

科技金融系列报告（二）

直接融资篇：美国如何支持科技企业股债融资？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告*银行*科技金融系列报告
(一) 总起篇：从海外经验看科技金融发展模式选择*强于大市 20240129

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- **科技金融引领五篇大文章，直接融资服务能力仍有待提升。**中央金融工作会议明确要“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，科技金融位于首位，充分彰显金融在服务科技创新中的重要作用。金融监管总局、证监会、各地区政府也充分响应会议号召，出台支持科技型企业金融服务高质量发展的若干措施。理论上直接融资更符合初创期科技企业高投入、高不确定性的特征，但国内融资结构长期以来以间接融资为主、与科技企业需求存在错配，直接融资服务质效仍需提升。
- **美国以发达的风险投资支持科技企业初期成长，多层次资本市场打造友好的公开融资环境，活跃的高收益债市场拓宽债券融资渠道。**美国是全球直接融资最发达、科技创新最密集的地区之一，包括私募股权、公开上市、债券融资在内的直接融资渠道已覆盖科技企业发展全生命周期。1) 私募股权：美国风险投资历史悠久、交易活跃，有效支持科技企业。美国政府通过中小企业局为小企业投资公司提供低息贷款和税收优惠，鼓励私人资金流入中小企业；并拓宽资金来源、降低资本利得税，完善私募股权份额转让和企业上市机制、打通退出渠道。2) 公开上市：美国是注册制起源地，上市审核效率高、耗时易预期，同时资本市场层次丰富、上市标准多元，便于科技企业精准定位，叠加直接上市、SPAC 等上市渠道的创新，有效支持科技企业公开融资。3) 债券融资：美国高收益债券允许私募发行、转让，场外交易市场发达活跃，配套风险管理工具、投资者保护制度完备，成为中小型科技企业重要的债券融资工具。
- **国内资本市场改革成效显著，未来仍需更好发挥枢纽作用。**近几年我国资本市场改革已取得较多积极成果，注册制改革全面落地、多层次资本市场体系基本建成，私募股权基金监管不断完善、规模稳定增长，双创债、科创债等创新债券工具陆续推出，更好服务科技企业融资。借鉴美国经验，国内资本市场仍需更好发挥枢纽作用、优化直接融资服务。一是推动注册制改革走深走实、持续完善多层次资本市场及转板机制，完善退市、并购重组等制度安排，并加速建立健全科技企业针对性支持机制。二是引导私募股权基金投早投小投科技，加快基金实物分配、S 基金、区域性交易市场等创新退出渠道试点，发挥地方产业基金、地方政府基金的引导作用。三是深化债券市场体系建设，探索发展高收益债券市场，鼓励配套增信工具、风险缓释工具创新创设，加速评级体系完善。
- **风险提示：**(1) 政策推进不及预期；(2) 宏观经济下行超出预期；(3) 金融政策监管风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

一、	科技金融引领五篇大文章，直接融资服务能力仍有待提升	4
二、	美国私募股权融资：发达的风险投资支持科技企业初期成长.....	6
	2.1 政府引导支持与多元退出渠道成为风险投资支持科技企业的助推剂	6
	2.2 风险投资交易活跃、投早投小，软件和医疗领域受青睐.....	8
三、	美国公开上市融资：多层次资本市场与多元上市渠道更具活力	9
	3.1 多层次资本市场与 JOBS 法案降低科技企业上市门槛.....	9
	3.2 “直接上市+SPAC”创新科技企业上市渠道	12
四、	美国债券融资：高收益债券“明日之星”拓宽融资渠道.....	14
五、	资本市场改革成效显著，未来仍需更好发挥枢纽作用.....	16
六、	风险提示	19

图表目录

图表 1	近期相关部门和部分地区科技金融支持政策统计	4
图表 2	我国新增社会融资规模结构	5
图表 3	美国非金融公司企业融资结构	5
图表 4	美国上市公司总市值结构（按 行业）	5
图表 5	我国上市公司总市值结构（按 行业）	5
图表 6	美国直接融资渠道可覆盖科技企业发展全生命周期	6
图表 7	全球风险投资交易数量占比结构（按季度统计）	6
图表 8	有限合伙制的基本框架	7
图表 9	美国风险投资基金的治理结构	7
图表 10	美国风险投资交易规模和数量	8
图表 11	美国风险投资募集资金结构（据风投基金规模）	8
图表 12	美国风险投资交易数量结构（据企业生命周期）	9
图表 13	美国风险投资交易数量结构（据被投行业）	9
图表 14	美国风险投资退出数量结构	9
图表 15	美国风险投资退出金额结构	9
图表 16	纳斯达克上市程序一览	10
图表 17	纽交所和纳斯达克上市财务标准演变（1980-2000）	10
图表 18	美国不同层次资本市场上市标准	10
图表 19	美国新兴成长型企业（EGC）的适用范围及豁免	12
图表 20	SPAC 运作流程	13
图表 21	美股 SPAC 上市数量与募资规模变动	13
图表 22	2018-2023 年 10 月美股直接上市企业一览	14
图表 23	美国高收益债券市场发行情况	15
图表 24	美国高收益债（非可转换）日均成交额	16
图表 25	国内 IPO 规模行业结构变动（据申万一级行业划分）	16
图表 26	2023 年部分地区鼓励股权投资相关政策	17
图表 27	双创债发行规模	18
图表 28	科创债发行规模	18

一、科技金融引领五篇大文章，直接融资服务能力仍有待提升

科技金融引领五篇大文章，多方政策合力助推科技创新。2023 年 10 月，中央金融工作会议明确金融服务经济社会高质量发展的具体路径，要“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，其中将科技金融列在“五篇大文章”首位，充分彰显金融在服务科技创新中的重要作用。为响应中央金融工作会议的号召，各地各部门也相继出台支持科技金融相关政策。11 月央行、科技部、金融监管总局、证监会四部门联合召开科技金融工作交流推进会，明确各部门要进一步健全国家重大科技任务和科技型中小企业两个重点领域的金融支持政策体系。1 月国家金融监督管理总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，促进“科技-产业-金融”良性循环。深圳、广州、上海、西安等地区也相继推出加大力度支持科创企业金融服务的若干措施，引导金融资源向科技领域配置。

图表1 近期相关部门和部分地区科技金融支持政策统计

发布时间	发布机构	相关政策内容
2023 年 6 月 16 日	国务院常务会议	审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》：要引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求，进一步优化产品、市场和服务体系，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。
2023 年 10 月 8 日	深圳市地方金融监管局、央行深圳市分行等部门	印发《深圳市关于金融支持科技创新的实施意见》：提出 20 条工作举措，将进一步完善金融支持科技创新体系，加大对科技型企业融资的支持力度，促进金融与科技深度融合，建立健全“基础研究+技术攻关+成果产业化+科技金融+人才支撑”全过程创新生态链。
2023 年 10 月 12 日	广州市地方金融监督管理局、证监会广东监管局等部门	印发《广州市加大力度支持科技型企业融资的若干措施》：提出 13 条工作举措，包括加大科技企业信贷投放、发挥科技保险保障作用、鼓励设立科技金融专营机构、开展科创金融服务中心试点等。
2023 年 10 月 30 日-31 日	中央金融工作会议	优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道。
2023 年 11 月 22 日	央行、科技部、金融监管总局、证监会	联合召开科技金融工作交流推进会：明确各部门要进一步健全国家重大科技任务和科技型中小企业两个重点领域的金融支持政策体系。
2024 年 1 月 10 日	上海市政府办公厅	印发《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》：优化股权投资机构设立服务和行业管理，引导投早投小投科技，支持企业风险投资发展，培育长期资本和耐心资本等。
2024 年 1 月 12 日	国家金融监督管理总局	发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》：共十七条措施，主要从持续深化科技金融组织管理机制建设、形成科技型企业全生命周期金融服务、扎实做好金融风险防控、加强组织保障和政策协同等方面，对做好科技创新金融服务提出了工作要求。
2024 年 1 月 10 日	西安市科技局、财政局	印发《西安市科技金融融合业务工作指引》：发挥财政资金引领作用，通过补助奖励、风险补偿等政策支持，引导金融资源向科技领域配置，拓宽科技企业融资渠道，降低科技企业融资成本。

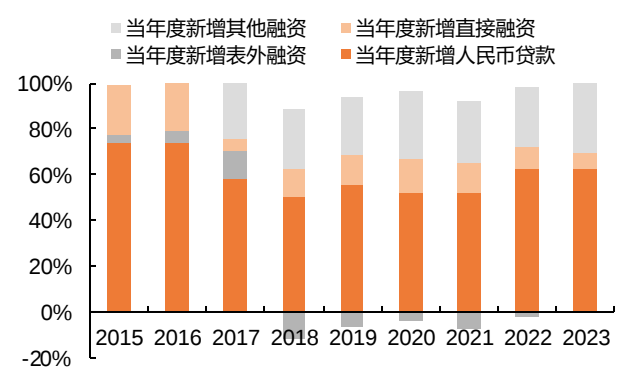
资料来源：中国政府网，证券时报，上海证券报，中国人民银行，上海市政府，国家金融监管总局，西安市财政局等，平安证券研究所

理论上直接融资更符合科技企业需求，但国内以间接融资为主的融资结构与科技企业需求存在错配，直接融资比重仍待提升。科技企业具有前期研发投入比例高、资金需求量大的特点，同时收益也具备不确定性，难以满足银行发放贷款的要求，股权和债券融资更适合科技企业，尤其是以风险投资、股票上市为主的股权融资具有风险共担、利益共享机制，股权投资者“高风险、高收益”的高风险偏好也更契合科技企业属性，同时股权融资不增加企业偿债压力，科技企业可以集中更多资金投入研发与生产。但国内金融市场长期以间接融资为主，据央行及统计，2023 年新增社融 35.6 万亿元，其中新增人民币贷款占比 62%，而新增直接融资占比仅 7%，与科技企业融资需求存在错配。

美国是直接融资最发达、科技创新最密集的地区之一，更具借鉴意义。美国资本市场高度发达、直接融资占据主要地位，根据美联储公布的金融资产负债表，非金融公司企业 2022 年末债券融资、贷款融资、股权融资在总资产（据总负债及公司股权市值加总测算）中占比分别为 10.4%、7.0%、65.4%。美国资本市场证券化率同样领先，以美股为例，据世界银行及统计，2020 年美国上市公司总市值占 GDP 比重为 193%，远高于以间接融资为主的中国（83%）、日本（133%）、德国（59%）。

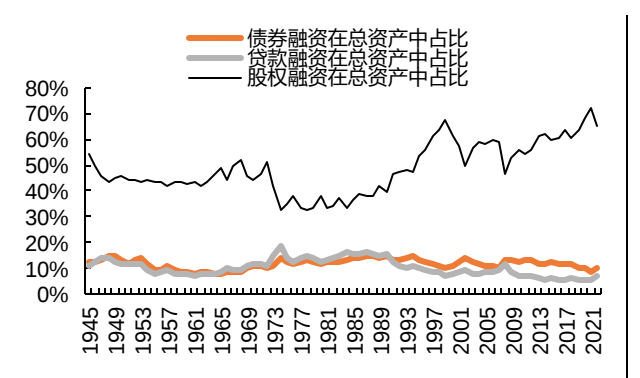
美股市场对科技企业的服务能力也相对更强，据 统计，截至 2024 年 1 月末，美股市场中信息技术行业上市公司总市值占比超 30%、是市值规模最高的行业，而同期国内 A 股市场中，金融和工业行业仍是市值最高的两个行业，信息技术行业市值占比 14%、排名第三。在美国资本市场优越的直接融资服务帮助下，美国出现了多个以硅谷、波士顿为代表的高新技术聚集地，“科技-金融-产业”形成良性循环，对我国科技金融发展具有较强借鉴意义。

图表2 我国新增社会融资规模结构



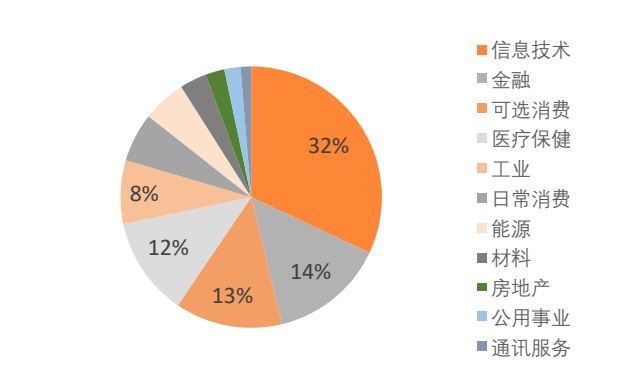
资料来源：央行，平安证券研究所

图表3 美国非金融公司企业融资结构



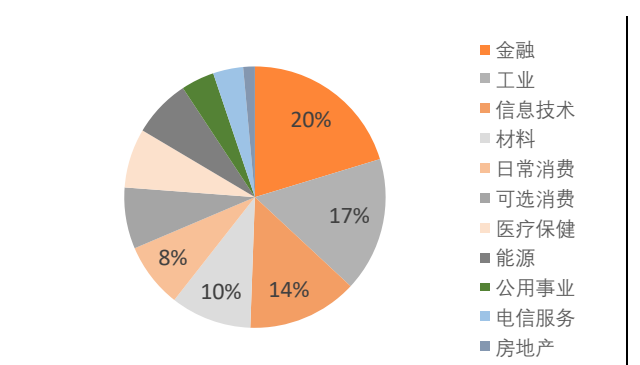
资料来源：FED，平安证券研究所

图表4 美国上市公司总市值结构（按 行业）



资料来源：平安证券研究所

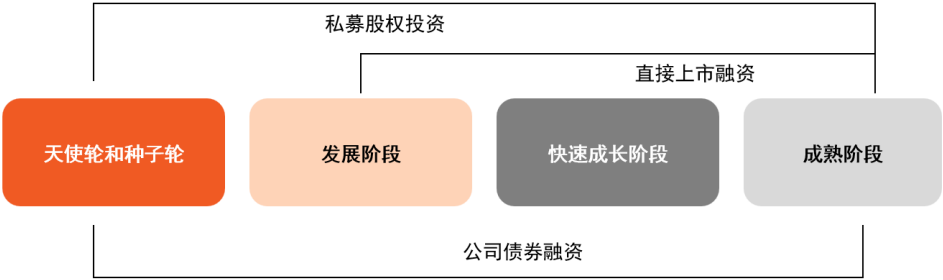
图表5 我国上市公司总市值结构（按 行业）



资料来源：平安证券研究所

目前美国直接融资已覆盖科技企业发展全生命周期。根据融资属性的不同，将直接融资划分为股权融资和债券融资，股权融资进一步划分为私募股权和公开上市融资。其中，以风险投资为代表的私募股权融资更偏好于投早投小，更多发生在科技企业的天使轮、种子轮和早期阶段。随着企业逐渐步入成长阶段、成熟阶段，美国多层次的资本市场和多元的上市渠道为科技企业提供友好的公开上市融资环境。债券融资则可贯穿企业发展全流程，在科技企业发展初期、缺少投资级评级时，企业可以投机级评级发行高收益债券，随着科技企业逐渐成熟、评级提升，则可以投资级评级发行公司债。

图表6 美国直接融资渠道可覆盖科技企业发展全生命周期



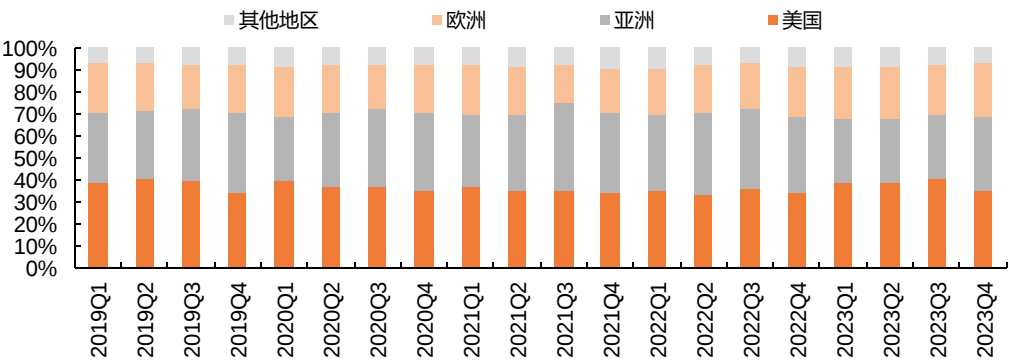
资料来源：平安证券研究所

二、 美国私募股权融资：发达的风险投资支持科技企业初期成长

以 PE/VC 为代表的私募股权融资方式在中小科技企业初期融资中发挥着重大作用。科技型企业发展初期“高风险和高收益”特征更为明显，研发的高投入、高不确定性，以及成立时间较短、缺乏抵押资产等因素使得初创期科技企业难以满足信贷融资的信用要求，而以风险投资为代表的私募股权投资共享企业风险与收益，更符合科技企业初期融资需求。此外，风险投资机构积累丰富的投资和管理经验，对于行业和技术发展认识深刻，在给予资金支持的同时，也可给予科技企业在内部管理、行业声誉、上下游资源等领域的帮助。

美国是全球风投历史最悠久、交易最活跃的地区。风险投资的起源可以追溯到 19 世纪末，1946 年第一家具有现代意义的风险投资公司——美国研究发展公司（AR&D）在美国成立，开创了现代风险投资业的先河。此后风险投资对于美国企业科技创新，尤其是中小企业，发挥了重要作用，苹果、微软等高科技企业发展初期均有风险投资的身影。目前美国是全球风险投资最发达的地区，据 CB Insights 统计，2023 年四个季度美国地区风险投资交易数量在全球的占比平均约 38%，是占比最高的地区。

图表7 全球风险投资交易数量占比结构（按季度统计）



资料来源：CB Insights，平安证券研究所

2.1 政府引导支持与多元退出渠道成为风险投资支持科技企业的助推剂

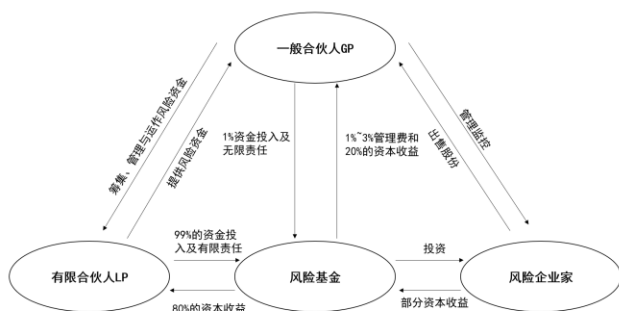
1950s 现代化风险投资兴起，《小企业投资法》成为政府引导金融资源流向中小企业的重要工具，美国出现第一次风投浪潮。1946 年哈佛商学院教授乔吉斯·多利奥特和美国波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·富兰德斯共同建立美国研究发展公司

(AR&D)，被公认为世界上第一家风险投资公司，也是一只采取封闭式管理的股权投资基金，但由于缺乏流动性和短期获利性，且长期投资的理念在当时接受程度不高，AR&D 在创建初期募资能力较有限。受当时美国军事竞争和经济发展需要，1958 年美国国会制定实施《小企业投资法》，鼓励建立面向中小企业提供风险资金的投资公司，中小企业局 (SBA) 在 AR&D 的启发下批准成立多家 SBIC (小企业投资公司)，并向 SBIC 的私人自有资金提供 4 倍的低息贷款和税收优惠¹，达到政府资金动员私人资金通过私募股权基金流向中小企业的目的。1960s 末期美国出现第一次风险投资浪潮，约有 700 个小企业投资公司注册，募集到将近 5 亿元的私人权益资金²。

1980s 后投资者管制放松、减税、份额转售、多层次资本市场完善等因素助推美国风投的第二次浪潮。1979 年美国劳工部修订《雇员退休收入保障法》(ERISA)，使得机构投资者 (尤其是养老基金) 可以被允许进行风险投资，进一步拓宽风投资金来源。同年，美国政府将持有超过一年以上的资产的资本利得税税率由 35% 下降至 28%³，进一步促进了风险资本的形成。1980 年《小企业投资激励法案》出台，创制了一种称为“企业发展公司”的投资机构，可豁免部分投资公司的监管限制。此外，除了通过放松管制、减税等方式鼓励资金通过风投流向中小企业外，美国政府也通过多种措施丰富风险投资的退出方式、进一步增加投资热情。1972 年 SEC 颁布 144 规则，明确私募证券的购买者在持有一定的期限后即可转售，为风险投资基金提供了二级交易的退出渠道，80 年代美国私募股权二级交易和专注于受让私募基金份额或私募基金所投标的的 S 基金 (Secondary Fund) 开始兴起。1971 年成立的纳斯达克交易所向高科技中小企业倾斜，也为风险投资基金提供一个便利的退出场所；2013 年纳斯达克成立纳斯达克非上市股票交易市场 (NASDAQ Private Market, NPM)，成为美国私募股权重要的交易平台之一。

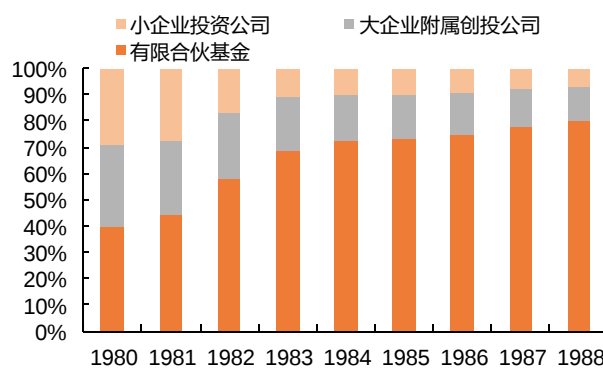
在此过程中，美国风险投资公司也逐步完成向有限合伙制的改制。有限合伙制下，有限合伙人 (LP) 作为主要投资者、承担有限责任，并通过一系列合约限制一般合伙人 (GP) 的投资行为，一般合伙人则投入较少资金、承担无限责任，并收取一定的管理费和资本收益分成。与公司制相比，有限合伙制可以解决基金经理的道德风险问题，也无需缴纳公司税，使得有限合伙制逐渐成为风险投资业的主流组织模式。1988 年美国风险投资基金有限合伙制的比重达 80%，相对于 1980 年的 40%⁴ 明显提升。

图表8 有限合伙制的基本框架



资料来源：姚佐文，陈晓剑《有限合伙制风险投资公司的形成原因与治理机制分析》，平安证券研究所

图表9 美国风险投资基金的治理结构



资料来源：刘志阳，施祖留《风险投资基金治理结构的制度变迁：一个适应性假说》，平安证券研究所；数值存在四舍五入

21 世纪后美国私募股权融资的监管环境仍保持相对宽松。1982 年出台的 D 条例详细规范了私募发行的豁免规则，允许公司在满足投资者数量等条件的情况下，向获许投资者 (accredited investors，包含银行、保险、投资公司等机构投资者或资产水平达到要求的高净值自然人) 非公开发行的证券享受注册豁免。2012 年出台的《创业企业融资促进法案》(JOBS 法案)

¹⁴ 资料来源：刘志阳，施祖留《风险投资基金治理结构的制度变迁：一个适应性假说》

² 资料来源：马潇《中美风险投资发展历程及其对比》

³ 资料来源：中国证券投资基金业协会《打造风险投资之国》

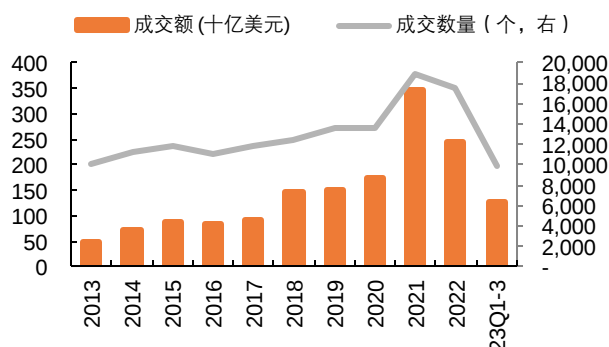
进一步降低了中小企业的非公开众筹募资门槛，将投资者扩大至获许投资者以外的群体，并降低了私募发行的中介机构门槛、允许中介在面向合格投资者的时候采用广告劝诱方式发行证券。

2.2 风险投资交易活跃、投早投小，软件和医疗领域受青睐

美国风险投资交易规模整体维持增长。根据美国风险投资协会（National Venture Capital Association, NVCA）数据，2023Q1-Q3 美国风险投资成交规模 1259 亿美元，成交项目数 9962 个，成交量较 2022 年同期有所下降，主要系 2022 年以来美联储加息导致的投资低迷，但整体来看交易规模相对于五年前仍保持增长趋势。

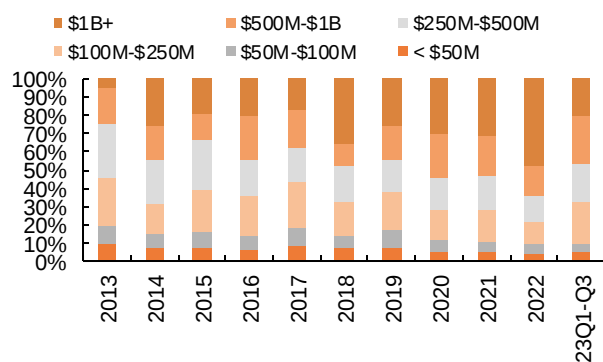
资金来源丰富，大型风投机构更易募集资金。美国风投基金的投资者类别相当丰富，既包括专业的机构投资者，也包括高净值个人客户、家族办公室等，据哈佛商业评论文章显示，风险投资基金的投资者主要是一些大型机构，如养老基金、金融公司、保险公司、大学捐赠基金等，此类大型机构更容易分散资产组合，从而可以使一小部分资金投向“高风险、高回报”的风投基金。大型风投基金更容易募集到新资金，据 NVCA 数据，2023Q1-Q3 美国风投基金共募集到 427 亿美元，其中 47% 的资金由规模 5 亿美元以上的基金募集。

图表10 美国风险投资交易规模和数量



资料来源：NVCA，平安证券研究所

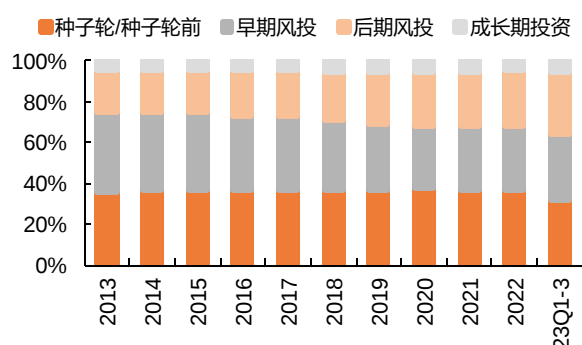
图表11 美国风险投资募集资金结构（据风投基金规模）



资料来源：NVCA，平安证券研究所

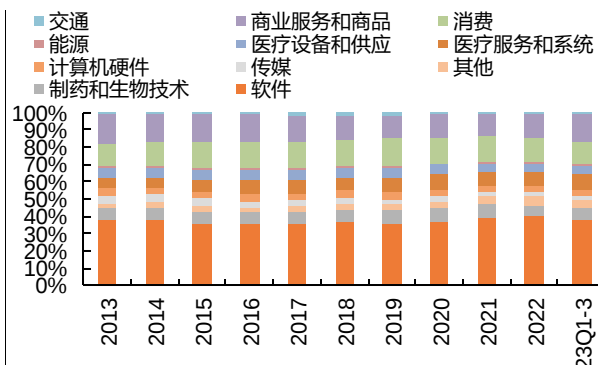
资金投向更注重企业早期投资，计算机软件、医疗、生物科技等领域更受青睐。从美国风险投资的阶段来看，风险投资主要发生在企业的种子轮/早期投资，据 NVCA 数据，2023Q1-Q3，9962 件美国风险投资交易中，31.9%的交易发生在种子轮或种子轮以前（被投资公司成立不到 2 年，且种子轮融资是该公司的第一笔机构投资），32.2%发生在早期（A 轮和 B 轮投资），30.1%发生在后期（C 轮和 D 轮投资），5.8%发生在成长期（E 轮及之后的投资）。行业分布方面，风险投资更青睐计算机、医疗等高科技领域，据 NVCA 数据，2023Q1-Q3，美国软件行业的风险投资交易事件数量占比 37%，医疗服务和系统/医疗设备和供应合计占比 14%，制药和生物技术占比 7%。

图表12 美国风险投资交易数量结构（据企业生命周期）



资料来源：NVCA，平安证券研究所

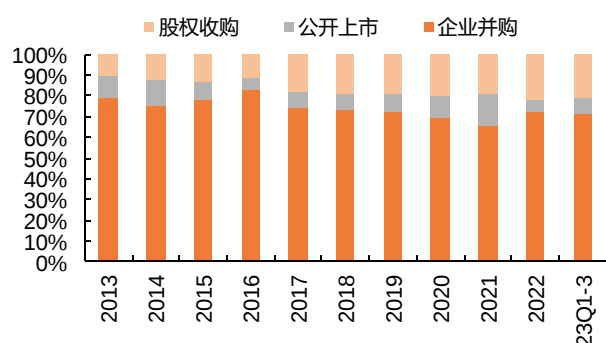
图表13 美国风险投资交易数量结构（据被投行业）



资料来源：NVCA，平安证券研究所

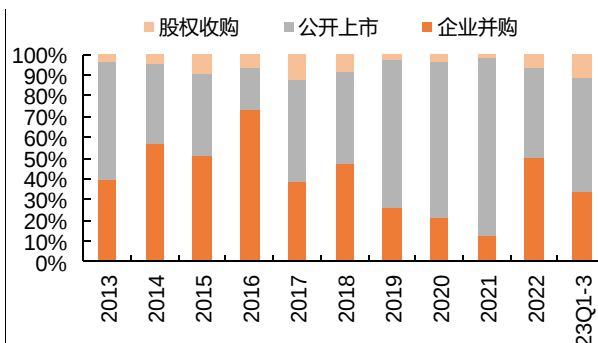
公开上市和企业并购是最主要的退出方式。NVCA 把风投的退出方式分为三类——公开上市（public listing, 包括 IPO、SPAC、直接上市）、企业并购（Acquisitions）、股权收购（Buyouts），其中公开上市退出频率低，但规模大、波动较大，与当年美国一级市场景气度关联较大，企业并购退出频繁，但规模相对较小、更为平稳。按退出数量统计，2023Q1-Q3 的 752 件美国风投退出事件中，企业并购占比 71%，股权收购占比 21%，公开上市占比 8%；按退出金额统计，2023Q1-Q3 退出的 515 亿美元风投资金中，公开上市占比 55%，企业并购占比 34%，股权收购占比 11%。

图表14 美国风险投资退出数量结构



资料来源：NVCA，平安证券研究所

图表15 美国风险投资退出金额结构



资料来源：NVCA，平安证券研究所

三、美国公开上市融资：多层次资本市场与多元上市渠道更具活力

3.1 多层次资本市场与 JOBS 法案降低科技企业上市门槛

美国资本市场 IPO 长期实行注册制，上市审核效率较高，降低科技企业上市成本。注册制起源于美国，1911 年堪萨斯州颁布 1911 法案，对证券发行的注册采取实质审核，随后其他各州相继效法。1933 年联邦范围内的《证券法》作为首部证券法出台，确定注册制度，并规范首次披露的注册信息；1934 年《证券交易法》出台，赋予 SEC 证券监管的权力，规范持续信息披露，此后美国上市公司需受联邦和州的双重监管，直至 1996 年《国家证券市场改进法》明确在全国证券市场上发行的证券可豁免州证券监管部门的监管。目前美股 IPO 的发行审核和上市审核分别由 SEC 和交易所负责，审核过程注重信息披露的完整性和准确性，实践中审核效率整体较高、耗时易预期，以纳斯达克为例，根据纳斯达克上市指引文件，其上市申请审核一般仅耗时 4-6 周。

图表16 纳斯达克上市程序一览

时间	程序
第 1 周	公司递交上市审核材料，纳斯达克上市审核人员开始审核
第 2-3 周	审核人员完成初轮审核并准备审核意见函 (comment letter)
第 3-4 周	公司就上市审核人员的问题给予答复
第 5-6 周	上市审核人员完成审核，公司获得在纳斯达克的上市资格

资料来源：纳斯达克官网《Initial Listing Guide》，平安证券研究所

资本市场层次多元，上市标准持续丰富，帮助科技企业精准定位、降低上市门槛。1934 年纽交所向 SEC 注册为一家全国性证券交易所，长期以来是全球市值最大的交易所之一，2007 年纽交所与泛欧证券交易所合并形成纽约-泛欧交易所集团，旗下包括 5 家证券交易所。1971 年纳斯达克资本市场正式启动，1975 年纳斯达克设置了第一套上市标准，此后又持续丰富内部板块层次，分别于 1982 年、2006 年设置全球市场和全球精选市场板块，服务不同类型的上市公司。除了不断丰富资本市场层次外，各交易所也在丰富上市标准，从最开始限制利润、资产规模逐渐转向包括市值、收入、利润、资产、股东权益等多个财务指标的 3-4 种上市标准。

图表17 纽交所和纳斯达克上市财务标准演变（1980-2000）

交易所	纽交所	纳斯达克
板块	I	常规市场/小型资本市场 全国市场
1980-1990	标准 1: 税前利润	标准 1: 总资产+股本及资本公积
1991-1997	标准 1: 税前利润 标准 2: 调整后净利润+市值+收入 标准 3: 市值+收入	标准 1: 总资产+股本及资本公积 标准 1: 净有形资产 (或股东权益) + 利润 标准 2: 净有形资产 (或股东权益) + 经营年限
1998-2000	标准 1: 税前利润 标准 2: 调整后净利润+市值+收入 标准 3: 市值+收入 标准 4: 市值+收入	标准 1: 净有形资产 (或股东权益) + 经营年限 标准 1: 股东权益+经营年限 标准 2: 市值 标准 2: 股东权益+净利润 标准 3: 净利润+经营年限 标准 3: 市值 标准 4: 总资产+总收入

资料来源：上交所资本市场研究所《纽交所和纳斯达克上市制度变迁及启示》，平安证券研究所

目前美国资本市场按照上市公司的上市标准、公司规模等因素可大致分为三层：（一）主要面向大型企业的全国性市场，包括纽交所、纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场；（二）主要面向高科技企业和中小企业的全国性市场，包括 NYSE American (前身为美国证券交易所) 和纳斯达克资本市场；（三）主要面向小型企业的场外市场 OTC Markets，包 OTCQX、OTCQB 和 OTC Pink 等。除多层次板块可供不同规模、不同市值的科技公司选择外，监管层和交易所也设置了较多便利转板规则，包括携码转板、内部转板快速通道、免除转板费用等。

图表18 美国不同层次资本市场上市标准

板块	上市标准
第一层 面向大型企业的全国性市场 NYSE	标准 1 (全球标准)：税前利润最近三个会计年度均为正，且累计不低于 1 亿美元；最近两个会计年度税前利润不低于 2500 万美元。 标准 2a (全球标准)：最近 3 个会计年度经调整现金流不低于 1 亿美元，最近 2 个会计年度经调整现金流均不低于 2500 万美元；上市时市值不低于 5 亿美元；最近 1 个会计年度总收入不低于 1 亿美元。 标准 2b (全球标准)：上市时市值不低于 7.5 亿美元；最近 1 个会计年度总收入不低于 7500 万美元。 标准 3 (全球标准)：上市时市值不低于 5 亿美元；持续经营时间不低于 1 年。 标准 4 (国内标准)：最近三个会计年度税前利润均为正，且累计不低于 1000 万美元；最近两个会计年度税前利润不低于 200 万美元。 标准 5 (国内标准)：上市时市值不低于 2 亿美元。

	NASDAQ 全球精选 市场	标准 1: 税前收入近三个会计年度总计不低于 1100 万美元, 近两个会计年度税前收入每年大于 220 万美元, 每一年收入不能为负。
		标准 2: 最近三个会计年度现金流合计大于 2750 万美元, 且每一年现金流不能为负; 最近一个会计年度的净利润大于 1.1 亿美元; 预计市值不小于 5.5 亿美元。
		标准 3: 预计市值不低于 8.5 亿美元; 最近一个会计年度收入不低于 9000 万美元。
		标准 4: 预计市值至少为 1.6 亿美元; 总资产至少为 8000 万美元; 所有者权益至少为 5500 万美元。
	NASDAQ 全球市场	标准 1: 所有者权益至少为 1500 万美元, 公众流通股市值至少为 800 万美元, 税前收入至少为 100 万美元, 做市商至少 3 个。
		标准 2: 所有者权益至少为 3000 万美元, 公众流通股市值至少为 1800 万美元, 做市商至少 3 个, 持续经营不低于 2 年。
		标准 3: 公众流通股市值至少为 2000 万美元, 上市证券市值至少为 7500 万美元, 做市商至少 4 个。
		标准 4: 公众流通股市值至少为 2000 万美元, 总资产不低于 7500 万美元, 做市商至少 4 个。
第二层 面向高科技企业和 中小企业	NYSE American	标准 1: 最近一个会计年度或者最近三个会计年度中的两年税前收入不低于 75 万美元; 公众流通股市值不低于 300 万美元; 股东权益不低于 400 万美元。
		标准 2: 公众流通股市值不低于 1500 万美元, 股东权益不低于 400 万美元, 持续经营时间不低于 2 年。
		标准 3: 市值不低于 5000 万美元, 公众流通股市值不低于 1500 万美元, 股东权益不低于 400 万美元。
		标准 4a: 市值不低于 7500 万美元; 公众流通股市值不低于 2000 万美元。
		标准 4b: 总资产不低于 7500 万美元; 公众流通股市值不低于 2000 万美元。
	NASDAQ 资本市场	标准 1: 所有者权益不低于 500 万美元, 公众流通股市值不低于 1500 万美元, 持续经营时间不低于 2 年。
		标准 2: 所有者权益不低于 400 万美元, 公众流通股市值不低于 1500 万美元, 上市证券市值不低于 5000 万美元。
		标准 3: 所有者权益不低于 400 万美元, 公众流通股市值不低于 500 万美元。
		标准 4: 总资产不低于 7500 万美元; 公众流通股市值不低于 2000 万美元。
第三层 OTC Markets	OTCQX	标准 1: 净资产 500 万美元 (运营时间少于 3 年) 或净资产 200 万美元 (运营时间长于 3 年)
		标准 2: 过去三年平均收入 600 万美元。
		标准 3: 股价 5 美元以上, 且以下条件符合其中一条: 净收入 50 万美元/净资产 100 万美元/收入 200 万美元/总资产 500 万美元。
	OTCQB	标准 1: 满足最低 0.01 美元买入价测试, 并且不能破产和在重组, 进程中持续向监管机构报告。
		标准 2: 自由交易的公众持股量至少占该证券已发行和流通总量的 10%。
		标准 3: 至少 50 名实益股东, 每人至少持有 100 股股份。
	OTC Pink	对公司没有提交报告和财务数据的硬性要求, 只需一些简单的常规程序文件。但公司也可以选择公开披露其公司信息。

资料来源: 纽交所, 纳斯达克, Colonial stock transfer, 平安证券研究所

JOBS 法案进一步促使 IPO 向新兴成长型企业倾斜。2012 年美国颁布《创业企业融资促进法案》(JOBS 法案), 规定了一类新兴成长型企业 (EGC, Emerging Growth Company), 要求 EGC 最近一个财年中总收入低于 12.35 亿美元 (SEC 每年会根据通胀情况调整 EGC 收入限制)。符合 EGC 标准的成长型企业可以优化 IPO 流程、简化信息披露要求, 包括向 SEC 提供的财务报告披露年限由 3 年缩短至 2 年、放松在高管薪酬方面的叙述性披露要求、无需在年报中提供内部控制的审计报告、允许向 SEC 秘密递交招股说明书草稿、允许在 IPO 前“试水”(testing-the-waters) (即公司和承销商可在提交注册文件前与合格机构投资者进行口头或书面沟通, 了解投资者兴趣或获取市场反馈) 等。2015 年美国再次颁布《修复美国地面运输法案》(FAST 法案), 修正了 JOBS 法案的部分规定, 包括缩短 EGC 在递交招股说明书后和发起路演前的等待时间、优化 EGC 认定条件、允许 EGC 省略部分财务信息披露等。JOBS 法案实施以来, EGC 企业主导美国 IPO 市场, 据 WilmerHale 统计, 2012 年 JOBS 法案颁布至 2022 年末, EGC 企业在美国 IPO 项目中的平均占比为 89%, 其中 2021、2022 年占比分别为 93%、87%。

图表19 美国新兴成长型企业（EGC）的适用范围及豁免

新兴成长型企业的范畴	最近财年中年度总收入低于 12.35 亿美元,并截至 2011 年 12 月 8 日尚未根据登记声明出售普通股证券
	公司在 IPO 后的前五个会计年度中继续维持新兴成长型公司, 除非:
	1) 年总收入达到或超过 12.35 亿美元;
	2) 过去三年发行了超过 10 亿美元的不可转换债券;
新兴成长型企业被准许	3) 符合 12b-2 规则中的大型加速申报者 (Large accelerated filer)
	1) 与其他报告公司相比, 允许较少叙述性披露, 尤其是高管薪酬方面的描述;
	2) 提供经审计的 2 个会计年度的财务报表, 而其他公司需提供 3 个会计及年度的财务报表;
	3) 不需要根据《Sarbanes-Oxley Act》404(b)提供财务报告内部控制的审计报告;
	4) 推迟遵守会计准则的某些变化;
	5) 与合格机构投资者和认可投资者进行试水沟通。

资料来源: SEC, 平安证券研究所

高效退市机制也是资本市场优胜劣汰、实现有效资源配置的重要保障。目前美股退市主要分为自愿退市和强制退市,前者主要指上市公司由于私有化、并购等原因自愿发起退市,后者主要由于未达到交易所持续上市要求而由交易所强制退市。同时美股交易所退市标准较为多元化,包括股东数量、净利润等多套定量标准及定性标准,灵活性较高,退市流程也更为精简、清晰,无暂停上市、恢复上市环节,也为退市公司设置申诉复核环节。据上交所报告显示⁵,在 1980-2017 年间,美国上市公司数量累计达到 2.6 万家,而退市公司数量达到 1.4 万家,占比超 50%;其中主动退市更为常见,并购、财务问题和股价过低是退市最主要的三个原因,占比依次为 56%、15%、9%。

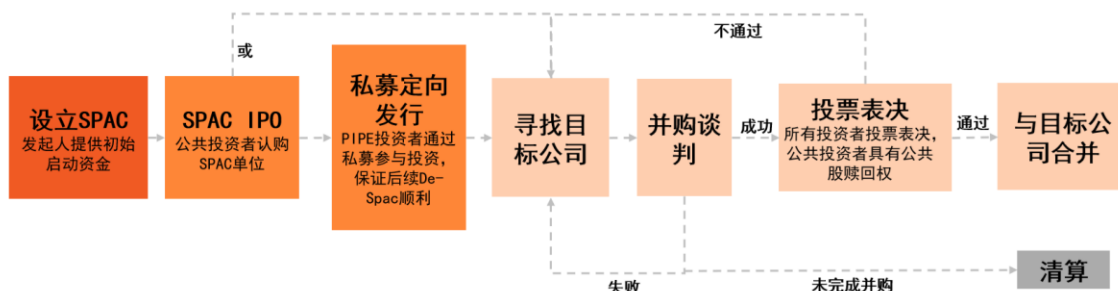
3.2 “直接上市+SPAC” 创新科技企业上市渠道

除了传统的上市渠道外,近年来 SPAC、直接上市等公开上市途径也成为中小科技企业募资、风险投资基金退出的新型渠道:

SPAC 上市门槛低、速度快、价格确定性高,符合中小科技企业特征,热度较高。SPAC 是由发起人设立的旨在未来并购其他公司的一个“壳公司”,通常只有现金而没有具体业务,SPAC 通过 IPO 实现发行上市并筹集并购资金,在上市后规定时间内完成未上市目标公司的收购 (De-SPAC),从而实现目标公司的 IPO。被并购公司多为新兴行业成长公司,规模普遍较小,但业绩成长性较高。因 SPAC 没有历史经营年限、经营业绩等要求,同时对被并购公司披露要求较低、公司规模等财务限制较少,因此相较于传统 IPO,SPAC 上市时间更短,被并购公司上市门槛更低。此外,创新型中小企业往往具有技术门槛较高、研发和推广期较长的特点,使得此类企业能否在传统 IPO 中为广大投资者接受的不确定性较高,而 SPAC 发起人往往是并购目标行业领域的专家,可为 SPAC 并购目标提供更准确的公平价值,更适合中小科技企业估值定价。

⁵ 上交所资本市场研究所《全球主要资本市场退市情况研究及对科创板的启示》

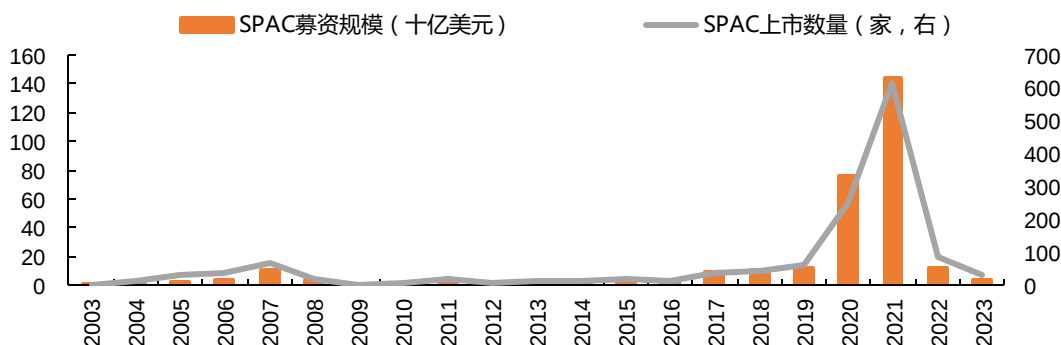
图表20 SPAC 运作流程



资料来源：Investopedia，平安证券研究所

2020、2021 年美国 SPAC 上市数量激增，2022 年在监管收紧的背景下，SPAC 上市数量回落。据 Jay R. Ritter 统计，2020、2021 年美国 SPAC 上市数量分别为 248 家、613 家，在美国 IPO 项目数量中占比超 50%。2022 年 SEC 出台了一项针对 SPAC 的监管草案，包括提升 SPAC 和 De-SPAC 的信息披露要求、为 SPAC 设立监管限制条件等，逐渐收紧对 SPAC 合并上市的监管，2022、2023 年（截至 2023 年 12 月 28 日）美国 SPAC 上市数量分别下滑至 86 家、31 家。2024 年 1 月 SEC 又通过了 SPAC 的最新监管要求，要求 SPAC 在提交股东投票前需更详尽披露被并购公司的财务状况、业务风险、管理团队、融资结构、资金使用计划等信息，需 SPAC 公司建立健全内部控制体系、限制关联交易等，明确投资人对 SPAC 赎回机制的监管等。

图表21 美股 SPAC 上市数量与募资规模变动



资料来源：Jay R. Ritter IPO data，平安证券研究所；数据截至 2023 年 12 月 28 日

直接上市 (direct listing) 相对较新，目前上市公司数相对较少。直接上市制度于 2017 年在纽交所提出，2018 年 SEC 正式批准。批准初期的直接上市制度允许未首次公开发行的公司在公开市场转让现有股东手中的股份，属于“只上市不融资”的销售方式，因此无需承销、制作招股说明书、路演等环节，上市程序简便，但仍需满足纽交所上市标准。2019 年纽交所修改直接上市规则，并于 2020 年获 SEC 批准，允许公司发行新股并直接上市，但要求发行新股并直接上市的发行人需满足上市首日发行新股的市值达 1 亿美元，或发行新股的市值与上市前既有公众持股市值合计达 2.5 亿美元。2021 年纳斯达克也获批直接上市制度，并将纳斯达克私募股权交易平台与直接上市联动，助力私募股权交易平台的企业公开融资。据 Jay R. Ritter 统计，2018-2023 年 10 月共有 16 家公司在美股完成直接上市，其中有 7 家公司来自信息技术行业。

图表22 2018-2023 年 10 月美股直接上市企业一览

公司名称	直接上市日期	交易所	行业
Spotify Technology	2018/4/3	NYSE	可选消费
WATFORD(退市)	2019/3/28	NASDAQ	金融
SLACK TECHNOLOGIES(退市)	2019/6/20	NYSE	信息技术
ASANA	2020/9/30	NYSE	信息技术
PALANTIR TECHNOLOGIES	2020/9/30	NYSE	信息技术
THRYV	2020/10/1	NASDAQ-资本市场	可选消费
ROBLOX	2021/3/10	NYSE	信息技术
COINBASE GLOBAL	2021/4/14	NASDAQ-精选市场	金融
SQUARESPACE	2021/5/19	NYSE	信息技术
ZIPRECRUITER	2021/5/26	NYSE	信息技术
AMPLITUDE	2021/9/28	NASDAQ-资本市场	信息技术
WARBY PARKER	2021/9/29	NYSE	日常消费
BRIGHT GREEN	2022/5/17	NASDAQ-资本市场	医疗保健
SURF AIR MOBILITY	2023/7/27	NYSE	工业
PODCASTONE	2023/9/8	NASDAQ-资本市场	可选消费
REALPHA TECH	2023/10/23	NASDAQ-资本市场	房地产服务

资料来源：Jay R. Ritter IPO data, , 平安证券研究所

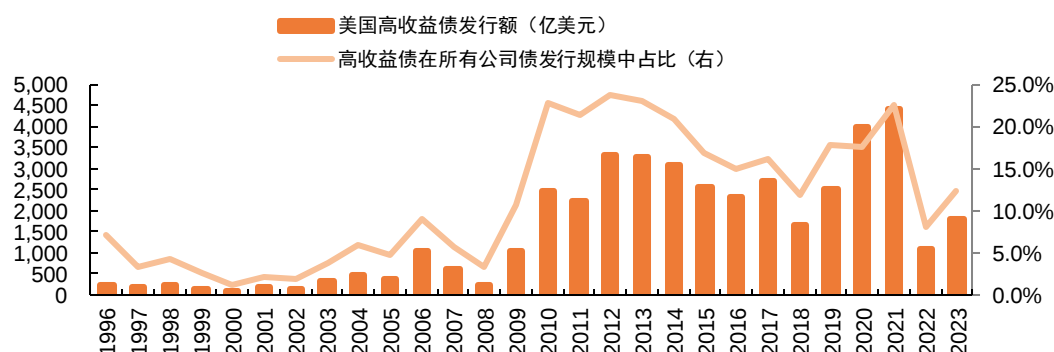
四、 美国债券融资：高收益债券“明日之星”拓宽融资渠道

科技企业在发展早期普遍存在经营不确定性较大、信用评级结果较低、缺乏有效抵押资产等问题，因此债券融资成本相对较高，通常可发行一种被称为“明日之星”的高收益债券。“明日之星”即指新兴的或处于成长期的企业，由于缺乏稳定、良好的长期财务记录，通常在一级发行时需要给予投资者充分的收益补偿。除“明日之星”外，高收益债券包括“堕落天使”和“杠杆收购”，前者主要指在债券存续期间信用资质被下调为高收益债的债券，后者主要指企业发行高收益债券实现快速融资用于并购扩张⁶。

美国高收益债券市场已相对成熟，“明日之星”发债比例快速提升，有效拓宽科技企业融资渠道。美国高收益债券可以追溯到 20 世纪 70 年代，从 20 世纪 80 年代的以杠杆收购为主转向 90 年代“明日之星”崛起。据 SIFMA 统计，2010-2023 年美国高收益债年均发行规模 2677 亿美元，各年高收益债发行额在公司债发行额中的平均占比为 18%。

⁶ 资料来源：刘璐茜、陈冬旭《中国双创债与美国“明日之星”的比较研究》

图表23 美国高收益债券市场发行情况



资料来源：SIFMA，平安证券研究所

美国高收益债券市场能迅速发展并成为科技企业的重要融资方式，主要系发行制度优化降低发行成本、发达的场外交易市场和做市商、完善的配套风险管理和保护工具：

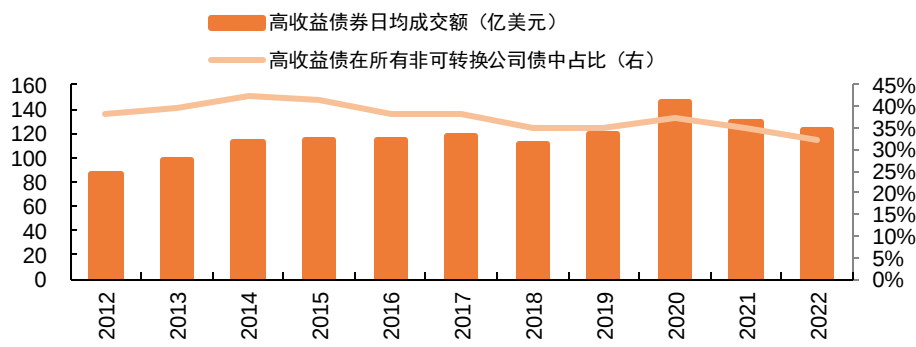
144A 规则便利高收益债券私募发行、转让。私募发行更为灵活便捷、成本较低，适合“高风险、高收益”的中小科技企业向特定融资对象募资。1990 年 SEC 实施《144A 规则》，明确企业向合格机构投资者发行私募证券，可豁免经 SEC 注册和部分信息披露。同时 144A 规则在 1972 年 144 规则允许私募证券在一定限售期后允许转售的基础上，进一步放宽转售限制，允许私募证券在合格机构投资者之间更自由的转售。144 规则和 144A 规则的出台便利高收益债券私募发行和后续交易，基于 144A 规则的私募发行方式逐渐成为高收益债券发行的最主要方式，1997 年美国有超过 80% 的高收益债券在 144A 市场发行，截至 2011 年底近 90% 的高收益债券在 144A 市场发行⁷。

私募发行对合格投资者的限制及高收益债券的风险特征也使得美国高收益债券投资者多为养老基金、保险和共同基金。尽管 144 规则和 144A 规则放松了私募证券发行和转让限制，但也提升了私募证券的投资门槛，144A 规则规定的合格机构投资者包括规模达到一定要求的保险公司、共同基金、养老基金、证券经纪商、银行等。同时，美国也先后禁止储贷机构、货币市场基金和个人参与私募债券市场投资，保障了高收益债券市场的稳健发展。目前养老基金、保险、共同基金是美国高收益债券最主要的投资者，据 LCD2022 年 5 月的统计报告，保险公司、养老金、共同基金在美国高收益债券投资规模中的占比分别约为 29%、28%、13%。

美国高收益债券主要于场外市场交易，发达的场外市场和做市商是必备条件。由于高收益债券的评级相对较低，且投资者多为大型机构投资者，因此其交易主要集中在场外。美国场外交易市场历史悠久且丰富，多个做市商也活跃了场外市场的交易情况，同时美国金融监管局（FINRA）创设交易报告系统 Trade Reporting and Compliance Engine（TRACE），监控每笔场外交易，进一步提升高收益债券交易透明度。据 SIFMA 统计，2012-2022 年间，高收益债券日均成交额平均为 116 亿美元，高收益债券日均成交额在所有非可转换公司债中的占比平均为 38%，高于发行额的平均占比，说明高收益债券换手率相对于投资级债券更高。

⁷ 资料来源：邓斌《美国高收益债券风险防控制度》

图表24 美国高收益债（非可转换）日均成交额



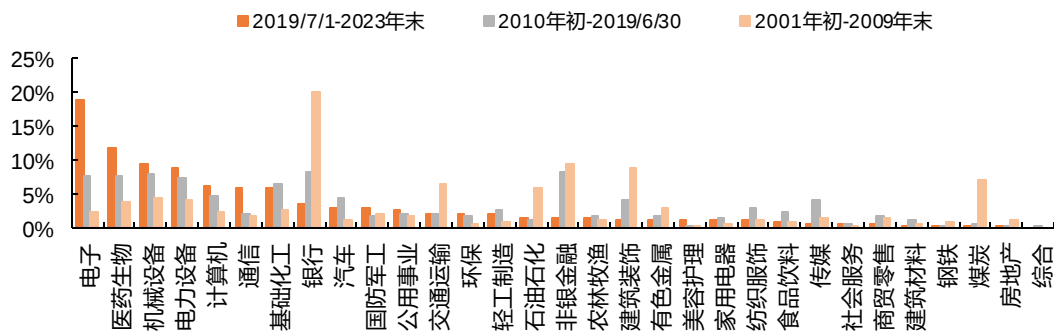
资料来源：SIFMA，平安证券研究所

成熟的投资者保护制度、风险管理工具保障高收益债券投资安全。美国高收益债券一般设置多个条款，包括回购和赎回、担保增信、限制性条款等，以保障投资人权益。其中，高收益债已建立成熟的偿债担保追索制度和破产清算制度⁸，按照美国证券交易法规定，高收益债由每个债券发行公司担保偿债，发行主体的母公司或子公司也负有共同担保责任；1978 年《破产法》建立较为成熟的破产清算制度，高收益债持有人可以在破产清算中获得部分补偿。此外，美国高度发达的衍生品市场也为高收益债的投资提供保护，以信用违约互换（CDS）为代表的风险管理工具可以转移和对冲信用风险，提高投资者对于高收益债券市场的参与热情。

五、 资本市场改革成效显著，未来仍需更好发挥枢纽作用

近几年我国资本市场改革已取得较多积极成果，注册制改革全面落地、多层次资本市场体系基本建成，科创板、创业板、北交所与主板形成差异化特色，更好服务高新科技行业企业融资。2019 年 7 月科创板开市，标志着我国注册制试点落地，科技创新的板块定位、灵活多元的财务标准等设置使得科创板成为服务科技企业融资的重要阵地。据统计，2019 年 7 月至 2023 年末，A 股市场 IPO 融资共 2.16 万亿元，其中科创板、创业板、北交所、主板融资占比分别为 42%、26%、2%、30%；电子、医药生物、机械设备是 A 股 IPO 规模最高的三个行业，较过去由金融、建筑主导的 IPO 结构已有明显改变。

图表25 国内 IPO 规模行业结构变动（据申万一级行业划分）



资料来源：，平安证券研究所

⁸ 资料来源：高莉、周知、刘巨松《高收益债市场发展的美国经验与中国路径》

私募股权基金监管不断完善，政府引导股权投资、创业投资支持科技企业。2023 年私募股权投资行业政策集中出台，7 月国务院发布《私募投资基金监督管理条例》，成为私募基金行业首部行政法规；12 月证监会发布《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，进一步细化监管范围。除监管条例的完善外，中央和地方层面均明确支持鼓励股权投资的发展，2023 年 3 月政府工作报告提出“创设支持创新的金融政策工具，引导创业投资等发展”；6 月国务院《加大力度支持科技型企业融资行动方案》指出要支持初创期科技型企业，加快形成股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系；12 月中央经济工作会议鼓励发展创业投资、股权投资。北京、上海、广州、江苏等地也分别出台鼓励股权投资、金融产业发展的若干支持政策，鼓励股权投资机构落地并投资当地特色实体产业，武汉市和山东省也进一步设置风险补贴鼓励机构投资初创期科技企业。近年来私募股权基金规模也维持稳定增长，据 统计，截至 2022 年末国内私募股权、创业基金共 50878 只，资产净值 13.77 万亿元（YoY+7.7%）。

图表26 2023 年部分地区鼓励股权投资相关政策

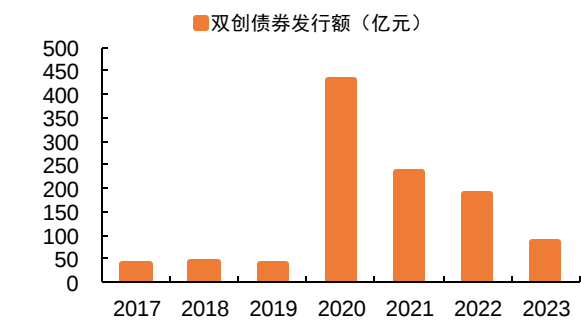
地区	投资奖励
北京市顺义区	《顺义区关于打造首都产业金融中心促进金融产业发展的支持办法》：新入区的私募股权投资基金可享受对外实际投资规模奖励，根据评价结果最高不超过 1500 万元；私募股权投资基金投资区内企业的，每投资 1 亿元(含)，评价额外得 5 分。
北京市昌平区	《北京市昌平区落实<关于金融促进未来科学城创新发展的若干措施>实施细则》：支持创投机构聚焦主导产业等领域的初创企业开展早期投资，对开展首轮投资并获得市科委、中关村管委会风险补贴支持资金的，给予 20%同比例配套资金支持，单笔资金支持不超过 200 万元，每家创投机构每年资金支持总额最高 500 万元。 创投机构对拟在北交所上市企业以货币方式出资，实际到账金额累计达 5000 万元且到账期限超过 1 年的(不含发行战略配售投资)，企业上市后，按照到账投资额的 2%对创投机构给予资金支持，每家投资机构最高奖励 100 万元对于聚焦主导产业等开展投资的创投机构，结合区域经济贡献，按照实际投资累计规模分档给予资金支持。
北京市西城区	《北京市西城区加快现代金融产业发展的若干措施》：对基金管理人和所管理基金登记注册在西城区的私募股权基金、创业投资基金，根据其实际投资规模对基金管理人给予激励，实际投资累计规模达到 30 亿元人民币(含)-50 亿元人民币(不含)的，给予一次性补助 500 万元；50 亿元人民币(含)以上的，给予一次性补助 750 万元。成功实现退出并支持西城区企业上市挂牌的，在上述奖励基础上，实际投资累计规模达到 30 亿元人民币(含)-50 亿元人民币(不含)的，再给予一次性补助 500 万元；50 亿元人民币(含)以上的，再给予一次性补助 750 万元。
上海市	《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》：股权投资集聚区应制订投资奖励政策，对经认定的投资区内种子期、初创期科技型企业 2 年以上的股权投资基金管理人及业务团队予以奖励，引导社会资本早投小投科技。
广州市	《广州市促进金融业高质量发展若干措施》：对于私募股权投资、创业投资基金管理企业，根据其所受托管理的私募基金实际投资对广州市经济社会发展作出实质贡献的非上市企业股权的规模，给予管理能力奖励。其所受托管理的私募基金实际投资股权累计 20 亿元(含)以上的，奖励 2000 万元；实际投资累计 20 亿元以下、15 亿元(含)以上的奖励 1500 万元；实际投资累计 15 亿元以下、10 亿元(含)以上的，奖励 1000 万元；实际投资累计 10 亿元以下、5 亿元(含)以上的，奖励 500 万元；实际投资累计 5 亿元以下、3 亿元(含)以上的，奖励 300 万元。同一私募股权投资、创业投资基金管理企业获得的管理能力奖励，累计不超过 2000 万元。
武汉市	《关于加快发展股权投资的若干支持政策》：对以增资扩股方式投资我市非上市企业的股权投资基金，自投资划款之日起满 1 年的，按照实际投资金额的 2%给予其管理机构奖励，每投资 1 家企业最高奖励 100 万元(仅限首次投资)。每家股权投资管理机构每年累计奖励金额不超过 1000 万元。对以增资扩股方式投资我市种子期、初创期科技型企业的股权投资基金，自投资划款之日起满 2 年的，按照实际投资金额的 15%给予其管理机构奖励，每投资 1 家企业最高奖励 100 万元(仅限首次投资)。每家股权投资管理机构每年累计奖励金额不超过 500 万元。 按照私募股权二级市场基金在我市实际投资金额的 1%给予其管理机构奖励每家股权投资管理机构累计奖励金额不超过 1000 万元。 对以增资扩股方式投资我市种子期、初创期科技型企业的股权投资基金，投资我市种子期、初创期科技型企业满 2 年且 5 年内实际发生投资损失的，按照项目首轮投资实际损失金额的 20%给予其管理机构补贴，每个项目最高补贴 300 万元。每家股权投资管理机构每年累计补贴金额不超过 600 万元。
山东省	《山东省推动创业投资高质量发展的若干措施》、《关于加强科技财政金融协同服务企业创新发展的若干措施》：对新设立或新迁入的创业投资机构，按其自设立之日起 3 年内，实际投资山东区域内非上市科技型企业累计每满 2 亿元(或等值外币)的，给予其奖励 200 万元，累计不超过 1000 万元；对新设立或新迁入的实际管理规模达人民币 50 亿元(或等值外币)的科技类私募股权投资基金管理机构，给予奖励支持 300 万元。对政策实施后首次投资我省早期、初创期科技型企业满 2 年以上的创业投资机构，省财政按其实际投资额的 5%给予最高 200 万元的奖励。 对政策实施后以增资扩股方式投资我省早期、初创期科技型企业的创业投资机构，投资期满 2 年且 7 年内实际发生投资损失的，省财政按照其首轮投资实际损失金额的 20%给予补贴，每个项目最高补贴 300 万元，每家机构每年累计补贴金额最高 600 万元。
泰州市	《泰州市关于促进股权投资高质量发展的若干政策措施》：本市新设立的股权投资机构，对累计投资每满 1 亿元(或者等值外币)且投资期限满一年的，给予一次性奖励 100 万元，每家股权投资机构累计最高奖励金额不超过 1000 万元。 股权投资基金投资本市初创科技型企业且投资期限满两年的，按照实际投资额(仅限于货币出资)最高 10%的标准，给予管理

	机构奖励。被投资企业存在头联关系的，仅认定为一次投资。每个投资的企业或者项目最高奖励 100 万元，每家股权投资管理机构每年累计最高奖励金额不超过 500 万元。
南京市江北新区	《南京江北新区促进金融产业发展的若干措施》：对投资新型研发机构和种子期、初创期科技型企业，持有股权超过 24 个月的，按投资单个企业最高 500 万元给予基金管理机构奖励。
温州市	《温州市加快基金业集聚促进股权投资高质量发展若干措施》：股权投资机构当年实际投资注册地和经营地均在温州的非上市实体企业或项目(不含房地产、股票、金融类)，且投资金额超过 1000 万元的，奖励额度按投资金额的 0.5%、最高 100 万元。股权投资基金完成向温州市城内种子期、初创期企业投资满二个会计年度后被投企业在温实际生产经营的，由所在县(市、区)政府按其投资金额 5%给予其管理机构奖励，每投资 1 家企业最高奖励 50 万元，每家管理机构每年奖励最高 300 万元。

资料来源：北京基金业协会，平安证券研究所

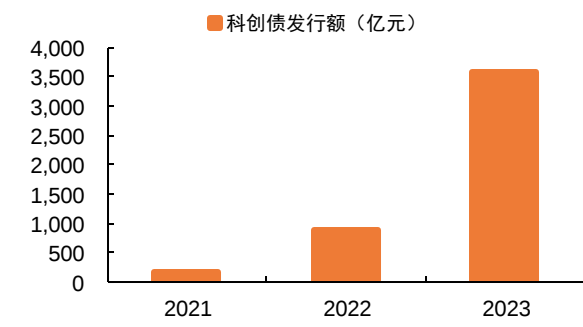
双创债、科创债陆续推出，债券市场支持科技企业工具不断创新。2017 年证监会发布《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，明确创新创业公司以及投资于此类公司的创业投资基金、创业投资企业可发行双创债；2022 年交易商协会创设科创票据，鼓励科技创新企业新增注册各类债务融资工具；2022 年沪深交易所发布科技创新公司债券业务指引，2023 年证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》，实行科创企业“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策。但目前双创债、科创债整体发行规模有限，对中小企业覆盖力和支持力度不足，2017-2023 年双创债累计发行规模约 1055 亿元，科创债累计发行规模约 4640 亿元。

图表 27 双创债发行规模



资料来源：，平安证券研究所；含已到期和未到期的创新创业公司债、创新创业金融债

图表 28 科创债发行规模



资料来源：，平安证券研究所；含已到期和未到期的科技创新公司债

但相对于美国资本市场，我国资本市场直接融资功能仍相对偏弱，注册制及配套制度的改革仍待进一步深入与完善。尽管受历史、制度、投资者等因素的影响，我国当前融资市场结构与美国相差较大、不宜片面追求直接融资扩容，但美国资本市场服务科技企业股债融资的机制调整、政府在其中的引导作用仍值得我们借鉴：

第一，推动注册制改革走深走实，持续完善多层次资本市场及转板机制，建立健全科技企业针对性支持机制。美国通过高效率的注册制审核、多层次的资本市场和灵活便捷的转板制度降低上市门槛、提升上市效率，同时配备高效退市机制，保证上市公司的质量和资金的有效配置。目前我国注册制改革已取得一定积极成果，后续仍需深化注册制改革、更好发挥资本市场枢纽作用、完善配套制度。一是完善法制约束、审核把关，压实中介机构“看门人”责任，注册制在便利科技企业上市的同时，也需保证上市公司质量，保障资本市场长期健康发展。二是继续完善常态化退市机制，优化并购重组等制度安排，实现市场进退有序。三是优化转板机制，更好发挥各板块协同效应，2023 年北交所修订转板规则，进一步理顺转板程序安排。四是加速出台科技企业针对性支持机制，包括适当提高对科技型企业重组的估值包容性、支持优质科技企业并购重组等。

第二，引导私募股权融资投早投小投科技，重视政府引导作用。私募股权融资也是美国科技企业初期的重要融资来源，其中政府通过为风投基金提供低息贷款、税收优惠等措施发挥重要作用；私募股权二级市场交易机制和多层次资本市场畅通私募股权基金退出渠道，也成为美国风投发展的助推剂。近年来我国私募股权投资基金规模稳定扩张，中央和多个地方政府也出台相关支持政策，未来仍需完善募集、投资、退出等制度建设，包括引导长期、多元资金进入创投领域，加快基金实物分配、S

基金、区域性交易市场等创新退出渠道试点，建立健全地方优质企业股权投资平台，发挥地方产业基金、地方政府基金的引导作用。

第三，深化债券市场体系建设，探索发展高收益债券市场。美国科技企业通过发行“明日之星”高收益债券拓宽融资渠道，宽松的转让机制、发达的场外市场、成熟的配套工具鼓励科技企业发行高收益债券。近年来我国推出双创债、科创债、科创票据等工具便利符合标准的科技创新企业债券融资，未来仍需探索科技企业定向支持工具的创新，支持科技企业发行债券、资产支持证券等盘活存量资产，并在实践中逐步优化发行流程、引导长期资金科学配置科技企业债券。监管也应探索发展高收益债券市场，面向科技型中小企业融资需求建设高收益债券专属平台。此外，配套制度及市场也应逐步完善，包括鼓励增信工具、风险缓释工具的创设，加速国内债券评级体系的完善等。

六、风险提示

- 1) 政策推进不及预期。**资本市场的改革以及金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务，政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。
- 2) 宏观经济下行超出预期。**市场的需求和企业的盈利同宏观经济环境变化息息相关，经济承压背景下带来的风险暴露或将拖累相关产业的发展。
- 3) 金融政策监管风险。**金融业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层