



# 破局前行：中国 PE 行业 急需提升内功，创造阿尔 法收益



依靠贝塔收益时代已经终结，创造阿尔法收益将成为私募股权基金未来繁荣发展的必备能力。

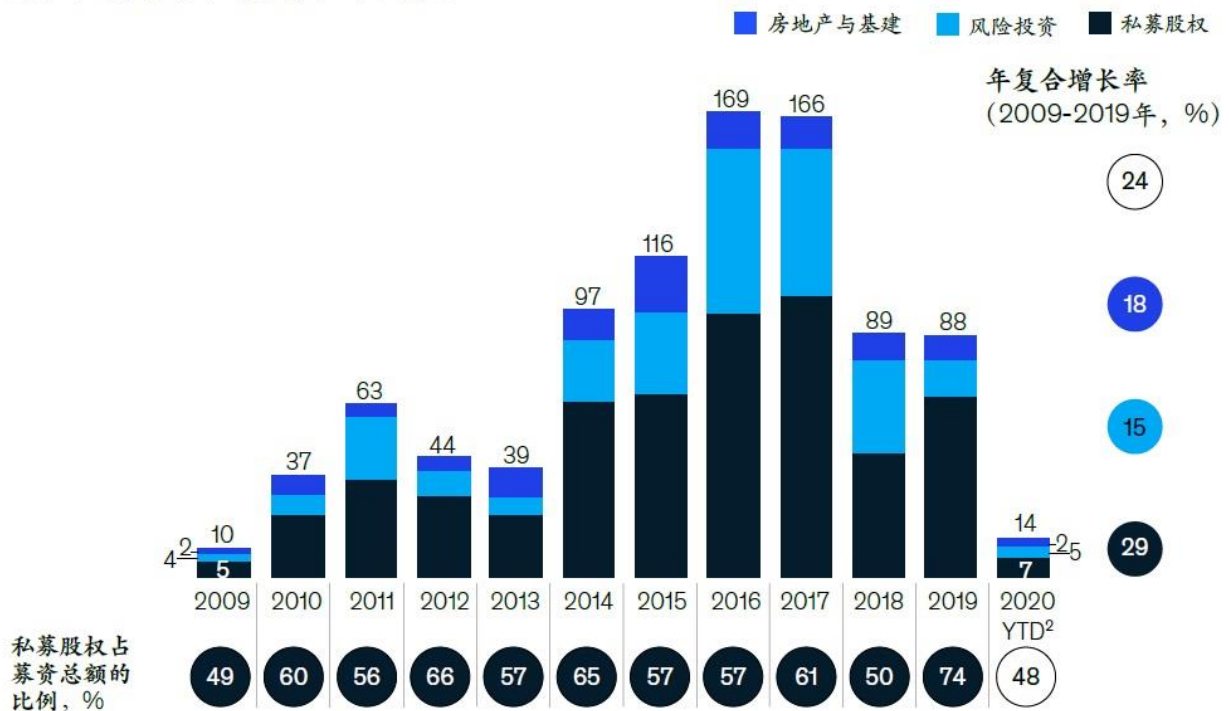
一直以来，中国私募股权（PE）行业都在增长轨道上。受强劲发展的经济推动，投资者对 PE 的需求也很旺盛，使得中国 PE 市场成长为全球第三大市场。2019 年新增投资金额约为 600 亿美元。

然而，也有一些因素制约着中国 PE 行业的增长。国有企业向来在市场上居主导，积极收购资产。私营公司往往不愿出售业务，更愿将企业留在家族名下。在收购交易中，企业买家一直是强有力的竞争者，因而有吸引力的交易数量有限。这些因素导致 2019 年中国 PE 市场占 GDP 的比重仅为 0.5%。即便是调整了国有企业占行业较大权重这一因素后，中国 PE 占 GDP 之比依然远远落后于英国（2.6%）和美国（去年为 2.2%）等较发达 PE 市场。

这一差距表明，中国 PE 市场仍有增长空间，而且可能将迎来变革。显然，投资者依然乐观，认为未来中国市场将继续涌现出新机会。在 2009 年到 2019 年间，在中国经营的 PE 公司募资的年复合增长率为 29%，增速领跑所有主要资产类别（见下图）。同时，市场中还出现其他一些变革迹象：自 2014 年以来，中国基金的平均规模翻了两番，而且随着新的共同投资人加入，交易复杂性也大大增加。

## 2009-2019年私募股权基金在总募资中的增速超过风险投资及房地产与基建

大中华地区私募市场募资<sup>1</sup>，十亿美元



<sup>1</sup> 包括所有已关闭的在中国大陆经营的基金管理人所募集的聚焦大中华地区和亚洲的基金，以及其他聚焦亚太地区基金（大中华区为投资重点之一）募资总额的40%。

<sup>2</sup> 2020年1月至7月。

注：大中华地区包括中国大陆、香港、澳门、台湾。

PE类型包括并购型、成长型、混合型、平衡型、重整资本型、共同投资基金；风险投资包括早期、初创期、种子轮、扩张/后期基金；房地产包括未上市房地产基金、房地产共同投资；基建包括未上市基建基金、基建基金。

资料来源：Preqin

新冠疫情对经济的影响可能会为 PE 带来更多机会。尽管 2020 年初的交易量同比下滑 70%以上，但交易出现反弹的可能性很大，部分原因在于诸多现金短缺的公司如今正在重新考虑旗下的业务组合，其中许多公司可能会成为潜在收购目标。

随着市场的成熟，专注于大中华区的 PE 基金正在调整投资策略，交易类型从少数股权投资转向控股型交易，后者可以对被投公司的运营和增长施加更大影响力。

随着过往业绩透明度提升,加之 LP 更倾向与数量有限的几家基金合作,这些因素推动募资越来越向少数几家基金集中。我们预计,随着时间的推移,绩优者与落后者之间的差异将越发明显,行业集中度也将进一步提高。

### 市场日趋复杂、成熟,仍有增长空间

2019 年,私募股权基金和创投基金在中国的投资总计 660 亿美元,而在英国的投资为 710 亿美元,美国为 4,710 亿美元。

我们预计 LP 将继续关注中国。在本次调查中,一些领先 LP 在访谈中告诉我们,他们希望资产配置能够反映出一个国家或地区在全球 GDP 中的比重。然而,多数机构在中国的资产配置比例尚未达到相应水平,2019 年中国在全球 GDP 中占比 16%。鉴于中国从现在到 2024 年对全球 GDP 增长的贡献率预计将高达 25%,未来 LP 对中国的关注将有增无减。

### 向大型 GP 集中

市场的不断成熟让潜在 LP 们能够更轻而易举地评估 GP 业绩,这导致资金向大型 GP 集中。近期的一项调查表明,过往业绩、项目储备和过往业绩可追溯时长是当前筛选 GP 的前三大因素 1。同时,出于对运营效率和合规方面的考虑,LP 也倾向于与有限数量的基金打交道。新冠疫情可能更加快了这一趋势:由于缺乏当面交流的机会,LP 们或许更愿意选择自己已熟识的 GP。2019 年,以专注于大中华区的私募股权基金的平均规模已从 2009 年的 9,300 万美元增至 8.16 亿美元。

## 高度依赖企业买家

大中华地区 PE 的主要退出途径是出售给企业买家。自 2016 年以来，企业购买占到退出价值的 80%~90%，占退出交易数量的 70%~90%。

过去 5 年来，退出交易的数量减少而规模扩大。中国市场的退出交易总数在 2014 年达到 229 笔的峰值，但到 2019 年已降至 112 笔，而同期平均单笔退出交易价值从 9,600 万美元攀升至 2.67 亿美元。

## GP 需要创造阿尔法收益

近年来，中国经济增长虽然仍很强劲，但增速却逐年稳步下滑，2019 年实际 GDP 增幅为 6.1%，远低于 2010 年的 10.6%。在新冠疫情前，麦肯锡全球研究院预计，2022 年至 2024 年间中国经济增速将在 5.1%至 5.4% 之间。当前这场危机可能导致中国经济增幅下降，尽管与全球平均水平相比仍很强劲。

过去，基金也会谈起创造阿尔法收益，将之作为“加分项”；如今，在这个充满挑战的经济环境下，创造阿尔法已成为取得成功的必备条件。为确保能为被投公司增加价值、跑赢市场、成为创造非凡回报的投资机构，我们认为 PE 公司需采取以下四项关键措施。

### 1. 传达新颖、明确的价值主张

GP 必须拥有明确的价值主张才能够脱颖而出。在过去，成立一支运营团队可能就够了，但如今竞争门槛越来越高。GP 需要明确阐释其价值创造

主张，必须证明自己有能力 and 人才去积极管理被投资资产并能规模性地创造价值。

GP 在寻求发展和确定其独特价值创造主张时，有以下两个选择。其一，它们可以选择提升专业化程度。对于发挥被投公司的全部潜力以及迅速应对意外情况（如新冠疫情所带来的破坏）而言，行业专知与专长都变得越发重要。此外，具备战略性专长（如危困公司处理或企业分拆上市）的基金将获得更多资产，并且相比综合型基金，它们在资产定价方面更具优势。

GP 的另一个选择是向相邻资产类别扩展以实现规模化。与众多全球公司一样，中国领先的 GP 已开始转型涉猎多个行业或领域，如信贷、房地产或基建等。同时，养老金、保险公司和其他中国投资机构也增设了 PE 部门。规模经营可以提高品牌知名度、增加交易机会（如获得更大、更复杂交易或跨境交易的机会）、实现后台规模效应、增强风险分散能力，并有可能在不同资产类别间实现协同效应。例如，一些基金利用其公开市场或债务市场团队来支持被投公司的

债务融资、IPO 筹备或补强型并购活动。

## 2. 实现人才、治理和组织卓越

在中国，人才仍然非常稀缺，特别是在私募股权等专业服务行业。尽管具备丰富经验和专业能力的人才数量正在增加，其中一些人甚至可能曾经与 PE 投资人共事，但如何找到并吸引这些人才仍然是一大挑战。

## 组织流程和组织架构制度化

在中国这样的高速增长环境中，由创始人经营且业务集中的小公司可能能够成功。但随着公司的发展，这样的模式将会遭遇越来越多的困难。GP 需要加强人才培养举措、建立更大的人才库、储备背景更丰富的人才、确定正式的继任计划并制定新的组织流程和架构。

将新的流程和架构固化到组织中，这对于 GP 逐渐从高度依赖贝塔增长转向更关注阿尔法收益，也将带来益处。经过验证的战术手册和组织架构能确保 GP 吸取行业最佳实践并有效利用公司在特定领域的经验和专识。一些中国公司正在围绕数字化、采购和运营等主题打造内部专业能力。这类专业能力手册能够大大缩短项目实施时间，在某些情况下，可提速 6 到 12 个月。

为了创造出持久影响力，在华经营的 PE 公司需要具备综合能力，既有职能专识、设计和实施价值创造计划的能力，还要有变革管理能力。PE 公司往往善于聘用职能专家，但却常常忽视后两类能力。

由一支较小的核心团队在被投公司中协调与安排转型计划，可能是更佳的解决方案。为此，PE 公司需要与内部和外部专家紧密合作。

提早在被投公司启动人事变革，实现人才与价值相匹配

为了与被投企业管理层建立良好关系，PE 公司往往会推迟对被投公司高管层的变革。尽管大多数 PE 公司都声称在投资中倾向于选择优秀的管理

团队，但根据我们对全球 180 笔投资交易的分析，只有 44% 的被投资公司 CEO 能够从交易签署一直留任到交易退出。平均而言，在交易完成后的 2.2 年内，CEO 就会被替换。我们在中国地区也看到了类似趋势，因此尽早进行人才评估至关重要。

人才评估包括两个主要部分。首先，GP 需要确定被投资公司中 25 至 50 个最重要的角色。这些角色通常关系到公司当前的息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 的创造，或者对未来某个能够产生并获得的 EBITDA 流至关重要。这些角色可能雪藏于组织的更深层级，而非高管层。那些能够推动价值创造的关键角色同样不可忽视，例如关键地区的销售主管或产品开发负责人。其次，GP 需要确保在这些关键角色上拥有合适的人选；应当为每个角色列出关键任务清单并评估当前在任高管的履职能力。

### 规范和完善 GP 的人才储备

由于中国的人才池相对较浅，特别是具有 PE 经验的高管人员，因此在中国寻找并留住合适的人才尤为关键。未来，人才竞争可能会加剧，拥有合适的人才将变得更加重要。随着基金的平均规模不断扩大，为被投公

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33704](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33704)

