

# 空山新雨后，柳暗花待明 ——证监会“315新政”对私募股权一级投资市场的影响

2023年8月27日，中国证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》（以下简称“827新政”），提出阶段性收紧IPO节奏与优化再融资举措。

2024年3月15日，证监会连续发布了四项重要的政策性文件，统称为“315新政”。文件包括《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》和《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》。四项政策分别覆盖了发行上市、上市公司、证券机构监管、证监会自身系统建设四个方面，从源头上把握和提高上市公司质量。A股IPO市场作为国民经济“晴雨表”被重塑，中国资本市场不得不面临全新挑战。

2023年9月，易凯资本股权资本市场部曾在《中国一级市场股权投资最新观察》（[点击阅读](#)）一文中指出“过去已过去，未来尚未来”。但伴随IPO“827新政”、“315新政”的陆续颁布与落地，A股IPO持续释放出从严监管的信号。未来已来、将至已至，比所有人预料的都要快。

## 核心观点

CORE VIEW

### 1、我们正式迈入了具有中国特色现代资本市场的新时代。

过去的一切，皆为序章。昔日的所有玩法被彻底推倒重置，新的游戏规则已见端倪。大幕拉开，做好一切准备面对新的环境、新的格局，新的挑战。

## 2、企业需做好刀刃向内的重塑准备，改变必经剔骨之痛。

IPO“315新政”诸多细则直指企业发展与资本运营之路的核心要素，一石惊醒“梦中人”。创业者与企业家需要以最快的速度认清当下及未来的发展趋势，必须头脑清晰、脚踏实地、不报幻想；自身要拥有健康持久可靠的自我造血能力；身段要软、步伐要快、无法改变那就以无畏的姿态拥抱当下。

## 3、中国资本市场的底层投资逻辑彻底回归本质，严谨出手、控制风险、做好长期持有的准备。

中国资本市场过往的成功模式不会再被复制。IPO“315新政”倒逼中国资本市场投资人不得不彻底的进行自我革命，以全新的游戏规则重新入局。严谨出手、精挑细选、控制风险、躬身入局。放大镜换成显微镜，挖掘大浪淘沙沉者为金为最优选。

## 4、A股IPO的暂缓进一步为中国并购市场的活跃拾柴添火。

A股IPO暂缓，叠加证监会于2月5日提出的五项举措，包括：提高对重组估值的包容性；对不同类型的重组采取不同的监管策略；对头部大市值公司重组实施“快速审核”，同时进一步优化重组“小额快速”审核机制；支持“两创”公司并购同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的；支持上市公司之间的吸收合并等，进一步活跃了中国并购重组市场。我们预判产业并购或将成为市场主流趋势，上市公司或头部企业通过并购方式进一步做精做大做强。

# 01/

CEC Research | 易凯行研

# 中国特色现代资本市场新格局正式拉开序幕

IPO“315新政”落地三周，市场解读与反馈仍在不断深化；新政对于拟上市企业和上市公司均提出了掷地有声的政策要求和监管策略。

“正确上市观、严审“伪科技”、看门人责任、现场检查、一查到底、盈利性、利益分配普惠性、财务造假、规范减持、分红监管、市值管理”这十一个醒目的关键词为中国特色现代资本市场的重塑进一步明确了方向，我们正式迈入了一个“新时代”。

## 1、A股IPO由于门槛骤升导致企业被迫纷纷自踩刹车

2023年8月份以后，A股IPO增速就已经处于逆周期阶段。据统计，2023年1-8月首发上市公司243家，月平均首发数量约30家；2023年9月-2024年3月为100家，月平均首发数量下降至14家。2023年1-8月IPO终止企业共169家，平均每月终止约21家；2023年9月-2024年3月，IPO终止企业上升到208家，平均每月终止约30家，其中有205家均为主动撤材料的企业。“315新政”之后，A股IPO有可能长期维持于当下态势，市场化行为逐步被严谨的监管政策所替代，红利期消失，进入静默深水期。

企业上市门槛也将提高。牢固且坚实的“净利润”一词首当其冲，预测：北交所5000万左右、科创板7000万左右、创业板1亿左右、主板1.5个亿左右，各板块均有不同的净利润起跳红线要求。对科技企业尚有一定包容度，但绝不是拼凑技术的“伪科技”企业，会从严审核企业的科技成色，从严监管未盈利企业上市。

未来企业IPO，规范是基础，净利润、科技属性和创新能力是核心，企业要具备自身稳定增长的能力并且经得住审核的长期考验，回归到自身造血、持续盈利能力标准上来。面临此番大考，企业要做到充沛弹药准备，遇到逆周期调整能稳得住，能打持久战。

## 2、拟上市公司遭遇挑战，“带病闯关”就此终结

“315新政”中，证监会以雷霆之势出击，拟上市公司成为了首要关注的对象。文件进一步明确，对现场检查中的撤回企业“一查到底”，即企业撤回上市申请后仍会被开展现场检查，对发现的问题仍要被追责。另外通过加强现场检查力度，大幅提高现场检查比例，“现场检查覆盖率不低于拟上市企业的三分之一”，通过这些举措来震慑之前的“带病闯关者”，抱着侥幸心理冲击上市，苗头不对就撤的乱象有望就此终结。

## 3、严苛的穿透式监管时代来临

政策明确要求投行券商扛起防范财务造假的重任，确保财务数据的真实性，并对重大违法违规行为依法问责，实质上强化了其作为资本市场“看门人”的督导责任。

在这样的背景下，企业若计划上市，必须提前精心谋划上市方案。从一开始，企业就应让中介机构按照规范标准进行操作，提前进行严格的审核。同时，在融资过程中引入新的投资人时，也应主动聘请中介机构对其潜在股东进行穿透式的核查。这种反向尽调、反向要求和反向承诺的做法，能够确保不会因投资人的原因影响上市申报或带来潜在问题。

#### 4、上市公司减持和分红受到强约束

《关于加强上市公司监管的意见》文件中针对财务造假、减持、分红、市值管理等问题提出了明确的整治和规范措施，严格的监管给市场带来了强烈的震慑力。

上市公司们不得不重新审视自身的经营行为和治理结构，确保合规经营，避免触碰监管红线，尤其是在减持和分红行为上更需慎之又慎。曲线减持、绕道减持等行为被明确定义，且违规减持将责令购回并上缴价差。针对长期未分红或分红率偏低的上市公司，也将采取一系列措施督促分红，包括强制性的信息披露要求、限制控股股东减持以及特别处理（ST）等。

#### 5、A股市场并购投资交易将进一步呈现涌动态势

政策在加大对重组上市活动监管力度的同时，也积极支持上市公司通过并购重组来优化资源配置、提升投资价值，进而推动整个市场的健康发展。对于活跃并购重组市场，证监会多措并举，鼓励上市公司调动多种工具来并购优质资产，并从审核上实施“快速审核”、“小额快速”等机制，这不仅加强了市场监管，规范了市场秩序，更为A股市场的并购投资交易提供了更为广阔的舞台。

# 02/

CEC Research | 易凯行研

## 中国一级投资市场虽受到冲击，但新的价值投资机会正在显现

中国一级投资市场经历了近几年的迷茫期，于近期按下重启键。一级市场在二级市场的倒逼下，重塑与迭代的速度远超大多数从业者的心里预判。

所有人站在浪潮之下，不得不迎难而上。中国一级投资市场各类型投资机构对于“315新政”的反馈各不相同，整体上呈现出中性偏悲观的市场情绪。虽时代已重启，但如何应对，如何做到弱水三千能取哪瓢成为各类型投资机构和每一位金融从业者共同关注和探究的问题。

## 1、国资选手稳中有进，持续布局不止步

国资选手由于其特殊的身份背景，有别于市场上任何类型的投资机构，俨然成为中国资本市场的中流砥柱，承载着产业长久发展的责任与使命。

—对于央国企背景投资平台，其投资方向恒定聚焦在主责主业，尤其是进入2023年后。投资行为作为主营业务向下的辅线，配合主营业务的长久发展才是第一要素，充分发挥央国企“链长”在各产业链畅通发展的带动与支撑作用才是核心关键。

—对于国家队背景投资机构，以市场化的敏锐触角挖掘优质创业企业，肩负着金融带动实体经济做大做强的发展使命，围绕国家战略发展方向，长期持有，陪伴成长。

—各地地方政府背景投资平台作为目前国内资本市场最活跃的一类资方，围绕本地发展战略的政策性投资是其投资策略的关键。本地产业扶持与强链补链是第一要位，而非纯粹的IPO利得。当然“315新政”也会助推各大国资选手对企业的科技含量、技术创新和领先性、财务健康度以及投资的安全稳健性等各个维度提出更高要求。

## 2、产业资本强者恒强

产业资本普遍认为此次新政影响在可控区间内。当前多数CVC（产业风险投资机构）主要聚焦于自身产业相关的重大战略项目孵化和投资活动，其首要目标并非追求纯粹的财务回报，而是致力于完善集团的生态圈布局，这些投资标的与集团产生业务层面的深度合作，通过合作实现的收益对其而言远超过单纯的财务收益。

同时，随着IPO节奏的放缓，并购重组的价值显现，产业资本在并购投资交易中的议价能力也相应增强。这一趋势有助于产业资本进一步巩固其市场地位，实现强者恒强的局面。通过精准把握市场脉动和政策走向，产业资本将继续在并购重组领域发挥关键作用，推动产业链的整合优化和行业的健康发展。

## 3、创业投资机构再受重创

中国一级投资市场众多创业投资机构可谓雪上加霜，投资回报预期被迫再次下调，解决退出问题已经成为多数投资机构迫在眉睫的关键。创业投资机构普遍遵循二八原则，即头部项目争取赚取绝对收益，中尾部项目争取保本。“长期主义”的理念虽好，但在生存面前，一切都需要被搁置。

收紧的态势也使得大部分创业投资机构不得不调整投资策略，进一步提高投资门槛。在筛选投资项目时，投资机构将更加注重公司的行业地位、财务数据以及估值指标等多维度因素，并趋于严格把控。同时，将积极寻找更符合本次新政要求的资产标的，如具备技术革命性突破、生产要素创新以及产业转型升级等关键点，并以创新驱动为主导，能够摆脱传统经济增长方式的束缚。

在保障型条款和架构设计方面，财务投资机构也将更为苛刻，例如可实现的兜底、回购、优先劣后等条款设计。

#### 4、PE机构重拾并购投资交易，下场积极捕捉价值投资机会

国内风险投资快速发展20余年，一级投资市场处于长周期性“牛市”，众多PE机构积极参与少数股权投资并将其作为基金重点策略。今非昔比，面对愈发从严的A股IPO格局，越来越多的企业愿意采取并购方式完成自身退出，加之国内许多优质资产价格正处回调期，使得PE机构普遍选择回归原有游刃有余的并购投资“主战场”，PE机构有望捕捉到更多低价持有优质资产的交易机会。

总体来看，尽管“315新政”对PE机构产生一定影响，但由于PE机构投资策略的快速调整，以并购方式入主优质资产，将资产做大做强后再以多种方式出售或待A股IPO复苏后退出，再或长期持有均是灵活可选项，其整体影响处于可控范围之内。

# 03/

CEC Research | 易凯行研

## 我们的预判

受各类因素的叠加影响，此次A股IPO的暂缓之举与往年历次的IPO暂缓或暂停都不能同日而语。对于各个行业的创业者和中国资本市场的大多数玩家来说是一次全新且全面的重塑调整，每一位都需要以归零的心态来拥抱中国特色现代资本市场，上路并尽快扬帆起航。

### 1、新格局下必须和三种主力资方做朋友

面对中国特色现代资本市场，要积极拥抱“国家队、地方政府、大企业集团/上市公司”三类主力出资方，用开放的心态、敏锐的行动与其长久共进、共赢、共存。

—拥抱国家队，意味着要清晰知晓国家队的定位和诉求，所处的行业是否为国家战略新兴发展方向，同时也要从本质看待国家队的资金属性，资金的安全性保障是其底线。

—拥抱各地地方政府，意味着要懂如何和地方政府对话，适应其沟通语系，厘清其内部各组织部门的关系和职能，尽量和地方政府碰撞出意义非凡的火花，细心与耐心也是成功合作的关键。

—拥抱大企业集团/上市公司，自身要积极和产业内生态链玩家打成一片，多与上下游的合作客户互通有无，重视产业资本对企业长期发展的综合价值赋能，东方不亮西方亮。

## 2、IPO放缓，产业方和各地政府成为中国并购市场的主导力量

尽管IPO和并购并不是跷跷板的两端，但一端的势微确实会带来另一端的抬升，A股IPO的暂缓叠加场内强烈的退出意愿助推并购投资交易的再度升温。

### 从买方角度观察，以下三类买方值得重点关注：

—产业方并购的核心要素是基于自身的战略协同性，通过并购投资交易来完善产业链横向或纵向的布局。各行业产业方选择并购投资交易是基于对自身发展的未来需求、当下市场环境及政策层面支持等多维度研判后综合考虑的结果。通过并购方式，围绕主营业务深耕产业链上下游，持续做优做强，实现自身产业的升级与转型；从本质上提升企业在所处行业中的核心竞争力并打造产业带动的示范效应。并购无疑是产业方长久发展的“加速器”。

—地方国资“揽A”来势凶猛。地方国资本着区域内招商引资、产业转型升级及国有资产保值增值的综合诉求，肩负稳定市场、支持民企发展的责任，加之二级市场标的更合规、估值更合理、定价更公允，“买买买”明显步伐加快，正在纷纷入主并购市场。已经发生湖北国资入主微创光电、奥特佳、长江证券；河北国资入主风范股份、三友化工等多起典型交易案例。

地方国资联手PE机构，加大对国内并购市场的探索力度开始初露苗头。此方式既能助力各个地方政府经济基本面与营商环境的稳步爬升；又能依托并购投资交易组建的专项基金从而在一定程度上缓解眼下一级投资市场的募资压力和募资窘迫现象。“聪明的钱”流向更具有指向性、更具有时代意义和战略价值的方向。

—外资也在积极买入国内优质资产。国内企业退出路径严重受阻，国内机构在投资上更加谨慎，当下环境为外资在国内低价购买优质资产提供了难得的机会。近期在生物医药领域便发生了多起MNC（跨国公司）对国内创新药企的并购事件。

### **从卖方角度观察，需关注首尾两端的交易机会：**

首尾两端的并购投资交易预判会占主流，细分领域小而美的企业，在证监会提出的优化重组“小额快速”审核机制下，交易体量在5-6亿人民币内的小额并购会迎来窗口期；中大型优质资产，甚至是上市公司，在证监会鼓励行业龙头企业高效并购优质资产、鼓励上市公司之间吸收合并等政策支持下，如今惠泰医疗被迈瑞医疗并购这样的交易有持续出现的可能性。

### **从交易方式角度观察：**

现金收购或将成为并购投资交易的主要类型。较于之前的交易方式，现金收购有助于一定程度提升交易实现的可行性：对于买方而言，一方面再融资存在实质难度，另一方面股价处于低位，发行股份获得的资金少但股权稀释多；对于卖方而言，直接希望是获得现金退出。在“315新政”的背景下，预计现金交易市场会快速爆发。

## **3、中国资本市场的格局和底层逻辑被彻底改变**

伴随着中国资本市场整体LP出资方与结构的大调整，人民币取代美元占据绝对主导地位。参考2024年第一季度的募资数据，人民币基金的募资数量是外币基金的12.4倍，募资金额约是外币募资总额的4.8倍，新募集人民币基金的数量占到市场的92.5%。地方国资与国内产业资本已成为市场主力军。市场化基金管理人的运营规则伴随着LP结构的调整也正在发生着变化。

在此大环境下，投资人不再单一追求某项目超额收益，投资决策会加入多方面考量。例如以国家队与央国企作为LP的基金管理人会从项目是否符合国家新兴战略布局要求，是否符合“新质生产力”主题筛选判断；以地方国资作为LP的基金管理人也会更多考虑LP的切实诉求，扶持本地企业或实现招引、提升就业基数等都是最核心的几类评判因素。

各类投资机构由于受多重因素的影响，投资底层逻辑从原有追求价值投资与高成长性投资，转变为更重视投资的安全性与资金的安全性，投资逻辑更倾向于“理财”或“分红”式投资。

大多数基金管理人将更重视基金整体退出，在投资的同时思考项目在短期内的多种退出渠道，在保证IRR的前提下更重视DPI。与过往的“募-投-管-退”不同，今天的投资机构将“退”、“管”置于“募”、“投”前位。



#### **4、聚焦“新质生产力”**

2023年12月在中央经济会议中明确提出的“新质生产力”，将是下一阶段中国资本市场的重点关注方向。

新质生产力是以人工智能、新材料、商业航天、低空经济、智能网联、新能源汽车、生物制造、民生科技等为代表的新兴产业、未来产业、科技创新产业，投资机构将更关注企业高科技、高效能、高质量的特征，明确区别于“伪科创”项目。

伴随“315新政”实施，“专精特新”“小巨人”已不作为投资人判断项目与企业上市的金标准。在此基础上，关注IPO资产的投资机构开始转向新质生产力主题，应运而生地也会有更多新质生产力相关主题基金设立。

#### **5、身段灵活才能穿越周期，创业者要做足过冬储备**

在资本市场环境的深刻调整下，企业也应积极拥抱变化，夯实自身基础，更高效的利用金融工具谋求发展。

财务安全是企业的立身之本，在融资环境多有变数的情况下，企业应开源节流，保证安全的现金储备，关注研发成本，严控优先级较低的业务投入。

在融资过程中，尽量采用“小额多轮”、“小步快跑”的融资策略，不必一味追求大额融资与机构知名度，更应关注投资机构的出资能力、在该领域的产业布局与决策速度。

同时，企业也要考虑综合成本的调整，平衡估值合理性，多元化的运用金融工具，灵活调动资本的力量加速企业发展速度，增强可持续经营能力。

#### **6、投资当如创业，深度参与企业成长是投资机构的“新航道”**

在中国资本市场结构重整后，单只基金的募资体量呈直线下降态势，市场上新募集的基金绝大多数为管理规模小于10亿的人民币基金。

投资人的投资思路将从“投赛道”逻辑逐渐转变为“创业式投资”。这要求一级市场从业者具备更扎实的行业基础、更全面的业务水平，有能力筛选出更早期的优质项目，躬身入局，以联合创业者的姿态为企业提供更维度的赋能，体现投后价值。

