赛道投资趋势（投资案例数）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 76：2021H1、2022H1 政府引导基金投资项目省份分布



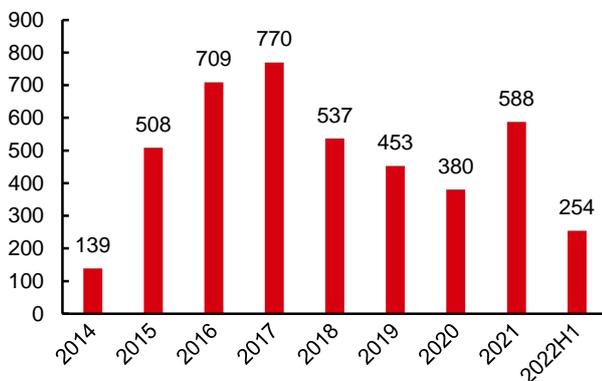
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

### CVC 机构：十年投资数量占比已翻倍，持续关注先进制造领域

近年来，产业资本凭借丰富的产业链资源迅速发展，部分公司开始积极组建自己的 CVC 团队（企业风险投资基金，由企业成立，使用自有非金融资金来投资的风险投资部门）以找寻战略契合项目或者纯粹的财务投资。2010H2，国内 CVC 投资项目数占国内总投资项目数的比重仅为 7.1%，而在 2021H2，国内 CVC 投资项目数占国内总投资项目数的比重已经超过了 16.2%，十年翻一倍，且呈现出占比稳步上涨的趋势，CVC 逐渐成为中国股权投资市场的一股新势力，其投资行为逐步成为关注重点。

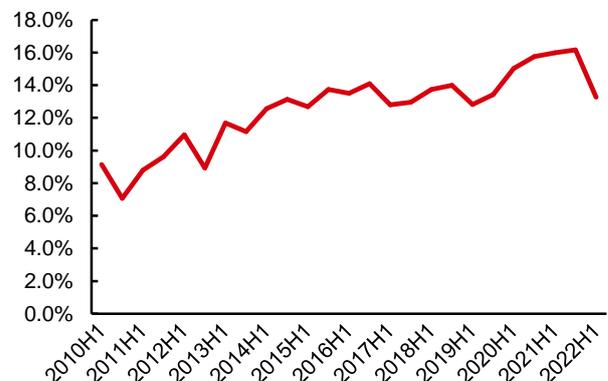
现阶段，不仅大型互联网公司标配 CVC，上市公司也积极设立产业投资基金。从 A 股设立产业投资基金的节奏上来看，大致与 PE/VC 投资节奏相近；从行业分布来看，医药、计算机、机械行业已经设立较多的产业投资基金，国防军工、食品饮料、电力设备及新能源、基础化工行业近五年来加快设立产业投资基金。CVC 产业投资基金更善于整合产业资源、将投资和自身业务形成合力，同时加速行业内存量市场和资源整合。

图 77：A 股上市公司参与设立股权投资基金数量（单位：只）



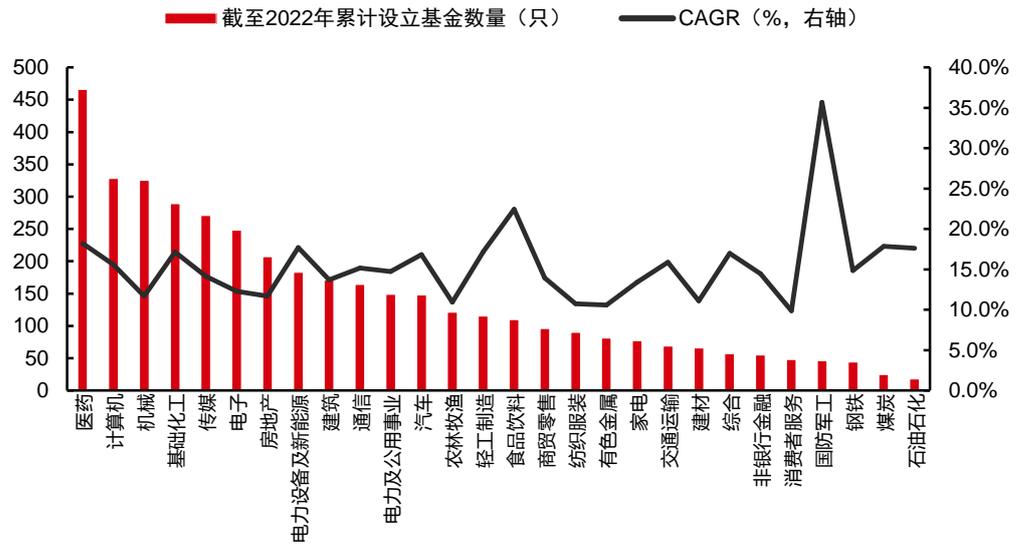
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 78：国内 CVC 投资项目数占国内总投资的比重



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

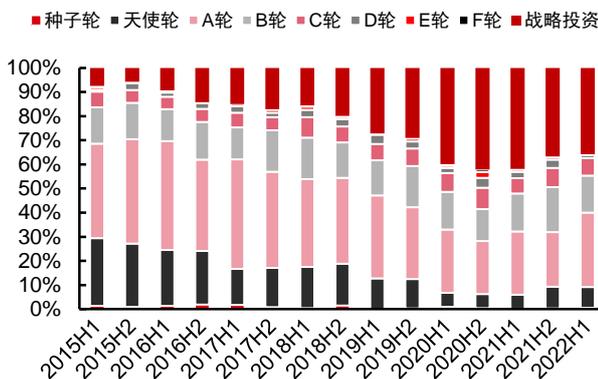
图 79：截至 2022 年 7 月 22 日，上市公司累计设立产业基金数量及近五年各行业累计产业基金数量增速



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：行业分类为中信一级行业分类

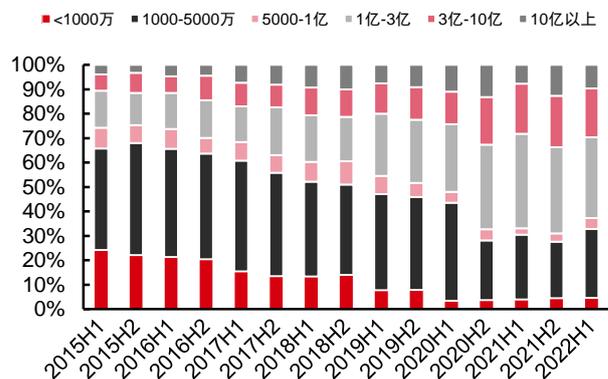
**早期投资占比回升，单笔投资金额大幅增长，强链补链延链进行时。**我们统计了 1000 余家 CVC 投资机构的投资行为，从进入的投资轮次看，早期的 CVC 机构群体偏好天使轮、A 轮、B 轮等早期项目，但早期项目占比从 2015H1 的近 90%，回落到 2020H2 的 50%，近两年早期项目占比回升至 60%；从投资金额使用来看，投资 1 亿元以上的项目数占比已经超过了 60%，CVC 机构在 2020H2 大幅度提升单项目投资金额。

图 80：CVC 进入投资项目轮次偏好占比（投资案例数）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 81：CVC 进入投资项目资金偏好占比（投资案例数）



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

**互联网公司 CVC 机构投资的主要参与者，但是近年非互联网公司 CVC 机构正逐步活跃，产业投资快速破圈加速发展。**历年活跃的 CVC 机构主要是以腾讯投资为首的互联网公司，包括小米集团、阿里巴巴、京东、百度、字节跳动等，随着其他公司出于对公司战略转型的需求或是前瞻布局的需要，非互联网公司也更多的参与到股权市场中，包括联想创投、碧桂园创投、广汽集团、蔚来资本等。根据不同时间区间 CVC 机构活跃度排名，我们认为，互联网公司依旧是重要的 CVC 机构，但随着“反垄断”政策的出台，其影响力逐步下降，更多产业的 CVC 机构逐步进入舞台引领投资趋势。

表 10: 中国 CVC 机构投资活跃排名 TOP30

	历年累计	2015H1-2022H1	2018H1-2022H1	2021H1-2022H1	2022H1
1	腾讯投资	腾讯投资	腾讯投资	腾讯投资	腾讯投资
2	小米集团	小米集团	小米集团	小米集团	小米集团
3	阿里巴巴	阿里巴巴	百度风投	联想创投	联想创投
4	奇虎 360	京东	联想创投	哔哩哔哩 bilibili	百度风投
5	联想创投	联想创投	阿里巴巴	字节跳动	碧桂园创投
6	京东	百度风投	字节跳动	百度风投	科大讯飞
7	百度风投	蚂蚁集团	哔哩哔哩 bilibili	哈勃投资(华为旗下)	阿里巴巴
8	百度	哔哩哔哩 bilibili	蚂蚁集团	阿里巴巴	哔哩哔哩 bilibili
9	蚂蚁集团	字节跳动	小米长江产业基金	碧桂园创投	哈勃投资(华为旗下)
10	哔哩哔哩 bilibili	百度	哈勃投资(华为旗下)	小米长江产业基金	广汽集团
11	新浪微博基金	奇虎 360	科大讯飞	上汽恒旭	小米长江产业基金
12	字节跳动	惟一资本-微影资本	京东	泰格医药	字节跳动
13	盛景网联(盛景嘉成)	盛景网联(盛景嘉成)	惟一资本-微影资本	蔚来资本	上汽恒旭
14	复星集团	好未来(学而思)	百度	OPPO	尚颀资本
15	好未来(学而思)	复星集团	碧桂园创投	三七互娱	泰格医药
16	惟一资本-微影资本	京东科技	北汽产投	惟一资本-微影资本	建发集团
17	盛大资本	科大讯飞	蔚来资本	广汽集团	蔚来资本
18	英特尔投资 Intel Capital	小米长江产业基金	健壹资本-国药资本	建发集团	OPPO
19	京东科技	58 同城	泰格医药	美团	TCL 创投
20	58 同城	新浪微博基金	58 同城	尚颀资本	比亚迪
21	高通 Qualcomm Ventures	新东方	三七互娱	百度	中电基金
22	科大讯飞	哈勃投资(华为旗下)	尚颀资本	北汽产投	复星医药
23	小米长江产业基金	北汽产投	盛景网联(盛景嘉成)	健壹资本-国药资本	健壹资本-国药资本
24	TCL 创投	尚颀资本	复星集团	中电基金	美团
25	新东方	碧桂园创投	新东方	科大讯飞	三七互娱
26	尚颀资本	高通 Qualcomm Ventures	TCL 创投	TCL 创投	盛景网联(盛景嘉成)
27	北汽产投	三七互娱	好未来(学而思)	劲邦资本-劲霸男装	惟一资本-微影资本
28	哈勃投资(华为旗下)	TCL 创投	上汽恒旭	蚂蚁集团	百度
29	碧桂园创投	昆仑万维	建发集团	比亚迪	高通 Qualcomm Ventures
30	三七互娱	泰格医药	美团	复星医药	劲邦资本-劲霸男装

资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部 注: 标注灰色的为非互联网公司 CVC 机构

在过去的五年, CVC 机构股权投资关注的行业, 从文娱传媒、企业服务, 逐步切换到了先进制造、医疗健康, 汽车交通和智能硬件行业处于投资热度上升通道且行业前景广阔。观察 CVC 机构群体投资项目的行业变化, 2019H2 之前, CVC 机构投资主要关注文娱传媒、企业服务和教育行业, 先进制造的关注度逐步提升; 从 2019H2 至 2022H1, CVC 机构对教育行业的关注度大幅度跌落到 17 名, 行业偏好切换到了先进制造和医疗健康上; 与此同时, 智能硬件和汽车交通行业的机构关注度也正处于上升通道中, 随着政策引领和市场需求稳步增加, 投资关注热度有望持续。

表 11: CVC 关注行业排名表

2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
文化传媒	企业服务	企业服务	企业服务	先进制造	先进制造	企业服务	先进制造	先进制造
企业服务	文化传媒	文化传媒	先进制造	企业服务	医疗健康	医疗健康	企业服务	医疗健康
教育	教育	教育	医疗健康	医疗健康	企业服务	先进制造	医疗健康	企业服务
医疗健康	电商零售	医疗健康	教育	文化传媒	电商零售	游戏	电商零售	汽车交通
汽车交通	医疗健康	先进制造	电商零售	金融	游戏	电商零售	汽车交通	智能硬件
电商零售	智能硬件	汽车交通	文化传媒	教育	汽车交通	汽车交通	智能硬件	文化传媒
金融	先进制造	智能硬件	汽车交通	电商零售	智能硬件	智能硬件	文化传媒	电商零售
先进制造	汽车交通	电商零售	金融	游戏	文化传媒	文化传媒	游戏	传统制造
智能硬件	金融	游戏	智能硬件	汽车交通	教育	教育	本地生活	本地生活
本地生活	物流	金融	物流	智能硬件	物流	金融	教育	游戏
游戏	游戏	房产服务	本地生活	物流	金融	物流	金融	元宇宙
物流	本地生活	物流	传统制造	本地生活	本地生活	本地生活	物流	金融
区块链	区块链	本地生活	游戏	广告营销	广告营销	体育运动	传统制造	农业
房产服务	房产服务	工具软件	房产服务	农业	传统制造	房产服务	房产服务	物流
工具软件	体育运动	传统制造	广告营销	传统制造	体育运动	传统制造	元宇宙	旅游
体育运动	工具软件	体育运动	旅游	房产服务	房产服务	广告营销	体育运动	体育运动
广告营销	旅游	农业	体育运动	区块链	农业	旅游	旅游	教育
旅游	广告营销	区块链	区块链	工具软件	工具软件	元宇宙	广告营销	房产服务
社交网络	社交网络	社交网络	农业	社交网络	旅游	工具软件	工具软件	广告营销
农业	农业	旅游	工具软件	旅游	区块链	区块链	农业	工具软件
传统制造	传统制造	广告营销	社交网络	体育运动	社交网络	农业	区块链	区块链
元宇宙	元宇宙	元宇宙	元宇宙	元宇宙	元宇宙	社交网络	社交网络	社交网络

资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部 注: 重点行业用同一颜色标注

**受益于产业资本发展, 细分赛道中, 集成电路、生物技术和制药、新能源、工业 4.0 等先进制造子行业成为产业投资趋势。**在互联网流量见顶、平台经济监管、实现共同富裕的大背景下, “互联网” 产业资本投资节奏有所放缓, 大量非“互联网” 产业资本加大了投资力度; 在行业选择上, 集成电路、生物技术和制药成为今年投资热点行业, 工业 4.0、汽车零部件、新材料、传感设备也进入到 CVC 产业投资的视角中; 在政策助力产业发展的背景下, 围绕先进制造产业各个细分行业的投资广为 CVC 机构青睐。

表 12: CVC 机构投资 TOP10 细分子行业 (投资项目数量超过 10 家)

2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
媒体及阅读	数据服务	游戏开发商	集成电路	集成电路	集成电路	游戏开发商	集成电路	集成电路
前沿技术	游戏开发商	集成电路	医疗信息化	前沿技术	生物技术和制药	集成电路	生物技术和制药	生物技术和制药
影视	集成电路	数据服务	机器人	生物技术和制药	游戏开发商	生物技术和制药	自动/无人驾驶	新能源
视频/直播	自动/无人驾驶	生物技术和制药	行业信息化及解决方案	游戏开发商	企业 IT 服务	机器人	游戏开发商	自动/无人驾驶
动漫	前沿技术	前沿技术	生物技术和制药	数据服务	机器人	企业 IT 服务	医疗器械及硬件	工业 4.0
生物技术和制药	儿童早教		游戏开发商		自动/无人驾驶	食品饮料	食品饮料	汽车零部件
交通出行	行业信息化及解决方案		K12		传感设备	自动/无人驾驶	AR/VR 设备	新材料

2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
集成电路	媒体及阅读		数据服务		数据服务	前沿技术	数据服务	传感设备
游戏开发商	智能家居		企业 IT 服务			医疗器械及硬件	行业信息化及解决方案	机器人
企业 IT 服务	K12					新材料	机器人	前沿技术

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

## 明星机构（TOP100）投资动向：转向硬科技，医疗健康投资数占比稳定

股权市场投资常以明星机构领投，由于明星机构往往具有较强的投研实力和产业资源，所以其投向往往也会引发市场的关注。因此我们参考清科 2021 年度股权投资排名，挑选出 100 家知名 PE/VC 投资机构，包括红杉中国、IDG 资本、DCM、君联资本、淡马锡、博裕资本等机构，观察 100 家明星机构投资行业变迁，透析股权市场投资方向的迭代与机遇。

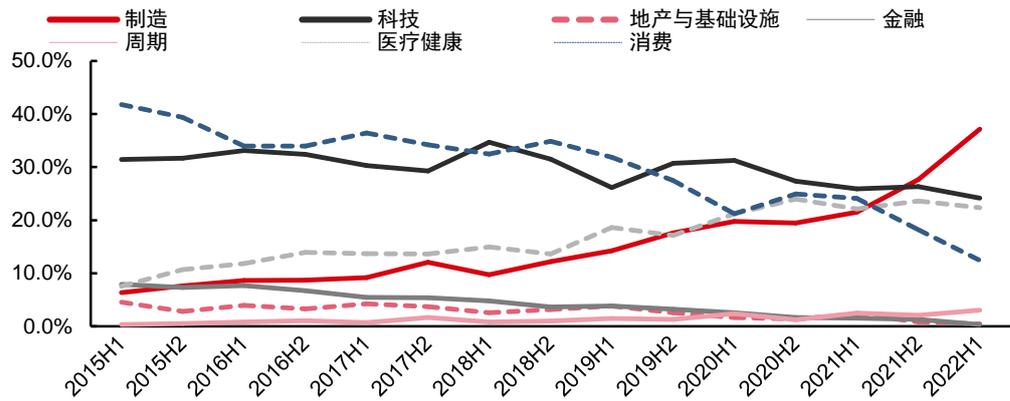
表 13：2021 年 100 家 PE/VC 投资机构

高瓴投资	Tiger 老虎基金-中国	红杉资本中国	SIG 海纳亚洲	小米集团
腾讯投资	金浦投资	深创投	华登国际	云锋基金
中金资本	尚城资本	IDG 资本	金雨茂物	华兴新经济基金
CPE 源峰基金	望昊资本	五源资本	元生创投	国投创新
招银国际	聚源资本-中芯聚源	经纬中国	武岳峰资本	阿里巴巴
正心谷资本	建银国际	君联资本	北极光创投	京东
招商局资本	太盟投资集团(PAG)	启明创投	中国风投	东证资本
华平投资	广发信德	GGV 纪源资本	今日资本	凯辉基金
鼎晖投资	GIC 新加坡政府投资公司	达晨财智	泰达科技	华金资本(力合股份)
国新基金	国盛集团	高榕资本	华盖资本	高盛(中国)
复星投资	海通开元	毅达资本	联想创投	普华资本
金石投资	中信建投资本	元禾控股	赛富基金	BAI 资本
淡马锡 Temasek	DST Global	顺为资本	鲁信创投	光速中国
建信资本	华泰紫金	源码资本	天图投资	粤科金融
平安资本	华芯投资	同创伟业	湖北高投	弘晖资本
方源资本	弘毅投资	钟鼎资本	夏尔巴投资	元生资本
博裕资本	CMC 资本	DCM 中国	金沙江创投	创东方投资
前海母基金	宽带资本 CBC	盈科资本	华创资本	德同资本
KKR	华润资本	东方富海	联创永宣	国中创投
基石资本	光大控股	礼来亚洲基金	松禾资本	浙商创投

资料来源：《2021 年中国股权投资年度排名》（清科研究中心）

**加注制造、科技，各产业布局结构较为均衡。**从明星机构投资项目数占比结构来看，科技、制造的项目投资数占比连续增加，已经从 2019H1 的 40.4%，提升至 2022H1 的 61.3%，提升了 20.9pcts；而消费项目的投资数占比已从 2019H1 的 31.8% 下降到 2022H1 的 12.4%，下降了 19.4pcts；医疗健康投资数占比近两年维持在 22%-24%；明星机构投资者对科技和制造行业关注度较高，加注制造、科技，并维持了医疗健康行业投资占比。

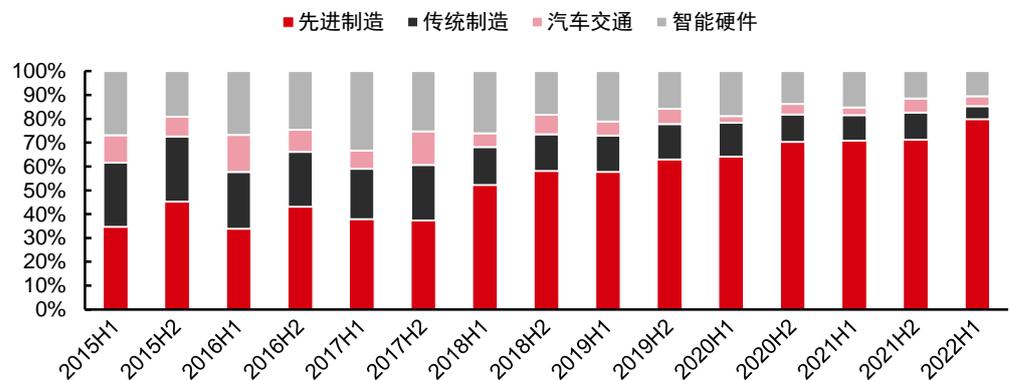
图 82：明星机构投资项目数占比



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

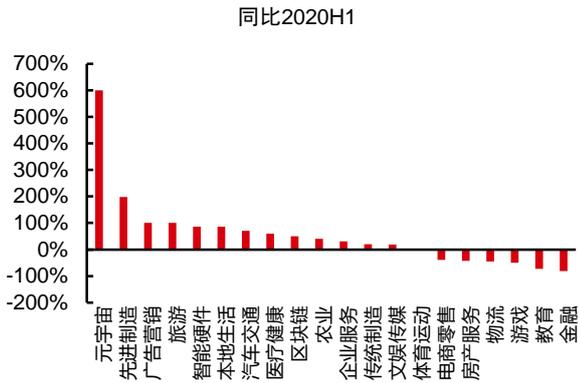
**布局市场热点，加注硬核制造。**在制造产业中，明星机构在近年来积极布局元宇宙概念的投资项目，同时高度关注制造产业下各赛道的投资项目。从项目数结构看，先进制造在制造产业投资中占比从 2019H1 的 57.6% 提升到 2022H1 的 79.8%；在先进制造各子行业中，TOP100 明星机构主要布局集成电路行业，同时加注航空航天（同比 2020H1 提升 6 倍）和新能源（同比 2021H1 提升 5.16 倍）。

图 83：明星机构在制造产业中细分行业的关注度



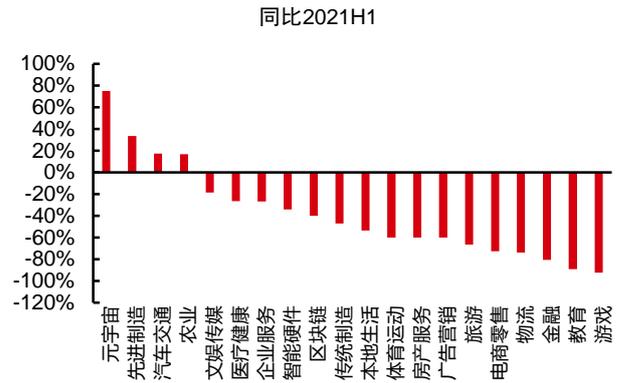
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 84: 2022H1 同比 2020H1 各赛道融资数增速



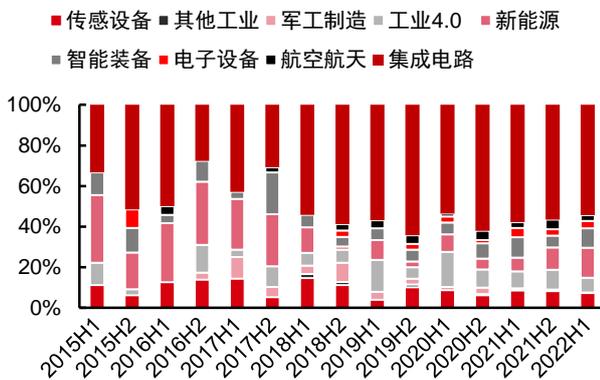
资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

图 85: 2022H1 同比 2021H1 各赛道融资数增速



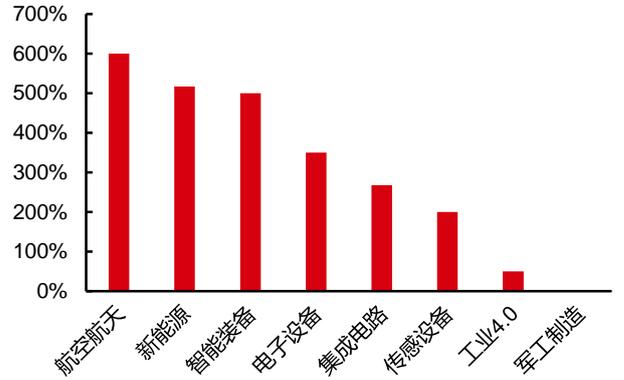
资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

图 86: 明星机构在先进制造各子行业中投资项目数占比



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

图 87: 明星机构在先进制造各子行业中同比 2020 年增速



资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

综合政府引导基金、CVC 基金和明星机构的股权投资行为, 可以观察到市场中重要的股权投资资金正逐步趋同、形成合力, 重点关注先进制造行业, 将有助于中国先进制造的良好发展, 推动中国制造业由劳动密集型向技术驱动型升级。从细分结构上看, 航空航天领域增速较快, 但是当前融资项目数仍然较少, 而集成电路、新能源和新材料领域, 已经具有一定规模和较高的关注度, 在政策红利、资本加持、区域政府支持以及中国工程师红利的大背景下, 硬科技与先进制造行业将为股权市场提供更多优质的投资项目。

## ■ 未来趋势与机会展望

### 市场趋势

**趋势 1：政策持续发力促进股权市场长期向好。**

政策从股权投资的顶层设计优化到地方因地制宜的鼓励补贴政策会逐步形成共振，朝募资端扩容、退出方式多元化的方向迈进，帮助股权投资基金打通“投资-退出-再投资”的良性循环，进而可持续的服务实体经济。

**趋势 2：政策引导作用不断增强，带动资金“投早”、“投小”、“投创新”，持续流向“硬科技”。**

市场引导作用减弱，政策引导作用不断增强，在政府政策引导及政府引导基金的带动下，产业投资基金、财务投资基金等投向趋同，均偏向先进制造等“硬科技”产业，且趋势在未来一段时间内仍会持续。

**趋势 3：2022 上半年募投规模差额同比明显扩大，下半年投资力度有望显著回补，投资活力有望加速释放。**

2022H1，VC/PE 市场募资规模约 7724 亿元人民币，同比下降 10.3%；投资金额约 3149.29 亿元人民币，同比下降 54.9%。投资金额与募资金额的差额同比明显扩大，未投资金有望在下半年为股权市场注入更多活力。

### 面向企业的机会

**机会 1：政府引导基金、CVC 基金等不同类型基金逐步出现投向专题化的趋势，因此针对性的寻找投资人能提升融资效率，获得产业赋能。**

**机会 2：企业可以通过充分了解国家和地方扶持的产业方向、区域的资源禀赋来发展第二增长曲线，找到融资环境更为宽松的赛道。**

### 面向投资机构的机会

**机会 1：各地政府引导基金的增加带来更多机遇，投向具有地方产业优势且地方政府扶持的细分方向的 PE/VC 机构，融资端更容易获得政府引导基金的青睐，退出端也更易通过地方 S 基金完成退出。**

**机会 2：随着各地基金小镇的设立和蓬勃发展，私募股权投资机构积极加入基金小镇，能更好的发挥产业协同效应和平台规模优势。**

## ■ 风险因素

**数据覆盖偏差：**数据来源于 IT 桔子、万得 PE/VC 库、清科研究中的投融资事件汇总，但仍存在事件遗漏的可能。在本文的统计中，我们只统计了从天使轮至 pre-IPO 前的投融资事件，不包含 IPO 融资和上市后再融资的项目。

**数据标签偏差：**投融资细分领域的划分，是根据公司对主营业务描述抽取关键词而成。故对业务描述不清或业务过于繁多的公司，行业赛道的划分存在偏差的可能。

**披露缺失偏差：**在所有的投融资事件中，约有 20% 的事件是不披露投融资金额的，此处会结合公司估值给出预估的投融资金额。

**数据滞后性偏差：**2022 年的投融资事件，尤其是 2022 年 6 月发生的融资事件，可能会由于公布的滞后性导致在此次统计时造成部分事件缺失。

## 附录

附表 1：2022 年上半年部分地方对创业投资、股权投资的支持政策明细

地区	日期	部门	政策
河南	2021 年 12 月 31 日 (2022 年 3 月 1 日施行)	河南省人民政府	《河南省促进创业投资发展办法》
浙江	2022 年 1 月 15 日	浙江省人民政府	《关于加快构建科技创新基金体系的若干意见》
北京朝阳	2022 年 1 月 17 日	北京市科学技术委员会、 中关村科技园区管理委 员会等 7 部门	《关于加快建设高质量创业投资集聚区的若干措施》
西安	2022 年 2 月 28 日	西安市人民政府	《关于促进股权投资行业发展的若干措施》
武汉	2022 年 3 月 28 日	武汉市人民政府	《武汉市进一步加快创新发展的若干政策措施》
深圳	2022 年 4 月 7 日	深圳市地方金融监督管理 局	《关于促进深圳风投创投持续高质量发展的若干措施》
沈阳	2022 年 5 月 18 日	沈阳市人民政府	《促进沈阳市投资基金业高质量发展的实施意见》
扬州	2022 年 7 月 4 日	扬州市人民政府	《关于促进扬州市股权投资高质量发展的意见(试行)》

资料来源：各政府官网，中信证券研究部

附表 2：截止 2022 年 7 月各地区落实 QFLP 试点政策情况

地区	时间	部门	政策
上海	2010 年 12 月	市金融办、市商务委、市工商局	《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》
	2010 年 12 月	上海市人民政府办公室	《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的若干意见》(沪府办【2010】17 号)
北京	2011 年 4 月	市人民政府办公室	《关于北京市开展股权投资基金及其管理企业做好利用外资工作试点的暂行管理办法》(京政办函【2011】16 号)
	2021 年 5 月	地方金融监管局、市市场监督管理局	《关于本市开展合格境外有限合伙人试点的暂行办法》
天津	2011 年	市发展和改革委员会、市人民政府金融办	《关于本市开展外商投资股权投资企业及其管理机构试点工作的暂行办法》(津发改财金【2011】1206 号)
	2011 年	市发展和改革委员会、市人民政府金融办	《关于本市开展外商投资股权投资企业及其管理机构试点工作的实施细则》(津发改财金【2011】1207 号)
重庆	2011 年	市金融办、市外经贸委、市工商局	《重庆市关于开展外商投资股权投资企业试点工作的意见》(渝办发【2011】132 号)
深圳	2012 年	市金融办、市经贸信委、市市场监管局、前海管理局	《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的暂行办法》(深府金发【2012】12 号)
	2013 年 2 月	市金融办、市经贸信委、市市场监管局、前海管理局	《深圳市外商投资股权投资企业试点工作操作规程》(深府金发【2013】3 号)
	2017 年	市金融办、市经贸信委、市市场和市场监管局、前海管理局	《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》(深金规【2017】1 号)
	2022 年 1 月	市地方金融监管局	《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》
贵州	2017 年 10 月	省人民政府	《贵州省关于开展外商投资股权投资企业试点工作的暂行办法》(黔府办发【2017】59 号)
平潭	2018 年 3 月	市综合实验区管委会办公室	《开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法(实行)》(岚综管办【2018】50 号)
珠海	2018 年 12 月	市金湾区人民政府办公室	《珠海市外商投资股权投资企业试点管理暂行办法》(珠金【2018】247 号)
	2021 年 5 月	市金融工作局	《珠海市外商投资股权投资类企业试点办法》(珠金【2021】52 号)
广州	2019 年 4 月	市地方金融监管局	《广州市促进外商投资股权投资类企业聚集发展工作指引》(穗金融【2019】11 号)
	2022 年 5 月	市金融监督管理局、国家外汇管理局广东分	《中国(广东)自由贸易试验区广州南沙新区片区合格境外有限合伙

地区	时间	部门	政策
		局、中国证券监督管理委员会广东监管局、广州南沙经济技术开发区管理委员会	人(QFLP)境内投资试点管理暂行办法》(穗金融规字【2022】1号)
青岛	2019年12月	市金融监管局	《青岛市促进外商投资股权投资企业发展工作指引(试行)》(青金监字【2019】125号)
厦门	2020年7月	市地方金融监督管理局	《促进外商投资股权投资基金发展工作指引(试行)》(厦金管【2020】87号)
苏州	2020年7月	苏州工业园区管理委员会	《苏州工业园区外商投资股权投资企业试行办法》(苏园管规字【2020】2号)
海南	2020年10月	省金融监管局	《海南省关于开展合格境外有限合伙人(QFLP)境内股权投资暂行办法》(琼金监函【2020】186号)
广西	2021年1月	广西自贸区南宁片区管委会	《中国(广西)自由贸易试验区南宁片区促进 QFLP 外商投资股权投资类企业发展暂行办法》(南自贸管委规【2021】2号)
雄安	2021年5月	河北雄安新区党工委管委会党政办公室	《河北雄安新区外商投资股权投资类企业试点暂行办法》(雄安办字【2021】26号)
南京	2021年7月	市地方金融监管局、江北新区管委会	《自贸试验区南京片区开展合格境外有限合伙人试点暂行办法》(宁金监发【2021】63号)
温州/湖州/湖州	2022年3月	浙江省政府办公厅	《浙江省人民政府办公厅关于同意温州市等开展合格境外有限合伙人(QFLP)试点的复函》
大连	2022年7月	中国(辽宁)自由贸易试验区大连片区管理委员会、大连市商务局、大连市金融发展局	《中国(辽宁)自由贸易试验区大连片区外商投资股权投资企业试点办法》

资料来源：清科研究中心，各政府官网，中信证券研究部

附表 3：2021 年以来成立的部分 S 基金明细

基金名称	募集时间	地区	基金性质	基金规模	基金结构	投资策略或投资目标
广州新兴成长基金	2021年1月	广东广州	母基金	募资规模 3.96 亿元	2017年5月广州城投集团旗下广州基金的全资子公司新兴基金正式成立,2021年布局 S 基金风口,率先提出并践行“母基金+S 基金+股权直投”的 PSD 战略。	聚焦产业链投资,在新材料、新消费、半导体、云计算、集成电路、智能汽车、轨道交通、5G 通讯和人工智能等领域打造产业链,联合产业核心企业和优质上市公司、围绕产业链上下游项目开展投资、并购、综合金融等服务,培育重点产业集群。
科勒基金	2021年2月	北京	S 基金(外资)		外资 S 基金管理人外资机构科勒资本设立。	
厦门健康红土基金	2021年5月	福建厦门	S 基金	首期规模 8 亿元	深创投 S 基金与华盖资本联合发起设立国内首只人民币架构的重组接续基金;深创投除了作为基金联合发起人同时也是最大 LP,美元 S 基金 TR 资本作为基石出资人以 QFLP 架构出资,其他 LP 包括上实盛世 S 基金、商业银行理财子公司等知名机构。	
齐信产融 S 基金	2021年5月	山东淄博	S 基金			为在淄博设立的各类投资基金,以及投资于淄博的股权投资机构提供流动性,一定程度缓解募资难、投资难、退出难的问题。
北京远见接力创业投资基金	2021年5月	北京	S 基金	首期规模 5 亿元	由中关村发展集团下属中关村创业投资发展有限公司任管理人。	主要投向高精尖产业领域的私募股权基金二手份额。
光控领航 S 基金	2021年6月	广东深圳	S 基金	首期规模 4 亿元(目标 10 亿)	光大控股发起募集,光大控股、光大永明人寿共同出资。	定位于协同保险资金属性,一期将优先投向与保险资金属性匹配度较高的优质资产包,同时也兼顾与保险行业属性关

基金名称	募集时间	地区	基金性质	基金规模	基金结构	投资策略或投资目标
						关联性较高的行业，比如高科技、医疗健康、大消费、新零售等。
苏州纽尔利新策股权投资 S 基金	2021 年 7 月	江苏苏州	S 基金	首期规模 30 亿元	纽尔利资本发起，出资人包括苏高新创投集团，苏州国际发展集团，金地集团，深圳威新软件，苏州中方财团控股，泸州老窖，北京翠微集团，红豆集团等。	深耕医疗健康、新基建新制造、产业互联网与企业服务、To C 互联网及创新消费等领域。
北京科创接力基金	2021 年 9 月	北京	S 基金	目标规模 200 亿元	北京市地方金融监督管理局联合中国科学院发起。	致力于通过创新制度手段，营造聚合、带动 S 基金巨大的市场接力作用，扶持并推动一批正在发展关键时期的科创骨干企业，促进形成一个有原创、有接力、纵贯科创全生命周期的一级市场体系。
北京首发发展华夏龙盈接力科技投资基金	2021 年 9 月	北京	S 基金	目标规模 100 亿元	由首都科技发展集团与华夏银行共同筹建。	服务北京国际科创中心建设，与政府早期引导投资形成接力，助力科技成果落地转化，扶持创新型中小企业登陆北交所等资本市场。主要投资生物医药、新一代信息技术等符合北京定位及产业发展布局的高精尖领域。
上海科创中心二期	2021 年 11 月	上海	母基金	规模 58 亿元，配置不少于 10 亿元投资 S 份额	上海国际集团、国盛集团、国泰君安、上港集团、张江高科、上海信托、太保集团、嘉定国资集团	
IDG 人民币重组基金*	2021 年 12 月	江苏无锡	S 基金	规模 10 亿元	太湖新城集团新尚资本与 IDG 资本签订 IDG 人民币重组基金投资协议	医疗健康、工业互联网等领域，以承接市场已存基金所持有资产为投资对象
无锡宝亿股权投资 资料来源：中信证券研究部基金	2022 年 1 月	江苏无锡	S 基金	实缴 1 亿美元	IDG 资本	聚焦先进制造、企业服务等领域，主要承接城市已存基金所持资产
紫金建邺 S 基金	2022 年 5 月	江苏南京	S 基金	目标规模 10 亿元	南京市创新投资集团和建邺高投集团联合发起，主要出资人包括南钢股份、东南基金、盛景嘉成、天心投资等	
太湖爱思创业投资基金	2022 年 6 月	江苏无锡	S 基金	首期规模 5 亿元(目标 20 亿元)	锡创投发起	重点投向新一代信息技术、医疗健康、双碳节能、人工智能、新能源、新材料、先进制造、消费科技等科技创新领域。
上海引领接力创业投资基金一期	2022 年 7 月	上海	S 基金	首期规模 30 亿元(目标 100 亿)	管理人由上海国有资本投资有限公司旗下的上海孚腾私募基金管理有限公司担任，中保投资、中银理财以及交银国际为 S 基金核心意向投资人，上海国投、浦东引领区基金为基石投资人。	
徐州市 S 基金*	2022 年 7 月	江苏徐州	S 基金	目标规模 100 亿元	徐州市与 IDG 资本将共同组建规模约 100 亿元的二手份额基金	重点投资清洁能源及技术、双碳经济、智能制造、半导体、消费和服务、大健康等多领域产业
上实盛世 S 基金二期	2022 年 7 月	上海	S 基金	规模数亿元	基石投资人包括上投资产、园丰资本	主要采取“P+S+D”的投资策略，以中后期基金份额投资为主，重点布局医疗健康、智能科技、先进制造、节能环保、消费升级等战略新兴产业。

资料来源：执中 ZERONE、甲子光年、证券日报、金融时报、投资界、同花顺财经等，中信证券研究部

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。