

一元复始，春暖花开：易凯资本 2023 年资本市场展望 | 易凯研究

引言

三年大疫，叠加多重“黑天鹅”事件，重构了国际政治格局，2022 年的中国私募股权资本市场跌跌撞撞、步履蹒跚。募资难、退出难、美元基金回撤、信心疲软、全员躺平成为特定时代的缩影。上至 LP，下至投资机构、创业公司，大家开始进入苦修内功的时代，估值泡沫清退、投资回归基本面成为资本市场价值尺度的共识。

癸卯年已至，中国向“制造业强国”大步迈进。政策引导内需快速恢复，积极的财政政策保证了市场流动性的重塑，清晰的经济发展战略为高新技术产业、制造业、医疗产业、消费产业的未来发展提供了宽广的想象空间，万物复苏有迹可循，中国经济进入新一轮增长曲线。

易凯资本私募股权资本市场部 (ECM) 选取 2017-2022 年的数据指标，从募资端、投资端、退出端三个维度，洞察中国私募股权市场六年间钱的流动、产业聚集的方向和市场的变化，并从全年和 LP、GP 密切高频的对话中带来最鲜活的一线温度感知。

目前，易凯 ECM 团队已经覆盖了包括国家队/政府背景投资人、央企/国企、跨国公司、上市公司、各类型财务背景投资人、主权基金等在内的境内外超过 5000 家重要和活跃的投资机构，以确保我们观察的基础足够扎实和深厚，也确保了我们的客户在经济周期和市场波动中依然得到多样化和高效的资本市场覆盖。

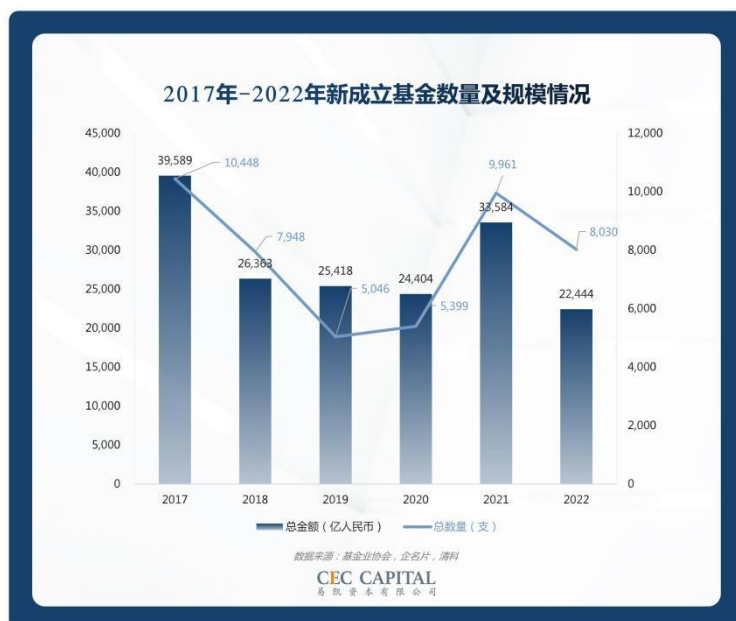
2023 年，站在新一轮经济周期的起点，我们期待和大家一起在 LP、GP 的趋势变化与格局演进中，捕捉到 2023 年的细分赛道投资机会及交易机会，祝大家在新的一年里充满发现、充满收获。

核心观点

- 1、2023 年，伴随积极的财政政策和清晰的经济发展战略陆续出台，预判中国私募股权投资市场开始正式回暖，但三年大疫使元气大伤，回升弧线一定是平滑且缓慢；进入下半年后，回暖应该会有显著提速。
- 2、以政府引导基金为背景组建的产业集群带其势能不容小觑，尤其是家底还算充裕的省市级。在加快经济提速的压力下，将会以更积极、更市场化、更灵活的方式推动私募股权市场回暖；与此同时也会以更开放的心态加强与产业聚焦型的 GP 合作。
- 3、中东、东南亚资金有逐渐替代美国资金成为境内美元基金 LP 重要参与者的趋势。建议中东区域资金重前期培养，东南亚区域资金重择机而动，迅速落子。
- 4、产业 CVC 集体下场，以“LP、直投、共组基金”等多种方式积极布局私募股权投资市场。这帮行业老法师会进一步倒逼创业企业从人才留存、技术/生态壁垒、合理估值体系等维度思考未来的路该怎么走。高含金量的钱，想拿并不容易。
- 5、人民币基金正式迈入黄金期，“国家队”行业引领地位不动摇。但我们相信伴随经济回暖，除“卡脖子”领域以外的诸多行业对资金的渴求会更急迫。美元基金或双币基金手里有充沛余粮，被压抑的投资欲望必须要得到释放，活跃度一定会反弹。
- 6、“投资不出圈”的现象会越来越明显。经济如火如荼的大环境下一窝蜂哄抬项目的时代已经过去，越来越多价值型企业呈现“小圈”文化的聚焦效应。脾气秉性相投有时比更有钱还重要。
- 7、疫情三年，摘掉了各行各业莫须有的光环。“投早、投稳、投硬、投水下、投人才、投产业”这六投会成为 2023 年私募股权投资市场各类 GP 主要的投资计量尺。
- 8、以“高端装备制造、半导体、新能源”等为代表的科技领域基石位置会一直稳固下去；消费行业伴随疫情过峰平息，一定会最先崛起，尤其是消沉了多年的线下消费；医疗行业依旧会生生不息，其中“医疗+X”必将成为投资新趋势，尤其是与硬科技的结合值得重点关注。

Part1 回顾

募资端：中国私募股权投资市场在波动中前行，但希望依存

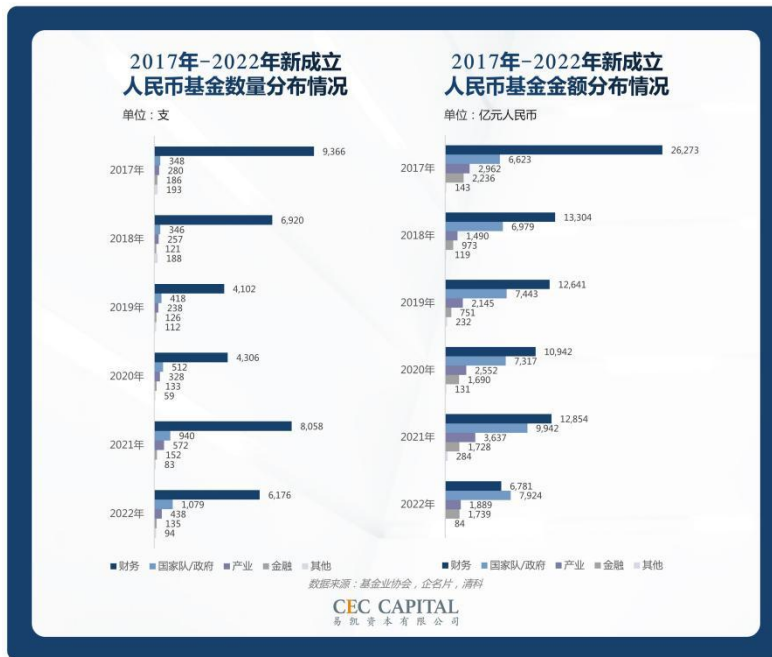


纵观2017年-2022年中国私募股权投资市场数据指标,受国内外各类因素影响,2018年开始走低,新基金募集规模降幅达33%,持续处于低位点;2021年防疫政策常态化,市场活力回暖、投资信心重拾,中国私募股权投资市场新基金募资规模涨幅达38%,出现小阳春。



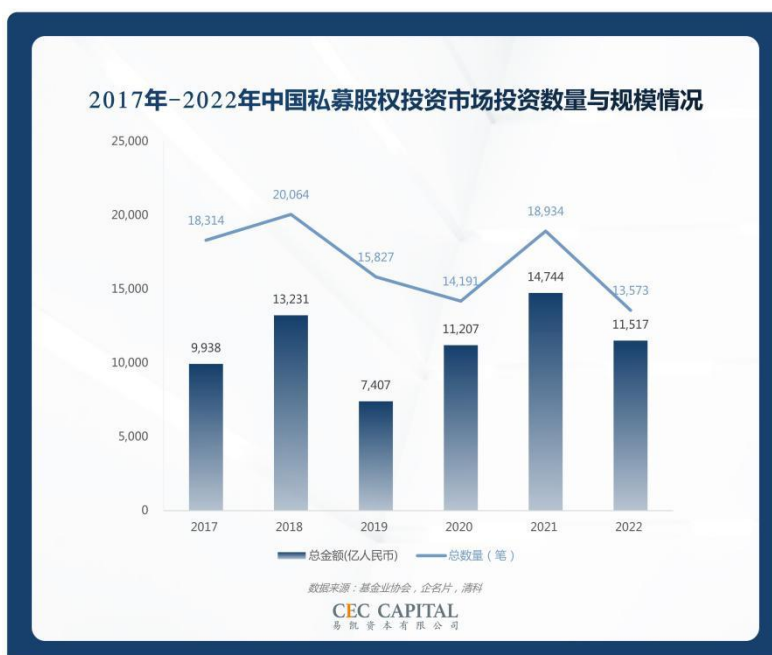
2018年起始,受中美贸易战主要因素影响,境内美元基金成立数量骤降,当年降幅达57%;反观疫情防控三年期间,美元基金募资活跃度与我们体感的“冰冻期”略有不同,2021年-2022年境

内美元募资数量不降反升，中国在全球范围内依然属于经济发展空间大，可进行资产持续配置的少数国家之一是不可忽视的因素。外加美元基金募资周期长的特点，先期运作中的基金在2021年良好窗口期纷纷落地。但从长周期看，人民币基金依旧是境内资本市场绝对的核心参与者。



2017年-2022年，国家队/政府背景基金在募资数量与金额双维度呈逐年递增态势，单从募资数量看，年递增率均值超过28%。2021年后尤为明显，2021年较之2020年，募资数量涨幅为83.6%；2022年其募资金额首度超越财务背景投资机构，占全年43%。

投资端：时移世易，风险与机遇相生相依



2020年-2022年，在疫情防控三年期间内，中国私募股权投资市场真实情况较疫情前三年比实际感知要乐观。尤其在2021年，疫情常态化管控、注册制提速、美元资产加码配置、北交所开市等都在一定程度上抵消了疫情对资本市场带来的阶段性风险。

TMT 行业



在国产替代、“卡脖子”问题亟待解决的大环境下，日积月累的投资势能得到释放，TMT行业投资活跃度进入2021年呈直线上升走势，投资数量与金额涨幅分别达到111.5%、38.2%。其中，碳中和、先进制造、军工等赛道备受关注。

2022年，伴随诸多“黑天鹅”事件的影响，投资活跃度略有回调，但依旧保持在绝对高位。

医疗行业



2020年、2021年医疗行业迎来了投资黄金期。2020年投资金额较2019年涨幅达111.4%，2021年投资走势继续上扬。全球资金流动性充足、医疗创新药/械企业退出渠道通畅，叠加疫情挖掘了医疗市场的巨大潜力，形成了戴维斯双击之势。

进入2022年后，投资数量和投资金额断崖式下降，同比下降为31.1%和46.5%，前两年资本市场的激进让祸福相倚，资本盛宴导致估值泡沫；二级市场表现不佳，诸多企业面临退出受阻。

消费行业：



2017年-2018年，新消费品牌及商业创新的崛起带动了资本市场的短暂“消费风潮”，消费投资呈现顶点态势。

2019年开始，消费行业虽有回暖，但投资持续疲软。流量打法、烧钱走量、过度利用资本杠杆等模式创新与资本策略被证明难以成立；2022年因疫情等原因让消费投资直接进入冰川期。但值得一提的是，近几年专项基金崛起迅速并落子频繁：如日初资本、蜂巧资本等。

退出端：上市之路波荡起伏，并购交易稳步向前



2018年-2019年，受IPO审核趋严、注册制改革、监管问答等影响，中国私募股权投资市场新股上市公司数量大幅下降；为寻求更多退出可能性，并购交易活跃度明显提升。

进入2020年，在央行多次降准、疫情防控政策得当等各类利好因素推动下，信心恢复，上市通道顺畅，一定程度上提高了上市积极性；受国内产业升级、“双循环”政策的刺激，加之部分企业集团开始着手调整原本业务战略，并购交易在2020、2021年较之往年虽有回落，但依旧处于高位点，其热度与上市退出并驾齐驱。

Part2 2022年资本市场温度感知

2022年，风云变幻，地缘冲突及多国紧缩政策搅动全球市场，美联储激进加息为资金放水画上终止符，全球经济忍受高通胀阴影。

中国市场也遭遇了一定冲击。中美关系的竞合博弈继续，中概股审计监管趋严；房地产行业遇到困难，国民经济三驾马车中两驾遇到挑战。

2022年尾声，低迷的局面开始出现阶段性好转。中美审计监管初步落地、地产迎来政策面支持，年底的复苏反弹信号使中国资本市场逐渐苏醒。

LP 温度感知

跌宕起伏的一年，风险信号构成了闭环传导，LP在GP标的选择上持续严谨，出资周期放缓。

1、出资周期显著拉长

LP以加码投资头部或已合作的GP为主，重心管理存量GP，少数扩容投资新GP。对于新GP，多数处于观望状态，决策周期显著拉长，出资同比减少。

2、不同地域 LP 具有明显投资差异特性

最突出的无疑是受中美博弈等宏观影响而出资骤降的美国背景 LP，致使国内诸多 GP 与其失之交臂；资金充沛、长期看好中国市场的中东主权 LP 以及对中国市场更加熟悉的东南亚 LP，出资兴趣度出现提升，但仍需深耕细作；欧洲 LP 则维持相对冷热适中的出手温度。

3、地产和险资主流 LP 躺平

受政策收紧影响，地产 LP 在 2022 年急剧流失，成为 LP 版图严重缺失部分；险资由于投资更注重安全边界及稳定性，在一级市场下行期出资趋于谨慎，比例明显降低。

4、地方政府的集聚效应开始显现

地域性地方政府集聚效应开始浮现，如江苏、安徽、广东等；对 GP 赋能当地的招商引资、构建产业集群能力等方面提出更高要求。

5、产业 CVC 成为 LP 市场新贵

产业 CVC 密集下场，成为资本市场重要增量一部分，通过入资或与优质 GP 合作，实现快速产业链集群的覆盖与整合。

GP 温度感知

2022 年，对于大多数 GP 无疑是忧心如惓的一年。政策局势不稳定及二级市场的持续低迷，使得市场上行期的“击鼓传花”估值红利逐渐淡出一级市场心智。GP 躺平常态化，看多投少、出手谨慎、估值敏感，工作重心转向行业研究和投后管理，积极为被投公司寻求多元化资本方案。投资逻辑已经回归到企业价值的基本面。

1、人民币前行，美元势微

在“阶段性淡出”的大背景下，美元基金势头走低成为 GP 端最明显的变化，人民币基金成为中国私募股权投资市场绝对主导。尤其是以专精特新、脱虚向实为主题的人民币基金，在 2022 年主导引领了科技领域的投资风向，如新能源、碳中和、半导体等。

2、“专题性”基金批量涌现

2022 年，主题鲜明、投向明确的专题性基金逐渐增多，“碳中和”专题基金逾 200 支、总认缴金额 1123 亿元；“数字经济”专题基金 44 支、总认缴金额 165 亿元；“医疗健康”专题基金 100 支、总认缴金额 340 亿元；“农业科技”专题基金 25 支、总认缴金额 106 亿元等。这些“专题性”基金大多由政府主导，产业方引领，财务机构试水参与，成为一级市场新特色。

3、GP 势力新趋势

以 A 股为代表的产业 CVC 势力崛起，产业并购风盛行，成为一级市场上的积极并购买家。产业 CVC 普遍拥有充沛的资金流，存在并购的强诉求，在市场整体下行时，通过产业并购和整合逆向投资，抬高了其行业天花板；家办则更加分散投资种类，尤其以港澳家办海外化最为明显；GP 新势力如 S 基金，老股专项基金则聚焦新类产品和交易机会，如风险债及夹层交易。

4、寻求长生命周期投资管理策略

GP 为提高被投资企业存活率及自身投资的胜算率。一部分在看好的被投资企业上持续加码，甚至做控股型投资；一部分选择深耕早期孵化，专注于“孵化+投资+管理”的新型投资模式。2022 年 GP 普遍意识到，行业低迷期中更要与项目同舟共济，既帮助企业共同成长，又能实现另一种形式的“抱团取暖”。

Part3 2023 年资本市场展望

2023 年，持续现存的全球能源与粮食危机、就业率供需匹配失衡、地缘政治的不确定性等综合因素将继续加剧全球经济下行趋势，虽通货膨胀略有回落，但其趋势预计将非常缓慢。在此大环境的映衬下，中国在疫情防控政策中快速过峰，中央逐步出台多条经济利好政策，各地方政府因地制宜推动产业差异化发展。“稳经济、保增长、促发展”成为全国共同努力的方向，制造业重回发展主旋律，中国经济低迷局面开始逐步好转。

后疫情时代开启，机遇大于挑战。中国私募股权投资市场将迎来新一轮的增长曲线。向阳而生、春暖花开。

LP 趋势变化

1、政府引导基金呈现头部效应、区域产业集群现状凸显

2023 年，人民币基金出资的一大核心力量仍来源于经济与产业基础雄厚的省市级地方政府引导基金，以创投环境成熟，财政储备充裕的地区尤为显著；中西部地区作为后起之秀，后发之力不可小觑。相映相衬下，在中国私募股权投资市场身为排头兵的核心省市的“产业集群”效应将愈加凸显，区域内调活根基产业，扬长补短，共谋发展。对于基金的要求也将更加倾向于聚焦本地、回溯本原。

2、聚焦战略新兴产业方向，精耕细作；待势乘时，活跃度只增不减

政府背景引导基金其自带政策传导、产业驱动等多种天然属性，国家战略新兴产业必是其核心发力方向。大势所需，南带北、沿海带内陆，预计到下半年势必会呈现繁花似锦的景象。

3、产业 CVC 持续加码一级市场，更多“场内人士入局”

2023 年，产业 CVC 会伴随资本市场结构调整发挥愈加重要的地位。上市公司愈发活跃，从单一的并购到做 LP、做产业园、做基地+基金模式等，不断寻求模式突破与创新。同时，更多围绕政策引导的产业上市公司及大企业集团会依托自身行业地位优势、产业认知优势成为 2023 年 LP 一股重要的新浪潮；上市公司逐渐形成生态航母，推动国内资本市场这盘活水进一步流动起来。

4、中东资金有望成为境内美元 LP 的新势力

基于国际关系的不确定性，过往积极参与国内一级市场投资的美国 LP 在 2022 年表现消极，中东市场或将成为 2023 年境内美元 LP 的主战场。除各大主权基金如 ADIA、KIA、Mubadala 等在国内早有布局之外，境内美元 GP 也在同步扩展相关渠道，希望吸引更多的中东 LP 参与中国一级市场股权投资。

5、LP 与 GP 之间“东鸣西应”、LP 愈加关注“小和稳”，投资回归价值本质

深耕产业赛道，基金体量适中“小而美”的朴质基金，或将成为 2023 年各类 LP 青睐的心仪对象；与此同时，稳定且高含金量的投资团队、不随波逐流能逆势而上、具有独立判断力成为 LP 们除 IRR、DPI 等，更为关注的软性因素。LP 们已经开始进入自我调整的新阶段。

6、重启对于超高净值个人 LP 的期待

现金为王的 2022 年已悄然过去，市场经济活力与消费者信心逐步开始走强，场内大多数超高净值个人的可配置资产需要找寻收益理想的配置方向，优质的股权类产品依旧是其最优选择之一。但值得注意的是大家的口味将更加挑剔，具有清晰投向及产业优势，紧扣国家战略发展方向的基金或将成为主流宠儿。

GP 格局变化

1、“国家队”行业引领位置不动摇

国家队背景投资人依托其股东结构的特殊性、投资任务的使命与责任感，在进入 2023 年，依旧会是中国私募股权投资市场内的中流砥柱。除个别主旋律投资命题的超大体量基金陆续设立外，我们预判 2023 年国家队背景投资人将呈现“体量适中”、“主题更聚焦”的特点，以百亿级规模较为常见。

2、产业 CVC 借助自身优势，逐渐领跑中国私募股权投资市场

亲自入场：产业背景投资人深悉其自身所处赛道、行业理解深刻，面对业内创业企业，能“不仅知其然更知其所以然”；加之较完善的产业链生态与强大的集团综合实力，越来越受到大部分细分赛道创业公司的欢迎；面对自身未来发展，产业集团需要解决的差异化补足问题，产业 CVC 亦更希望通过资本运作方式进行战略性布局，其中以生物医药、新能源、半导体等领域尤为明显。
联合出手：过往占绝对主流的财务背景投资人也更加偏好联合产业 CVC 集体下场，具有深远的行业格局观、能洞察产业内薄弱环节、拥有充裕经验积累的产业 CVC 与财务投资人形成最佳互补搭档。其次企业股东中是否存在产业集团的身影也会作为重要参考指标之一。

我们预判在 2023 年，将有更多产业背景投资人下场，助力中国私募股权投资市场加速回暖。

3、美元私募基金管理人涉足人民币基金更频繁

在投资版图的轮动下，以泛科技、硬科技为投资方向的人民币基金优势开始凸显；数家美元基金管理人审时度势，开始尝试搭建人民币 IR 募资团队并试水成立人民币基金。

4、市场化基金向“中小化”规模靠拢，市场化区域型产业带直投基金未来可期

整体经济需长周期回暖、难募资的现状不会立马改善等客观现存因素，使得众多市场化基金管理人更加理性、客观。2023 年，围绕着“新趋势命题”及“国家战略发展”两个方向将会诞生更多投资主体明晰、规模适中的中小体量基金。

其次，寻求新一轮增长曲线发展是 2023 年各地经济区域带的重要任务之一。以“京津冀、长三角、粤港澳”已设立的市场化的直投基金为代表，预判在未来将会有更多类型基金诞生。

5、相互借力，“小圈”文化由小众走向投资时代的舞台

“投资不出圈”的现象越来越明显。一方面各类型投资机构利用好各自优势与资源，借力而行、借力使力，优质企业的融资逐渐呈现“小圈”文化的聚焦效应；另一面，部分细分赛道的特殊性，如

半导体、军工、新材料等，使其从创始人到投资人，先天存在邻近吸引和依附性吸引，间接地推动融资与投资行为向人才集合、资源集合、秉性集合靠拢。

6、中心主导+区域指引相结合，扩大对优质项目的覆盖力、挖掘力

挖掘价值标的、水下项目，是各类投资人，尤其是以市场化投资行为为主的投资机构的重要投资行为之一，我们发现越来越多投资机构纷纷设立区域团队，从募资到投资双管齐下，区域下沉，在横向实现对头部项目的持续覆盖外，纵向掘地三尺，挖掘潜在可投价值标的。

GP 口味变化

1、投“早”：优质项目提早布局

2023 年，GP 的投资阶段偏好会更加鲜明，更偏好优秀的早期创业项目。早期创业公司若在细分产业有深刻洞察力、扎实的技术研发能力、出色的团队背景及合理的估值区间，会更受 GP 追捧。

2、投“稳”：关注企业基本面稳定度

由于二级市场价格波动，一二级市场在某些行业出现估值倒挂情况，一级市场投资人对往年备受关注的 Pre-IPO 项目态度愈加谨慎，转而开始关注在成长期阶段商业化能力得到验证的企业，对项目自身的健康度及造血能力要求提升，同时更加关注其降本增效的空间和能力。

3、投“硬”：强化技术壁垒高度

在自主创新、国产替代的大背景下，投资人对“卡脖子”技术的突破尤为关注。模式类创新不再受追捧；硬科技企业壁垒高企，拥有更深护城河，市场将眼光聚焦“专精特新”“小巨人”企业，技术溢价在估值上充分体现。

4、投“水下”：深扎行业发掘优质机会

水上项目充分市场化，或有估值泡沫，反观水下，企业长年深扎某一细分赛道，自我造血能力强，未经资本操盘，基本面淳朴，估值合理。2023 年，深度挖掘水下项目的优质投资机会，几乎成为一级创投市场的共识。

5、投“人才”：绑定技术人才抢占投资先机

人才是技术迭代的核​​心，而科研院所是人才的集聚地。众多科研工作者长期钻研科技难题，承接各大国家重要专项，科研院所不仅卧虎藏龙，且蕴含众多尚未商业化的科研技术，值得投资人深度探索挖掘。

6、投“产业”：借势母公司稳健发展

2023 年，为加快产业布局，大企业集团联合社会资本快速孵化落地子公司的趋势愈加明显。背靠母公司完善供应链，单一部门业务在体外孵化，兼具灵活性与风险收益的平衡，在与母公司产业链融合形成自循环的同时，广纳社会资源，借助政策红利，实现企业稳健增长。

细分赛道投资机会

1、依托中国“制造大国”的基础优势，审时度势，先进制造投资机会蓄势待发

国际局势逐步重构，依托中国良好的制造业发展基础的沉淀，真正解决自主研发，自主可控，无忧于外部因素对于未来长期发展的制约，发展先进制造无疑是最重要的方向之一。

针对工业、能源、汽车、光伏等重点发展领域，围绕其产业供应链进行重构、以及产业链自身上下游核心零部件领域等，预计会是投资人在 2023 年重点布局领域。

2、围绕“数字经济”挖拓展新投资机会

近几年，伴随信息领域的科技持续创新，“数字经济”已逐渐跳出原来领域向外延伸延展，随之伴随着新一批投资机会的涌现。如何真正实现国内在数据安全、网络安全维度的技术转化；如何让数字化、智能化在未来真正实现对各个细分领域的持续赋能，如在能源领域、高端装备制造领域等。真正把握数字经济“自主”发展，是接下来几年亟待解决的问题和投资原动力。

3、新能源赛道热度持续，继续深挖新能源汽车产业链、光伏、储能等热门赛道细分机会

新能源赛道是近年投资热点，不同类型投资人纷纷入局，新能源汽车产业链、储能、光伏、等热门赛道的细分机会将被继续深挖，其中设备类、材料创新类方向的关注度将加大。新能源结合高端制造方向的更“硬”的企业将受青睐。

4、挖掘不同行业符合“碳中和、ESG、节能减碳”概念下的优质标的

“碳中和”大于新能源，渗透到各行各业中，不同行业中符合“碳中和、ESG”概念的“扎实”企业将继续受到投资人关注。除了传统的新能源赛道，未来会有越来越多先进制造、新材料企业在碳中和概念的融合下涌现。

5、穿越风险周期，半导体赛道进入稳健发展的下半场

中国要完成从“制造大国”向“制造强国”的转变，高附加值制造业的提升是必经之路，半导体产业急需升级。伴随美国芯片法案及一系列政策的出台，国内半导体产业的发展受到严峻挑战，先进制程制约严重，大芯片进程备受阻碍，国内将立足于成熟制程，建立、完善、细化产业链，国产半导体设备和材料公司也将在该法案催化下，加速国产验证，开启第二轮国产化周期。

6、发展现代农业，推动乡村振兴

在经济格局震荡之际，保证国家粮食安全成为人口大国的难题。大力发展农业，就要深化农业供给侧结构性改革。加快构建现代农业体系，从上游育种，到农业信息化、设施农业、生物农业等生产环节，再到下游的各流通环节缺一不可。得益于生物医药技术的迭代，数字化、智能化能力的不断提升，科技赋能农业持续加码。随着融资事件的逐步增多，创投将成为推动行业发展的积极力量。

7、“医疗+X”成为投资新趋势，医疗硬科技尤为突出

随着交叉科学在众多方向有了重大的突破，大量跨界的人才进入到医疗领域，促进了“医疗+X”交叉技术的发展，跨界交叉和融合创新成为一大趋势。量子计算、新材料、半导体技术、传感器技术、AR/VR 等在医疗领域的应用受到投资人关注，具体领域表现为合成生物、BTIT、微流控、实验室自动化、脑科学等。由于对国产替代、国际领先、卡脖子技术和产品的关注和投入，“医疗+科技”领域关注度尤为突出，真正地掌握底层核心技术和核心专利，实现自主可控、自主创新是医疗领域亟需解决的问题。具体领域包括生命科学上下游的原料、设备、试剂、耗材；和科研相关的自主创新的科研工具；掌握核心技术的高端医疗器械，包括核心元器件、核心零部件等。

8、创新药主力依在，看重出海

随着疫情影响减弱、集采政策趋于温和，企业研发竞争力持续增强，创新药市场在 2023 年仍有较大机遇。投资人会持续关注新技术、新 MOA、新靶点，关注药物的临床和商业价值，看重企业的出海能力，具体细分领域有 CGT、RNA、小核酸等。

9、消费医疗有望迎来复苏反弹

随着进入后疫情时代、人口老龄化加剧、扩大内需和刺激消费政策落地，消费医疗有望复苏反弹。眼科、齿科、医美、辅助生殖、中医、银发经济等方向的产品和服务受到投资人关注；新材料、新技术驱动的眼科器械、数字口腔、医美产品等热度也在持续。值得一提的是，消费医疗服务连锁管理难度大、连锁化空间大、标的稀缺，长线来看头部价值凸显。

10、CXO/CDMO 将出现分化行情

CXO/CDMO 企业依然是 2022 年医疗资本寒冬中最突出的板块之一，股权、并购交易火热，部分创新药企相继宣布布局 CDMO。但后续 CXO/CDMO 领域可能会面临同质化竞争、市场需求下滑、产能过剩、地缘风险等困境，投资人会重点关注高增长细分赛道上游 CXO/CDMO 企业，以及过往运营能力已受验证、未来增长可期的创新型 CXO/CDMO 企业，比如大/小分子 CDMO、CGT CDMO、器械 CDMO 等。

11、县城乡村市场供应链及流通品牌的优化

在中国，城市与县城乡村的消费迭代效率差异明显，后者存在“消费升级”的结构化扩容机会，供给供应链端及流通渠道端成为市场关注的两大切入点。

12、食品饮料上游供应链及中游流通的效率提升

资本市场近年见证了大量食品饮料及餐饮品牌势如破竹，由此反向推动上游供应链及中游流通渠道的不断升级，形成“飞轮效应”，使生产及渠道效率提升。

13、政治敏感度较低的出海及商业全球化投资机会持续扩充

从 copy to china 到 copy from china 的路径已在持续优化，使其产品及商业化成为当下的出海利器。地域方面，以新加坡为首的东南亚、及欧洲和北美成为热门地区。

Part4 交易机会关注点

并购

多重因素叠加为并购拾柴添火，将为资本市场提供持续活力：

1、股东层面

2022 年 A 股、港股和中概股的 IPO 数量分别下降 18.3%、14.9% 和 39.3%，二级市场上市退出受阻使得股东积极寻求更高效、更灵活的并购退出。

此外，公司上市后会面临股价破发、流动性低以及退出受限等一系列高风险因素的影响，特别是对基金回报带来不确定性，部分拥有控股权或股比较高的投资人，较长的锁定期以及市场对控股股东的严格监管都会为基金投资回报带来较大的不确定性风险。同时，投资人受自身基金到期退出的倒逼压力，对处理投资资产均拥有强烈的诉求，并购退出的优势正逐渐被投资人接受。

2、卖方层面

市场压力导致公司积极寻找多元的退出方式：首先一级市场遇冷，让诸多公司面临新一轮融资的压力；其次多轮融资寻求 IPO 的公司面临 A 股上市周期长或行业无法上市退出的压力；再者，港交所和海外上市面临难以完成基石融资的压力。

对于部分估值较低且交易量低的上市公司，寻求控股出售能使公司股东得到退出以及公司长期的发展。此外，创始人由于各类个人原因比如无人接班等也会寻求控股权的出让。

3、买方层面

帮助公司进行产业深度整合和市值管理。并购不仅能够帮助产业方企业快速获得市场份额，丰富公司业务线和产品线，形成规模和协同效应，也能补齐研发、生产或者销售短板，对行业上下游进行深度整合。通过并购，企业能通过优化财务指标从而获得更高的估值，如提高收入、提升资源利用率而降低成本、提高毛利率等。

交易机会

医疗行业：在集采政策和上市退出双重压力下，医疗行业并购需求持续旺盛

1、产品型公司：

产品型公司在集采政策浸染下积极寻求并购突破

随着集采范围的不断扩大，产品型公司正千方百计寻求降低集采政策导致的冲击，而并购是其中最为快速的方式之一。

产品线较为单一的公司需要通过并购补充集采外或者创新型产品线，实现其产线多元化。典型案例如华东医药就通过并购和外部引进实现了多元化布局。同一赛道或同质化赛道的企业通过并购以整合重叠的资源亦或实现资源优化，达到降本增效。典型案例如健适医疗通过收购快速布局扩延产品线，不仅使自身得到完善，也成功实现了外延式增长。

力争业绩稳增长，出海并购成为新潮流

为对冲国内集采政策带来的业绩下滑风险，出海并购成为新潮流。企业急需通过并购快速搭建海外渠道。疫情期间大量器械公司在国际市场受到关注和认可。典型案例如稳健医疗通过收购隆泰医疗，优化了其国际销售网络。

向上整合，完善产业链闭环，成为平衡集采所释压力的新趋势

向上并购整合成为趋势，只有打通上下游环节，稳定供应链，形成大规模协同效应，持续优化成本，才能更好应对集采带来的压力。典型案例如迈瑞医疗就通过收购海肽生物，实现了上游的全面布局。

2、研发型公司：

补足生产和商业化能力，研发型公司是并购积极推动者

过去一年，以港股 18A 和科创板为代表的产品研发型企业股价表现不佳，市场整体选择向已盈利的生产、销售型企业倾斜；再加上行业同质化竞争严重，如部分创新药企业由于靶点同质化、技术领先性不突出，初次发行出现重重困难等问题。这两个普遍现状共同推动研发型企业向收购生产、销售型企业进化，研产销一体化才不至于沦为市场的弱者。

3、服务型公司：

并购整合才能形成规模效应，服务型公司是天然并购玩家

服务型公司需要大量的资金投入，且内生增长天花板低，需要通过外延整合实现规模效应，是天

然的并购玩家。

在市场深度调整期，医疗服务企业两极分化严重，“大鱼吃小鱼”现象更为普遍，以较低的估值收购有资金压力的优质资产，通过行业整合实现在品牌推广、人才组建、供应链管理等多方面的系统提升。典型案例如海吉亚一路并购 10 家医院，完成在全国的医疗网络布局，形成在肿瘤领域的优势地位。

CXO 服务企业横向并购可以快速提升订单量和收入，纵向并购可以提升企业一体化服务能力。典型案例如在 TPG 主导下将 PPC 佳生和 Novotech 合并，成立诺威健康，提供从首次人体到四期临床研究的全面临床服务，在多领域形成规模和协同效应。

消费行业：后疫情时代到来，“餐饮、零售、文旅服务”等细分赛道的并购交易有望更加活跃

在后疫情时代，消费行业增量市场的不确定性加剧了企业在存量市场的竞争，进而推动并购交易的持续发生。建议重点关注餐饮、零售、文旅服务等细分赛道的并购交易机会。

以线下业务为主的餐饮、零售企业在疫情冲击下，更有动力通过并购提高抗风险能力，实现稳健、长久发展。典型案例如奈雪对乐乐茶的收购、银泰百货收购时尚买手集合店 ICON、满记甜品与小满茶田的合并等。

以上市公司、大型产业集团为代表的战略买家通过横向或纵向的整合扩张，放大集团既有优势，并补齐品牌/品类/渠道/供应链等方面的短板，满足企业转型需要。典型案例如宝尊电商对 GAP 大中华区业务的收购，从传统 TP 服务商向品牌管理迈出坚实一步；华润啤酒通过收购金沙酒业，实现了对酱香型白酒的首次布局。

值得一提的是，在整体消费投资逻辑发生变化的大背景下，以往以少数股权投资为主的国内投资机构也开始更多尝试控股型投资。典型案例如日初资本对酱香酒品牌真工酒业 6 亿人民币战略投资，红杉中国连续收购韩国潮流品牌 WE11DONE、挪威时尚品牌 Holzweiler 多数股权。

TMT 行业：关注具有“高技术壁垒、稀缺性资源但较难实现 IPO 的企业”并购交易机会：

伴随近几年“硬科技”、“新能源”等细分赛道退出门槛的不断提高，那些具有高技术壁垒、人才或者销售渠道稀缺性但较难实现 IPO 的企业被上市公司、行业龙头、跨国公司并购的交易机会将逐渐增多。其中，由于全球/国内新能源资产有路条限制，优质资产相对稀缺，通过并购扩大资产包是较为合理的选择。典型案例如 2022 年赣锋锂业就选择通过收购 Lithia 公司 100% 股份来持续加码锂矿资源。

分拆

1、大企业集团、跨国企业分拆趋势明显，过往分拆计划陆续落地。重点关注跨国企业中国业务分拆交易机会

新年伊始 GE 医疗作为独立上市公司登上纳斯达克，完成了百年 GE 三大业务分拆的第一部分。全球大型企业集团在经过多年的多元化发展之后，过去 10 年分拆、出售业务的趋势明显，尤其在全球范围的股市低迷和经济增长压力大的环境下，企业集团的分拆业务能帮助母公司聚焦主营业务，减少因为多元业务带来的资金压力而稳定现金流，并助力子公司进行市场化运作。同时我们关注到美国制造业巨头 3M 于 2022 年计划将其医疗保健业务分拆独立上市，在此之前强生也宣布将其消费健康业务拆分成独立的公司 Kenvue。

跨国企业的中国业务分拆在全球经济下行、国内竞争激烈加剧、地缘政治不确定性的大背景下显得更为急迫。跨国企业通过中国业务的分拆获得国内政策包括税收、土地等支持，满足监管的要求，同时能够激励本地管理层从而稳定人才梯队和快速适应市场的变化。典型案例如阿斯利康分拆其在中国的临床前研究业务和国投创新成立迪哲药业，此后迪哲药业在科创板上市为阿斯利康带来了可观的现金流和回报。

2、上市公司拆分数目持续增加

自 2019 年上市公司分拆所属子公司境内上市试点启动以来，已有 94 家 A 股上市公司计划“A 拆 A”，有 21 家成功拆分上“A 股”。2022 年证监会进一步明确分拆规则，为拆分上市提供了政策支持，特别是科创板和创业板能够接住科技属性强的公司。拆分为子公司业务拓张提供更好的融资平台，帮助子公司得到独立估值，提升市场关注度和引入战略投资人。同时，子公司独立性增强能更好的激励团队，促进业务发展。

作者 | 亓芝慧、郑惊然、汪泠沁、翁思思、胡斌裕、崔春阳、甘双萍、隋瑜

编辑 | 郭邦晖、高大伟

制图 | 李鑫、韩琳枫