



版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

光尘报告 2023

中国股权存量市场 年度交易洞察与展望

2024 年 2 月

© 2017-2024 Nebula Advisors. All right reserved. 本报告版权归北京光尘顾问有限公司所有。



光尘顾问
NEBULA ADVISORS

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

报告目录

1.	报告摘要	2
2.	境内 公开市场数据分析	6
2.1.	市场规模	6
2.2.	标的特征分析	8
2.3.	交易对手方分析	13
3.	境内 交易技术观察	18
4.	境内 市场定价观察	22
4.1.	基金份额 定价分析	22
4.2.	底层资产 定价分析	30
5.	境外 存量市场分析	35
5.1.	市场规模与定价分析	35
5.2.	标的特征与对手方分析	37
6.	境内 市场基础设施分析	38
6.1.	市场大事记	38
6.2.	市场发展：北京股权交易中心	39
6.3.	市场发展：上海私募股权和创业投资份额转让平台	42
6.4.	章节小结	44
7.	结语	46
7.1.	S 策略对股权投资市场格局的影响	46
7.2.	S 策略对投资机构团队结构的影响	47
7.3.	S 策略当前的困难对交易技术的影响	49
7.4.	S 策略的收益预期对未来股权投资策略的影响	50
8.	核心定义与名词释义	52

1. 报告摘要

2023 年是不平静的一年，如何适应行业逻辑和生存环境的变化，是每位一级市场从业者正在面临的考验。大背景下，整个一级市场进入到生态重塑期，在由增量市场转入存量市场的过程中，光尘团队对 2024 年既怀有积极的期待，也怀有充分的信心与市场同仁们在更多挑战中共克时艰。

我们力求成为一级市场最有效的“晴雨表”，以“生存”为第一主题，希望带动更多同业转换思路，积极应对当下，而这也是本篇报告的初衷。

在 2024 年之前，光尘将该年度报告统称为《年度 S 市场报告》，与市场其他参与方相同。“S 市场”一词，来自于境外舶入的“PE - Secondary”。此市场诞生不足 10 年的时间里，尚无法找到合适的词汇来描述，历史曾有人称之“私募股权二级市场”等，或以偏概全、或理解存有谬误。

时至 2024 年，中国市场的交易和处置方式已经不再是完全参照海外的“初生”状态，许多交易技术的频繁应用无法在既有市场中找到惯例。因此，为了能够全面表现中国市场的特
点，我们将这一专业领域命名为“股权存量资产市场”，并将本年度的报告命名为《光尘报告 2023 中国股权存量市场 年度交易洞察与展望》。尽管该词对各市场参与者而言或有陌生，但我们相信在中国市场独有的区位要素环境下，这个名词作为更准确、更专业的定义，会为更多的市场参与方所接受。

为便于理解，本报告仍有部分采用了“S 市场”与“S 交易”的描述，但实际指向“股权存量资产市场”与“股权存量资产交易”。

在本年度的存量市场报告中，我们从详实的数据出发，展现了市场容量、结构和参与方；并结合长期实践中的观察体悟，系统性地从交易方式、监管设施等方面探讨了境内存量市场的重要变化。

我们梳理了本报告的核心观点，摘要如下：

- **境内外市场交易量双降，人民币市场首年交易量负增长：** 存量交易产生于“差异化”共识，2023 年人民币各参与方下行趋势认知弥合，使得境内存量基金份额交易规模约 370 亿元，较 22 年约 420 亿，**同比下降 11%**；同时，境外市场由于公开二级市场回暖，买卖双方价格分歧加剧，2023 年上半年总交易规模 **430 亿美元**，相较 22 年**同比下降 25%**；
- **人民币国资存量交易数、量双增：** 随着北京、上海份额转让试点工作逐步开展，各项监管政策逐步完善、政策常态化，两地交易所今年份额交易量均保持了**超 100% 的增长**；同时，各地政策多面开花，浙江、宁波、广东转试点批准设立；根据光尘统计，2023 年，国企/引导基金/金融机构等国资**累计交易规模逾 200 亿**，已超总年度交易规模的 50%；
- **人民币市场参与方对手方选择“杠铃型”分布愈加明显：** 母基金/资管机构仍为 2023 年最活跃的买方，出现在超 50% 的交易数中，且选择普遍偏好流程明晰、决策迅速的民资对手方，便于迅速锁定优质标的，平均单笔交易规模千万，且同基金中多次加注现象增加；国资类型对手方仍以国资为主，且单笔交易规模多数超亿；
- **复杂交易探索从未停歇，份额交易仍为存量交易主流：** 根据光尘市场调研，近 70% 的交易参与方对于复杂交易结构始终保持着开放态度；但从实际交割角度，2023 年，份额交

易于总存量交易中的数、量占比仍超 95%；份额交易中，进入退出期乃至延长期的中晚期份额市场交易占比逐步提升，2023 年占总交易规模的近 80%；

- **多数赛道定价受到冲击，制造业赛道热度不减：**上市政策收紧、退出路径受阻，市场对于资产预期愈加保守，且受到政策冲击，2023 年上下半年，各赛道交易活跃度水温差异明显；定价方面，TMT、消费生活及医疗健康均出现不同程度的下滑，2023 年度份额定价下限中位数分别为 LP 剩余账面净值的 43%、14%与 55%；文化娱乐赛道交易几近停滞；制造业赛道定价保持坚挺，2023 年度份额定价上限与下限中位数分别为 LP 剩余账面净值的 80%与 70%；
- **资产定价回归商业理性，各类资产“现金为王”：**资产端，近三年市场对已实现盈利、退出路径相对清晰的项目定价折扣均稳定在 78%左右；份额端，2023 年上市资产占比 10~20%的基金份额折扣较近三年有显著提升；根据光尘市场调研，2023 年，近 70%的市场参与者将现金收益作为衡量回报业绩的主要指标，买方对于份额的认购后的迅速现金回流需求持续增加，内部收益考核指标的优先级由净 TVPI 过渡至净 IRR；
- **存量困境倒逼投资机构团队优化：**根据光尘市场调研，30%的受访买方为承接新策略扩大了团队，为更好的参与至中晚期或复杂存量交易中；同时，存量管理的逻辑下，管理人的团队职责或主动或被动地向投后职能倾斜，为了满足投后及退出执行职能扩大了团队的机构占比 74%；2023 年，也是光尘观测，管理人主动提升内部资产核销率的首年；

- **存量交易推动股权市场格局变化：**根据光尘市场调研，63%的受访者表示 2024 年有更高的参与 S 交易意愿，80%受访者表示 2023 年通过第三方获取存量交易案源或提供解决方案，100%的受访者表示 S 交易可以协助解决自身流动性的问题，S 策略已然成为推动股权投资市场有序发展的重要力量；

“生存从不是一种必然，更不是与生俱来的权利，而是要用努力和智慧才能获得。”

光尘团队作为境内具备实践和研究经验的专业团队，希望通过本文，展现一个复杂而不断创新、持续发展且保持韧性的境内存量市场。通过经验和知识积累的传递，为市场参与方与利益相关者，在交易路径地探索与追求中，提供可靠的参考依据和实用的决策方向。

版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

2. 境内 公开市场数据分析

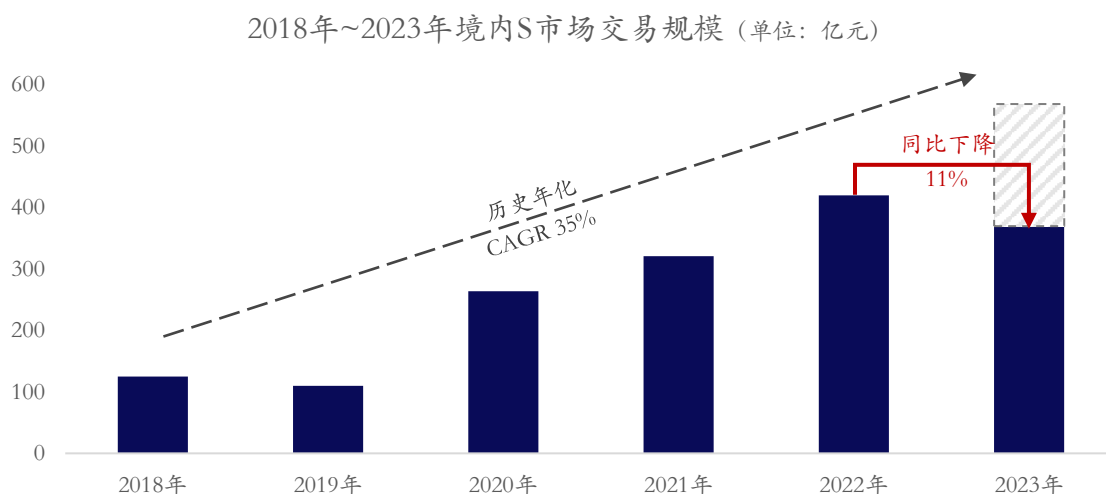
在本年度的观察中，光尘整理汇集并筛选了私募股权市场上活跃的 1,926 家 GP，以及他们旗下所管理的近 8 万支基金，作为基础数据库。光尘对上述基础数据库中，所有在中国证券投资基金业协会备案为私募股权投资基金、创业投资基金或基金专户，且已参与对外投资的基金，完成了进一步筛选，聚焦其中的近 2 万支基金。

光尘梳理了上述基金于 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日的 3,000 余条股权变更记录，并筛选了同一 LP 主体关联方交易，对扩募增资、基金减资等类型与 S 交易进行了区识别，以此为最终分析样本。请注意，上述经梳理的数据中，仅包含 LP 份额层面的交易统计，尚不包括接续重组等变更主体的交易类型。

本章节将对 2023 年境内 S 市场份额交易规模、标的类型以及行业偏好等维度，进行穿透性的分析。

2.1. 市场规模

根据光尘团队统计的数据，2023 年境内 S 市场份额交易总规模约为 370 亿元人民币，较 2022 年下降约 50 亿元人民币，同比下降约 11%。境内 S 交易市场自萌芽以来，交易规模保持逐年上升，于今年首次出现下滑，背后的原因较为复杂。



图表 1 第二章 2018~2023 境内 S 市场交易规模统计（数据来源：公开数据，光尘梳理）

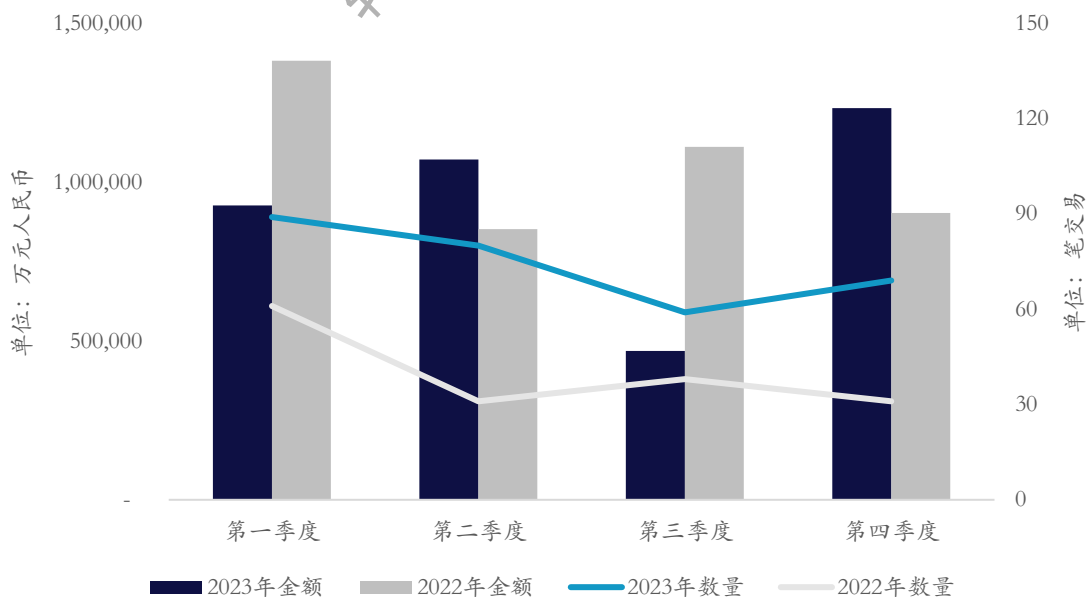
一方面，随着众多基金期限接近尾声，退出压力进一步提升，供给端持续增长；另一方面，由于宏观市场 IPO 政策收紧、境内 A 股市场表现不如预期、境外上市监管压力及成本较高，一级市场资产退出的不确定性升高，导致潜在投资人对于资产筛选的标准逐步提升，交易双方分歧进一步扩大，且成交规模显著下降。

过去 5 年（2018 至 2022 年）境内 S 市场交易规模的复合增长率接近 35%，如市场交易规模继续保持该增速，2023 年总成交规模将达到近 570 亿元，该预期与实际成交规模相差约 200 亿元。但其实，在 2022 年时，光尘团队已关注到境内 S 市场交易规模增速出现放缓趋势，当年增速（31%）低于历史复合增速（35%）。

从 2022 年的增速放缓，到 2023 年的规模下降，更加凸显了在当前宏观环境压力下，市场交易成本高企、买卖双方分歧加剧等现象，成交难度进一步提升。

从交易交割完成工商变更的时间看，2023 年的旺季高峰出现在第四季度，其次为第二季度；2023 年同 2022 年相比，人民币存量资产交易的最后一步——工商变更，实践落地波峰出现了明显的滞后性，转让签约至工商变更的时间被拉长，交易成本也随之进一步增长。

2022 及 2023 年境内 S 交易淡旺季分布

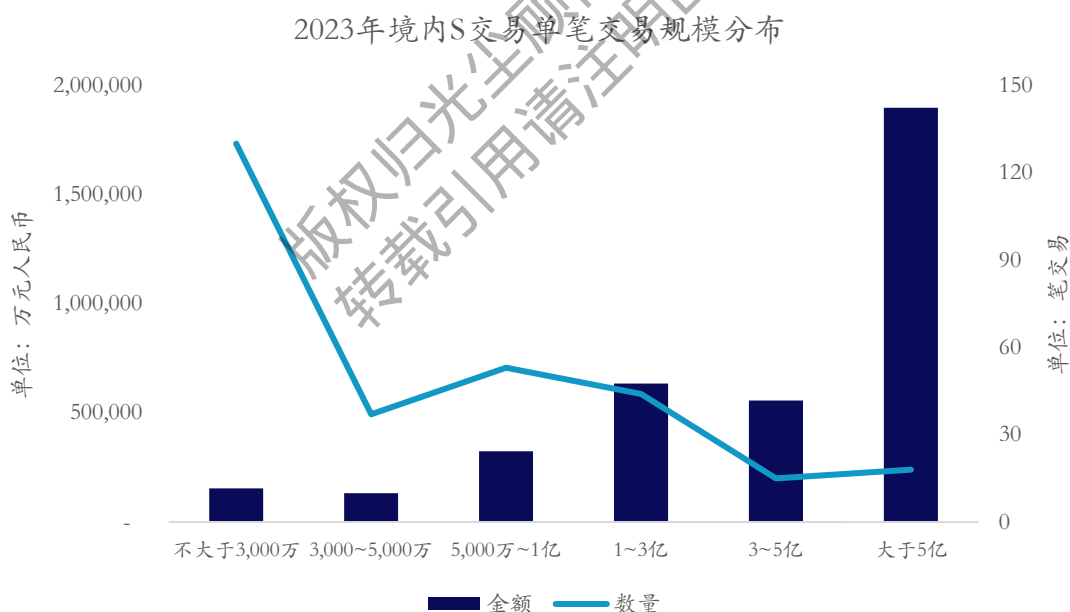


图表 2 第二章 2022 及 2023 年境内 S 市场交易淡旺季分布（数据来源：公开数据，光尘梳理）

这一现象，与光尘的实践经验相符。随着标的基金年度运营报告、审计报告等在第一季度陆续出具，上半年有众多交易标的入市；将经审计的年度报告作为交易定价的基准，无疑是最严谨的。在上半年入市的案子，过去通常能够在第三季度完成工商变更工作。但今年以来，基金其他 LP 对于配合交易签署工商变更相关文件审核愈加严格，各地工商局也因不断更新、收紧的各项政策而愈发审慎，从而导致工商变更所需时间延长，往往在第四季度才能完成工商变更交割。

此外，对于在下半年入市、在 12 月 31 日前完成份额转让协议（SPA）签约的交易，过去通常能够在第一季度完成工商变更工作，大家一同“过个好年”。但 2023 年，买卖双方年底完成 SPA 签署后，通常在第二季度才能完成工商变更的工作。

2.2. 标的特征分析

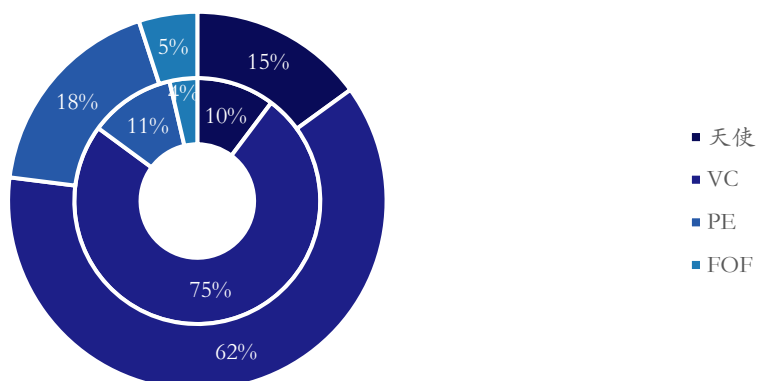


图表 3 第二章 2023 年境内 S 交易单笔交易规模分布（数据来源：公开数据，光尘梳理）

从交易的单笔成交金额来看，3,000 万及以下的小规模交易活跃度极高、成交数量具有绝对优势，但由于单笔金额较小，累计金额仍然占比较少。而单笔成交大于 5 亿的大额交易，成交数量虽然较少，但累计金额占据了整体市场交易规模的绝大部分。

2023年境内S交易标的基金类型，按数量

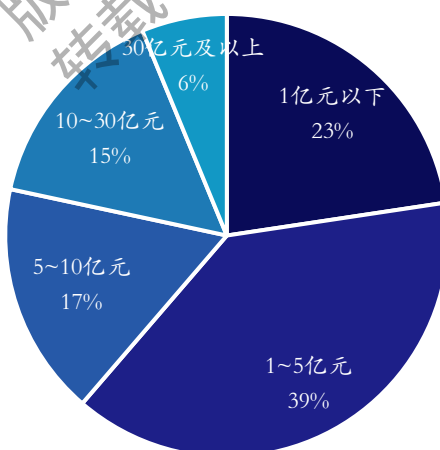
(外圈：2022；内圈：2023)



图表 4 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金类型分布 (数据来源：公开数据，光尘梳理)

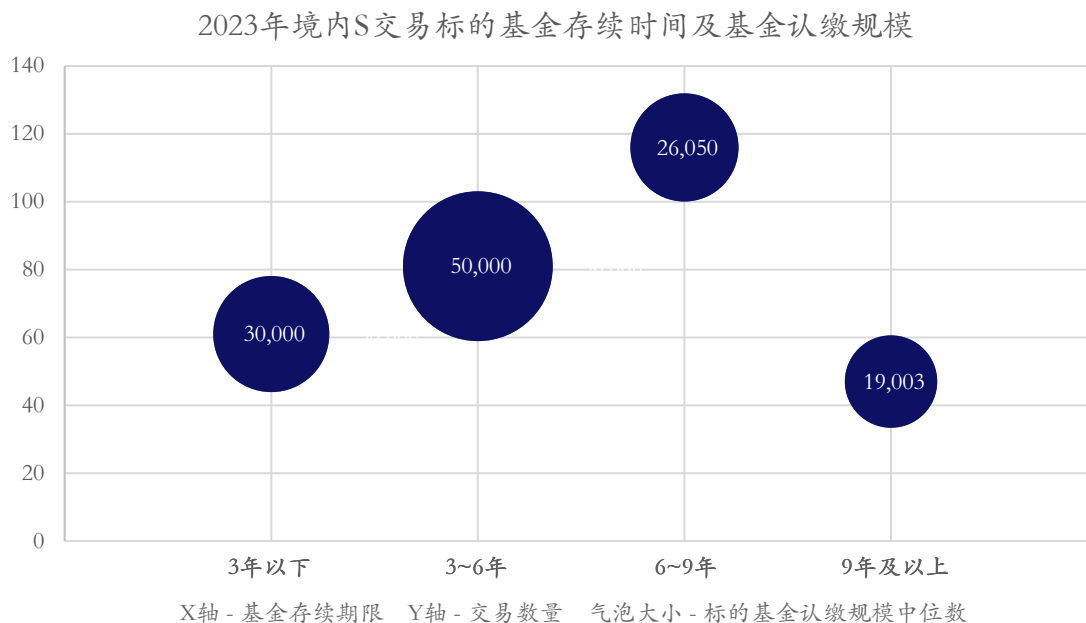
从标的基金类型看，2023 年境内 S 市场中，75%的标的基金为 VC 基金，剩余 11%为 PE 基金，10%为天使基金，FOF 占比最少为 4%。该分布模式与中国境内存量基金近 70%为 VC 阶段的属性相符。并且，与 2022 年相比（62%），VC 基金占比进一步提升，体现出在境内存量基金市场中，VC 基金为处置诉求最为旺盛的标的类型。

2023年境内S交易标的基金认缴规模，按数量



图表 5 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金认缴规模分布 (数据来源：公开数据，光尘梳理)

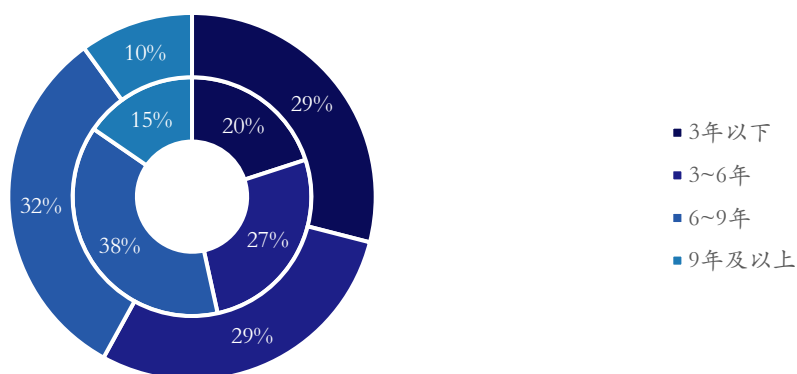
从标的基金认缴规模看，2023 年境内 S 交易集中发生在认缴规模为“1~5 亿元”以及“1 亿元以下”两个区间的基金中，分别约占整体交易数量的 39%和 23%，5 亿元以下基金合计占比超过六成。



图表 6 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金存续时间及基金认缴规模（数据来源：公开数据，光尘梳理）

据光尘观察，在 S 市场交易的标的基金的认缴规模通常较小，不同存续期的基金认缴规模中位数均不超过 5 亿元。一方面，对于尾盘交易，境内 S 交易呈现出集中发生于基金管理人早期在管、小规模基金的特点，市场普遍“优中选优”，选择潜在回报较高的前序优质基金；另一方面，对于 Early-S 交易，市场会进一步考核管理人新一期募集是否顺利、机构团队是否稳定等因素，市场选择逐步回归理性。

2023年境内S交易标的基金存续时间，按数量
(外圈：2022；内圈：2023)

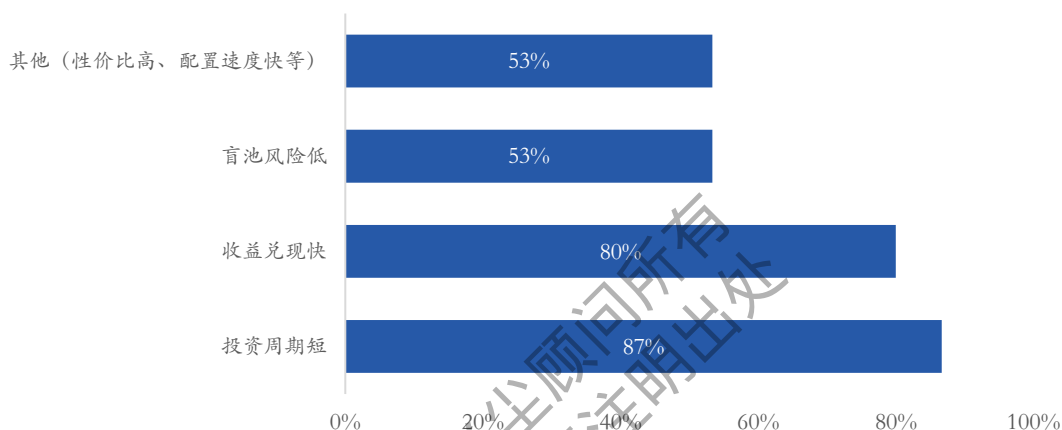


图表 7 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金存续时间分布（数据来源：公开数据，光尘梳理）

从标的基金运行期限看，存续期 6~9 年的基金标的市场交易最为活跃，占据总成交数量的 38%，其次为存续 3~6 年的标的，占比 27%，体现出 Mid-S 已逐渐成为近 1 年境内 S 市场的交易主流，市场参与方在交易经验丰富后，逐渐由原先 Early-S 为主的策略向 Mid-S 迁移。

此外，对于存续 6 年及以上标的的交易合计占比达到 53%，相比于 2022 年的 42%、2021 年的 26%，可以感受到市场参与方的快速成长，境内市场交易标的已实现向中晚期偏移。

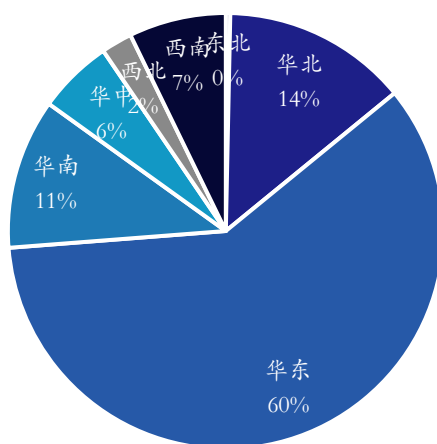
市场调研：2024 年，进一步参与 S 交易的原因



图表 8 第二章 2024 年，受访机构进一步参与市场的原因（数据来源：光尘市场调研）

这也与光尘的市场调研结论相符，80%+ 参与 S 交易的机构看中 S 投资周期短、收益兑现快的特点，因此对进入退出期的资产更为关注。

2023 年境内 S 交易标的基金注册地，按数量

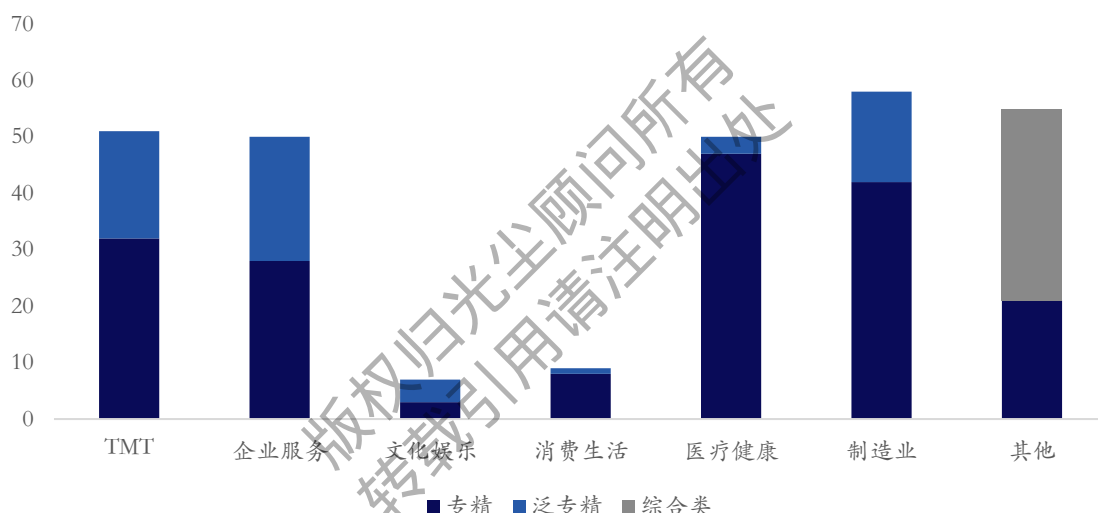


图表 9 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金注册地分布（数据来源：公开数据，光尘梳理）

从标的基金注册地看，2023 年境内 S 市场中，60%的标的基金注册在华东地区，14%的标的基金注册在华北地区，11%的标的基金注册在华南地区。该分布模式与中国境内经济及金融市场整体发展情况相符。

并且，由于北京、上海两地为全国首批建立份额转让试点的城市，基础设施最为完善，有效促进了私募股权基金份额的存量处置交易。此外，今年浙江、广东等地也陆续设立了相关试点，参考京沪经验及成效，或有望进一步提升华东、华南地区的 S 交易活跃程度（基础设施分析详见本报告第六章）。

2023年境内S交易标的基金专精度及行业，按数量



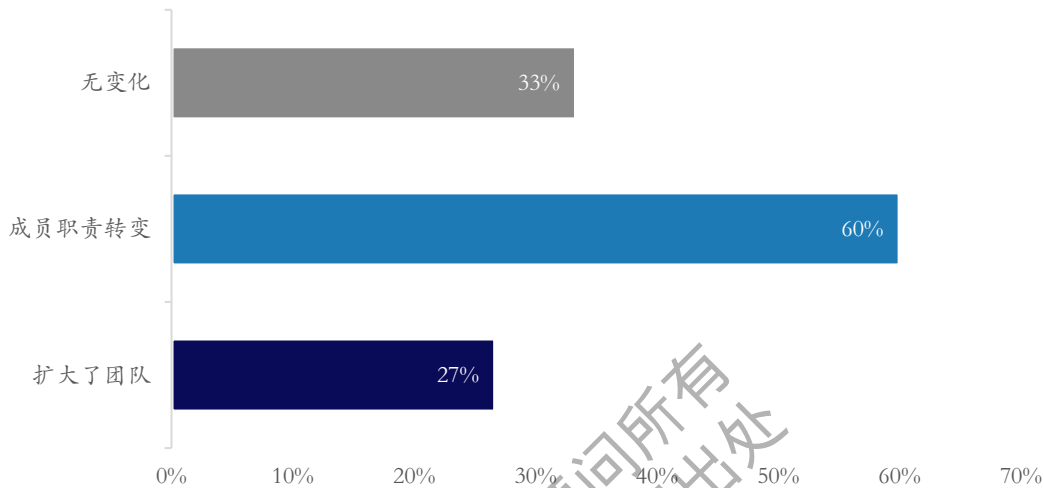
图表 10 第二章 2023 年境内 S 交易标的基金注册地分布（数据来源：公开数据，光尘梳理）

从标的基金专精度及行业分布来看，行业专精/泛专精类基金占绝大部分。并且医疗健康和制造业领域的基金交易最为活跃，且专精程度较高。

文化娱乐、消费生活类基金在 S 交易市场交易热度较低。此两个行业当前面临上市退出路径受阻和一二级市场估值倒挂等困境，而 S 市场买方的价值判断和退出预期通常与二级市场密切相关，故上述困境均将显著影响买方的投资意愿。

此外，光尘观察到，由于行业热点切换和周期轮动，随着 S 交易策略逐渐被机构投资者接受并应用，部分投资机构正在积极进行策略转变及内部组织结构调整，投资机构内的人员职责构成发生了显著的变化。

市场调研：2024年为了迎接新机会，组织内部发生的变化

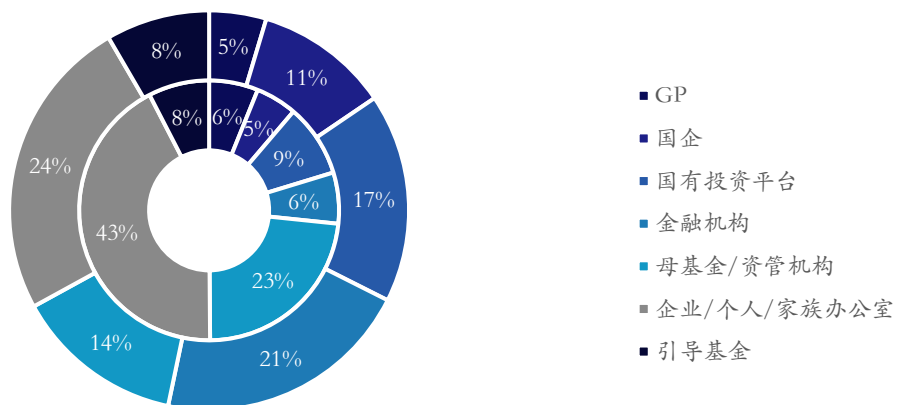


图表 11 第二章 2024 年，受访机构组织内部发生的变化（数据来源：光尘市场调研）

根据光尘市场调研结果，2023 年，有近 60% 的投资机构，就成员职责进行了相关调整转变。此类机构通常会出售过去布局的非当下热门标的，从而在一定程度上推动了 2023 上半年 TMT 和企业服务领域的交易。

2.3. 交易对手方分析

2023年境内S交易卖方资金属性
(外圈：交易规模，内圈：交易数量)



图表 12 第三章 2023 年境内 S 交易卖方资金属性（数据来源：公开数据，光尘梳理）

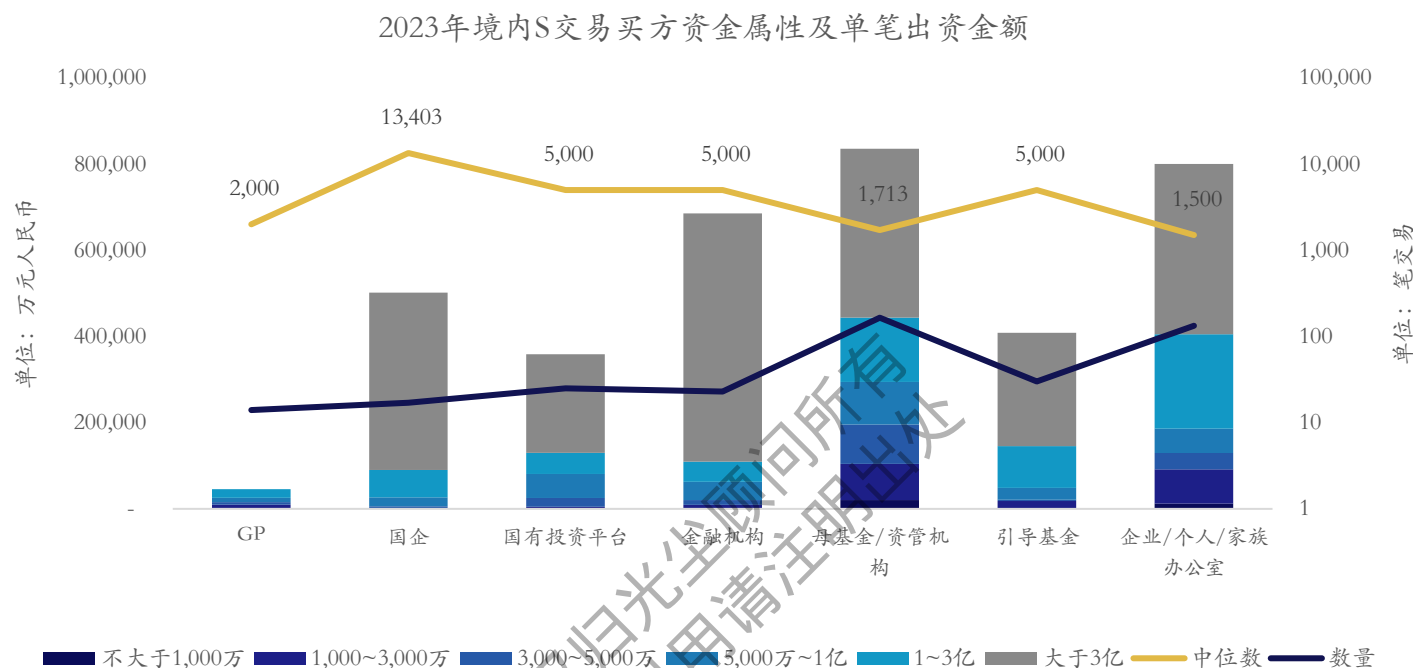
从卖方资金属性及机构类型来看，企业/个人/家族办公室为最主要的卖方机构，交易次数和交易金额占比分别达到 43%和 24%。该现象与光尘的实践经验相符，此类卖方的出让诉求往往最为简单明确，通常为寻求资金流动性并兑现退出，对公允、合规或其他非财务诉求较低；并且决策流程较为精简高效，在价格满足其收益预期的情况下，仅由个人/关键人员即可完成决策，无需层层审批。

按数量，母基金/资管机构作为专业的投资机构，交易次数位列第二，他们具备充分的价值判断能力和相对明确的退出决策内部流程，确保资产能够顺利退出同时保持资金流动性，为原持有主体提升 DPI 表现。并且此类机构通常也受到自身产品期限的限制，对资产退出具有较为明确的时间要求。

按金额，金融机构的出售规模仅次于企业/个人/家族办公室，略高于母基金/资管机构，达到 21%，但交易次数活跃度不高仅占比 6%，可见金融机构的平均出售规模较大。

对于国企、金融机构、国有投资平台、引导基金等具有国资属性的机构，据光尘经验，往往因为：公允、合规诉求带来的高昂交易成本，复杂或不清晰的内部决策流程、难以平衡的非财务诉求等因素，较难参与市场化的交易。其中退出工作卓有成绩者，通常具备专业的退出团队与长期积累的退出经验。

光尘团队在交流中得知，重视退出工作且善于通过 S 市场去达成子基金退出计划的国资机构，往往其重视并非浮于表面，其组建的专业团队在人员配置、项目管理、退出规划、投后跟踪上有清晰的策略与纪律性，且在子基金 4-5 年就开始对退出可行性进行评估与打算，并把同 GP、其他 LP 的沟通工作有效前置，显著地减少了入场/挂牌后的流程推进周期。



图表 13 第三章 2023 年境内 S 交易买方资金属性及单笔出资金额分布 (数据来源: 公开数据, 光尘梳理)

从买方资金属性及单笔出资金额规模来看, 不同类型和资金属性的买方, 参与交易的活跃程度不同, 且有不同的单笔出资金额偏好。

母基金/资管机构为最活跃的买方, 且累计出资金额最多。历史投资经验的积累覆盖和稳定的配置需求, 使得母基金/资管机构成为市场交易经验最为丰富且具备较强主动定价能力的买方, 在境内 S 交易中扮演重要的买方角色。

企业/个人/家族办公室的出手活跃程度和累计出资金额接近母基金/资管机构。灵活高效的决策机制, 较为明确的财务回报诉求, 使得该类买方可以及时抓住市场的 S 交易机会。但根据光尘的实践观察, 由于此类买方大多暂不具备主动定价的能力, 往往在交易中以跟投方的角色参与。

此外，国企、国有投资平台、金融机构、引导基金的单笔出资金额中位数达到 5,000 万元及以上，其中金融机构和国企单笔出资金额在 3 亿元以上的占比最高，但整体参与交易出手次数偏少。

	卖方类型								
买方类型		GP	国企	国有投资平台	金融机构	母基金/资管机构	企业/个人/家族 办公室	引导基金	小计
	GP	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%
	国企	0%	3%	6%	2%	0%	1%	0%	12%
	国有投资平台	0%	5%	3%	0%	0%	0%	1%	10%
	金融机构	0%	0%	0%	16%	1%	1%	0%	18%
	母基金/资管机构	1%	1%	0%	1%	6%	12%	1%	23%
	企业/个人/家族 办公室	1%	1%	2%	1%	8%	10%	4%	26%
	引导基金	3%	0%	5%	0%	0%	1%	2%	11%
	小计	5%	10%	16%	20%	16%	25%	8%	100%

图表 14 第三章 2023 年境内 S 交易买方、卖方资金属性及交易格局（数据来源：公开数据，光尘梳理）

从整体交易对手格局来看，金融机构的绝大部分交易对手方为同类的金融机构，国企、国有投资平台亦倾向与资金属性接近的体系内机构完成交易；此外，对于相对市场化的母基金/资管机构及企业/个人/家族办公室，与性质接近的机构发生交易的概率也明显更高。

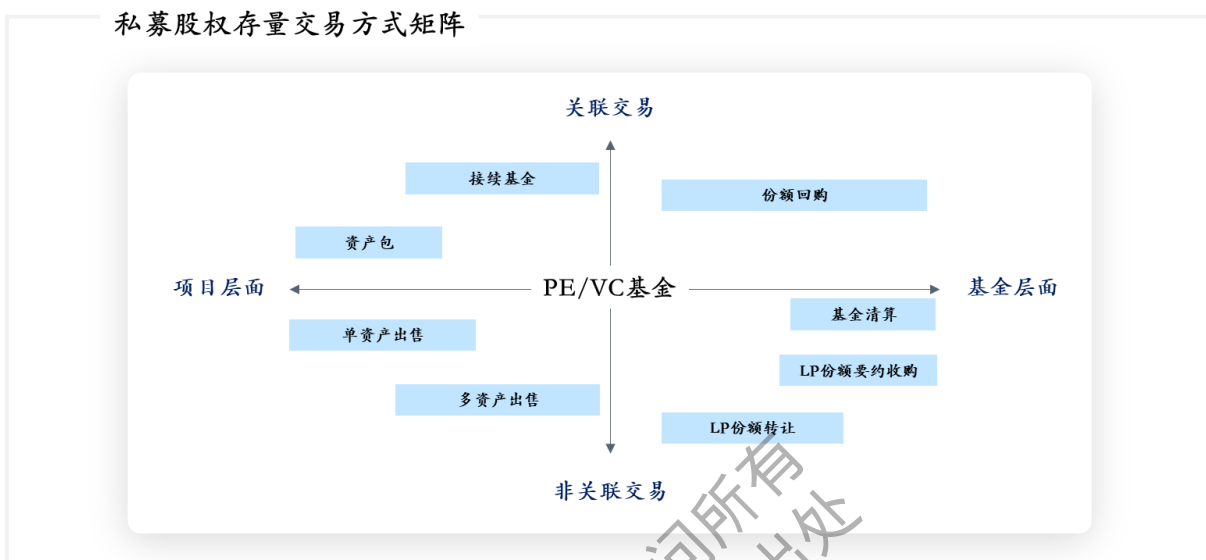
该现象与光尘的实践经验吻合。具有国资背景的机构通常具有较高的公允合规诉求与交易对手方的信用资质考核要求，为保障交易公允，通常需要进行审计、评估、挂牌等流程中的一项或多项，从而导致交易流程推进放缓；但若选择与自身机构性质接近的机构，双方诉求及流程节奏接近，更有助于双方完成匹配交易。

对于市场化程度较高的机构，财务诉求通常为第一优先级，对于市场稀缺的优质标的，往往可以通过灵活高效的决策流程实现迅速捕捉，快速完成交易。

版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

3. 境内 交易技术观察

光尘以交易标的涉及范围及交易直接对手方类型为标准，将当前私募股权二级市场常见交易方式归类于下图所示的四个象限：

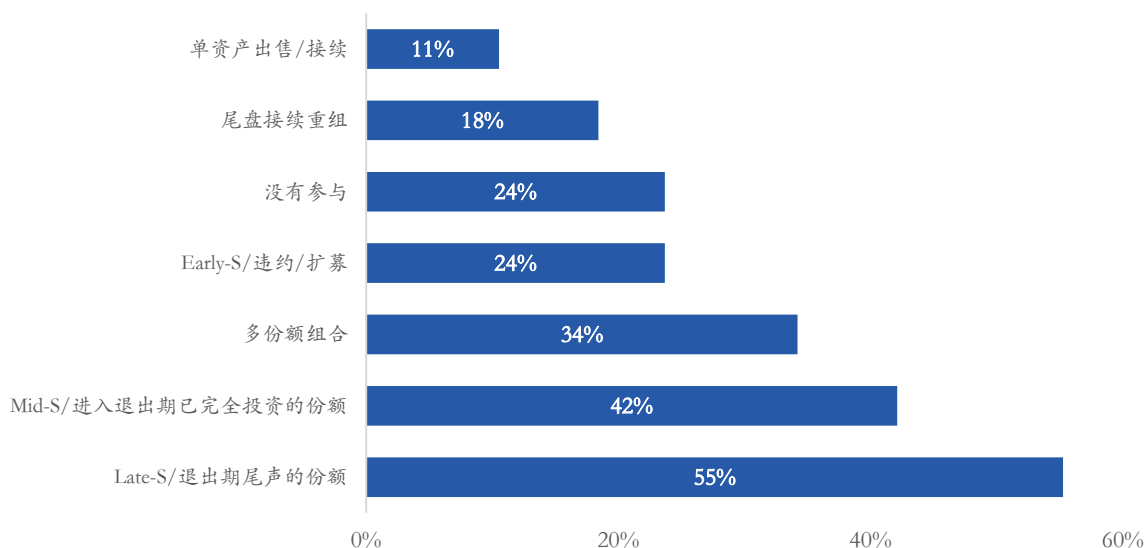


图表 15 第三章 私募股权存量交易方式矩阵（数据来源：光尘顾问）

一方面，存量市场交易方式由简单 LP-Led 份额转让至 GP-Led 多元交易方式是必然趋势。参考 S 交易技术较为成熟的海外市场情况，当前 GP-Led 交易约占存量总交易规模的超过 40%（海外 2023 年市场交易数据，详见本报告第五章）。其中，单资产/多资产接续是境外 GP-Led 交易中主流的交易方式。

在 2023 年，从光尘市场调研数据来看，完全没有参与 S 交易的机构小于只有 24%，约 18% 的机构尝试了接续重组交易，约 11% 的机构参与了单资产出售/接续交易，约 42% 和 55% 的机构参与了 Mid-S 和 Late-S 的交易。从公开数据统计结果来看，2023 年，人民币私募股权存量市场实际完成交割的交易中，超 95% 的交易仍为份额交易。

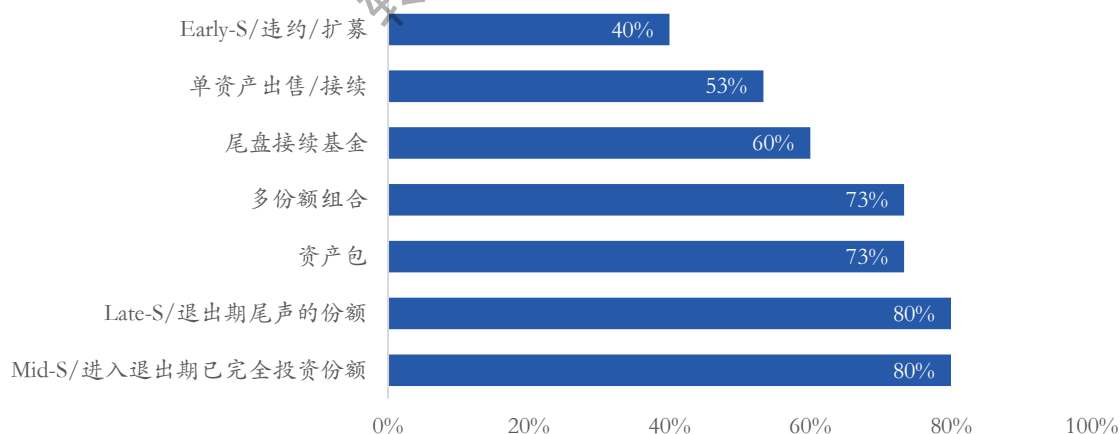
市场调研：2023年参与/配合S交易类型



图表 16 第三章 2023 年参与/配合 S 交易的类型（数据来源：光尘市场调研）

2024 年，由于份额交易对手方流程节奏或有差异、份额底层资产过多且质量良莠不齐等原因，60%的机构投资者未来愿意尝试复杂结构的 S 交易，包括接续基金及资产包等，之中，含有 2-4 个少量优质资产集合或单资产接续成为众多市场参与方未来关注的重点。但同时，计划未来以单份额交易方式参与 S 交易的机构占了 80%，份额类交易仍是人民币私募基金交易的主流。

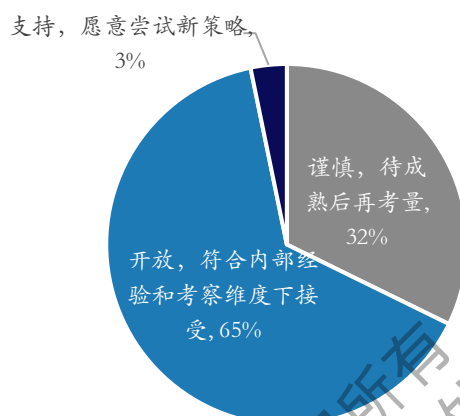
市场调研：2024年计划参与S交易类型分布（LP）



图表 17 第三章 2024 年，LP 计划参与的 S 交易类型分布（数据来源：光尘市场调研）

虽然从实操角度来看，境内 S 市场接受程度/参与度更高的还是基金层面的份额转让交易。但市场对于复杂交易结构的探索，从未停歇。在传统股权策略系统性疲软的情境下，机构投资者对新策略和新晋管理人表现出较强的开放意愿，这也将进一步助力新产品的创新和迭代。

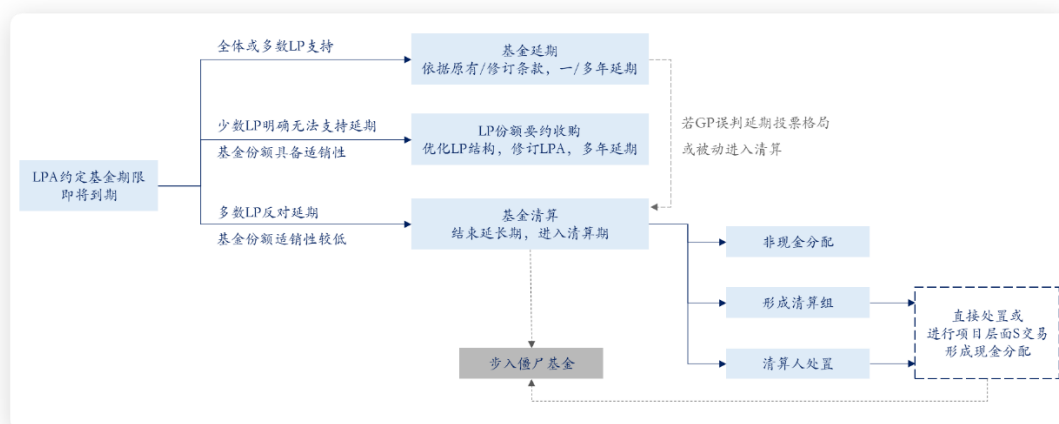
市场调研：2024 年，对于符合市场需求的新产品/管理人的接受程度



图表 18 第三章 2024 年，市场对于新产品/管理人的接受程度（数据来源：光尘市场调研）

另一方面，结合最新监管政策及实践经验，光尘认为要约收购相较于接续基金或是更符合中国国情的 GP-Led 主流交易方式。根据 2023 年 9 月 1 日国务院颁布的《私募投资基金监督管理条例》第二十八条及第五十四条，我国私募监管制度中首次明文提及了对“关联交易”的限制以及违反相关条例对应的法律责任。这进一步增加了关联交易中参与方的交易成本以及潜在合规风险，可能使原本就对 S 市场基础设施、买方专业定价能力、卖方决策流程规范有较高要求的接续基金、资产包交易在实际推进中雪上加霜。反观要约收购的交易方式，它可以较好的规避因关联交易产生的潜在合规风险，还可以在一定程度上满足管理人、买卖方的多方诉求。

光尘秉承“以可行性最高，合规风险最低的方案为客户解决关键问题”的原则，帮助客户厘清关键诉求，选择设计各方交易成本最低的方案。对于尾盘基金管理人，光尘建议可以根据基金情况及相关诉求进行如下判断，初步明晰后续推进方向。



图表 19 第三章 尾盘股权基金处置决策树（数据来源：《光尘 基金清算与错峰资产处置指引（2023 第叁版）》）

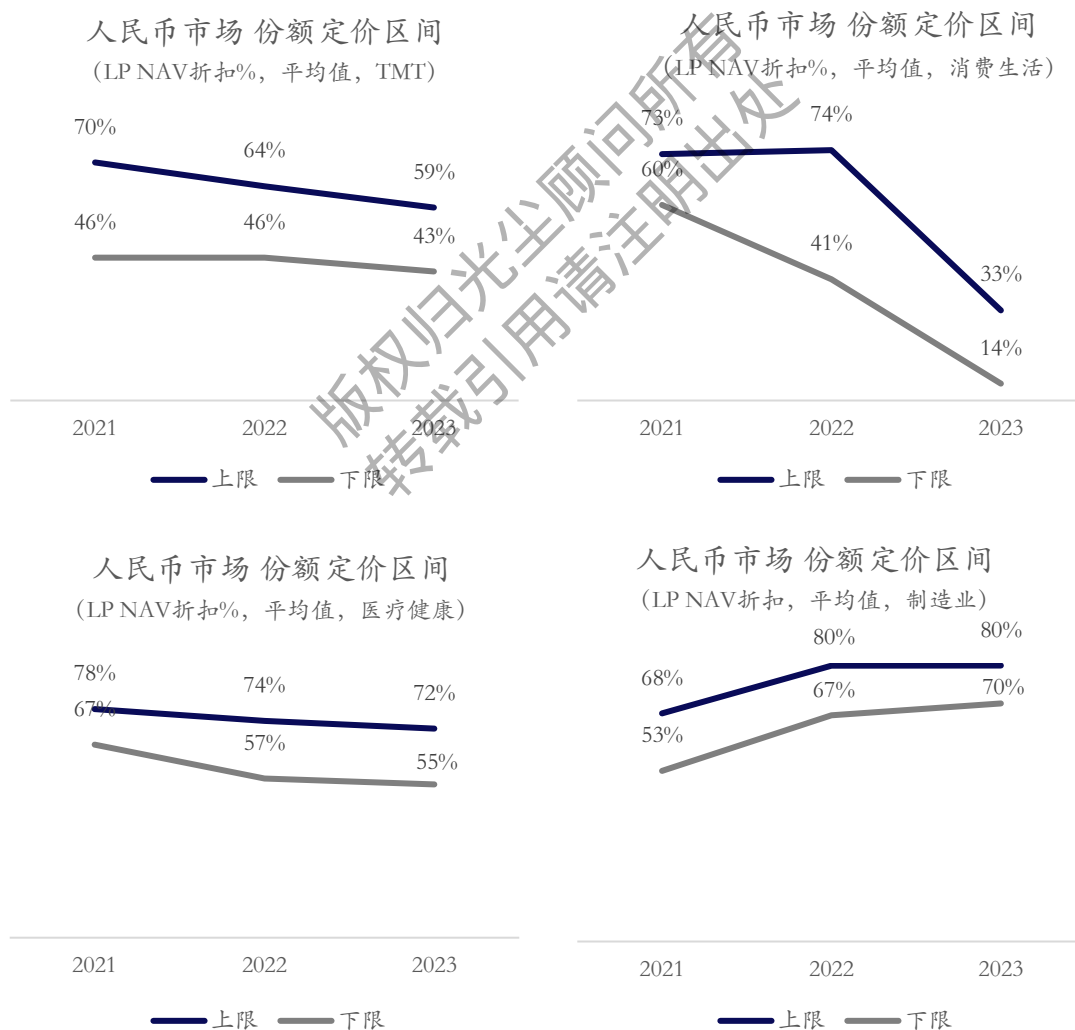
版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

4. 境内 市场定价观察

本章节选取了光尘 2021~2023 年累计经手实际交易的近 220 家基金管理人,覆盖医疗健康、企业服务、消费生活、TMT、文化娱乐、制造业六大赛道,超 600 支基金近 13,000 个底层项目的私域数据进行分析,希望可以为行业发展贡献绵薄之力。

本章节资产的定价基础,为光尘内部核查后,对应报告期的基金投后报告或审计报告的基金剩余资产账面价值(即底层资产的 Fair Market Value,以下简称“FMV”)及 LP 资本账户净值(即 LP Net Asset Value,以下简称“LP NAV”),详细定义注解请见本报告第八章。

4.1. 基金份额 定价分析



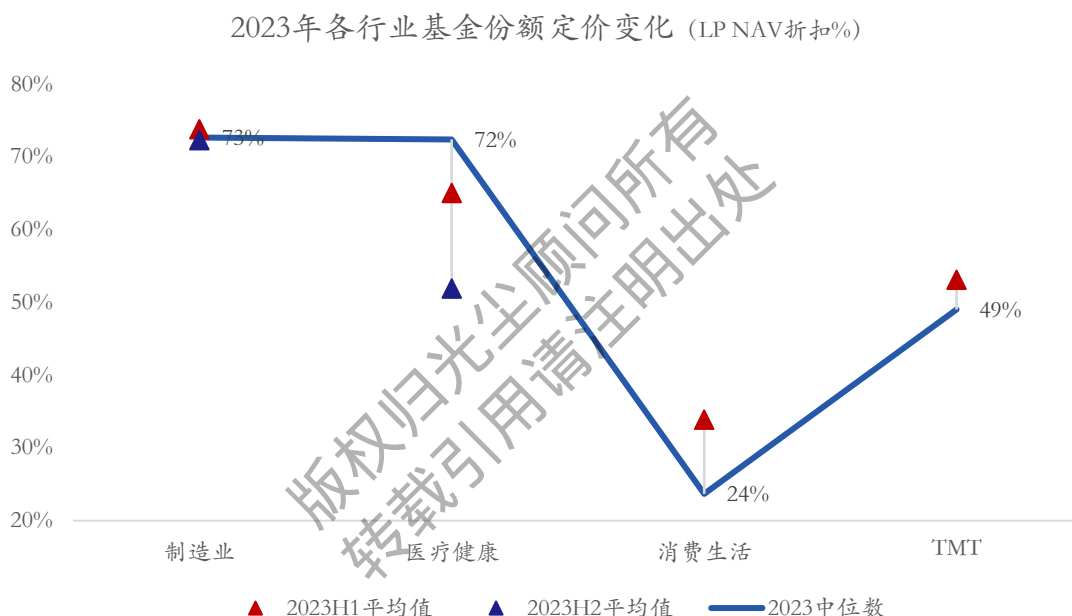
图表 20 第四章 S 市场 份额定价区间分析 (数据来源: 光尘数据库)

自 2021 年下半年以来,私募股权存量交易市场定价波动剧烈,下滑趋势明显。

在 2023 年，仅有制造业仍能保持份额折扣相对坚挺。TMT、消费生活及医疗健康均出现不同程度的下滑。其中，价格跌幅最为显著的当属消费生活行业。

结合光尘在实践中的洞察，消费生活中尚未实现商业化落地/盈利的底层标的在此轮价格调整中受到的震荡相对更大。前两年以融资“烧钱”推动的商业模式，在当前市场回归理性的前提下，估值出现回落。

TMT 及医疗健康行业相较 2022 年，折扣下降幅度不大。TMT 赛道随着市场下行认知的一致性逐步提升，价格分歧逐步向下收窄，体现出市场更加谨慎的态度。



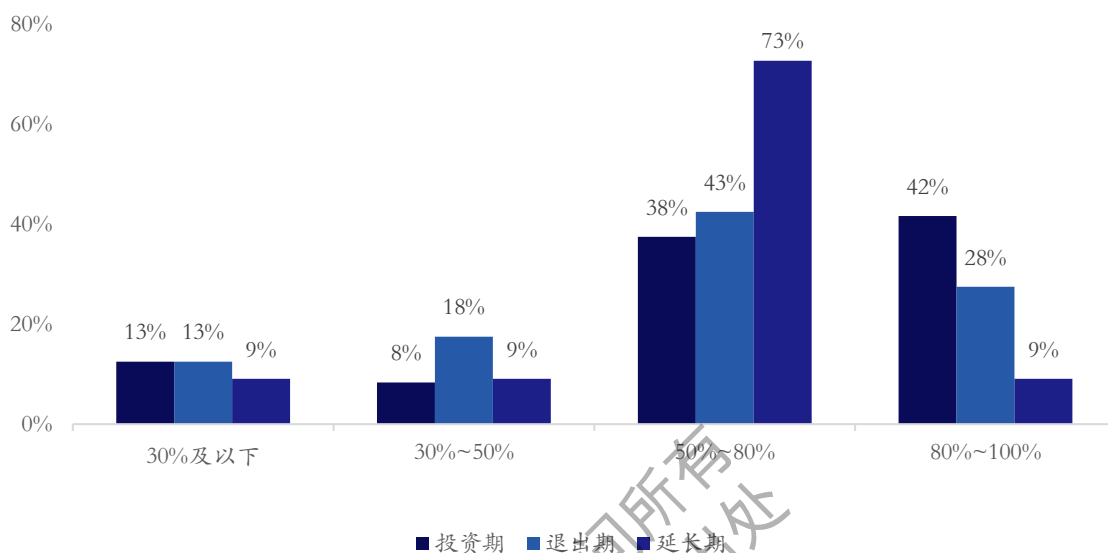
图表 21 第四章 2023 年各行业基金份额 NAV 折扣水平 (数据来源：光尘数据库)

在对 2023 年份额折扣情况深入分析后，我们发现在 2023 上半年仍保持活跃的赛道，如消费生活、企业服务、文化娱乐与 TMT，在下半年已鲜有试探性交易欲望。而制造业及医疗健康赛道仍可见活跃的报价、定价等市场行为。

消费生活及 TMT 行业下半年数据未出现在光尘数据库中，除了受宏观环境影响，买方在下半年对于资产份额行业需求出现较为明显的倾向性，导致其行业份额在市场的交易活跃度相应下降以外；由于资产估值在交易流程中属于前置环节，也有可能是因为供给端认为上半年市场对该行业资产反馈过于悲观，计划暂时继续持有观望。

此外，即便是相对更受欢迎的行业，从数据中我们也可以直观感受到市场买方在下半年的谨慎态度——医疗健康平均折扣水平较上半年下调约 20%，制造业平均折扣较上半年约下调 3%。

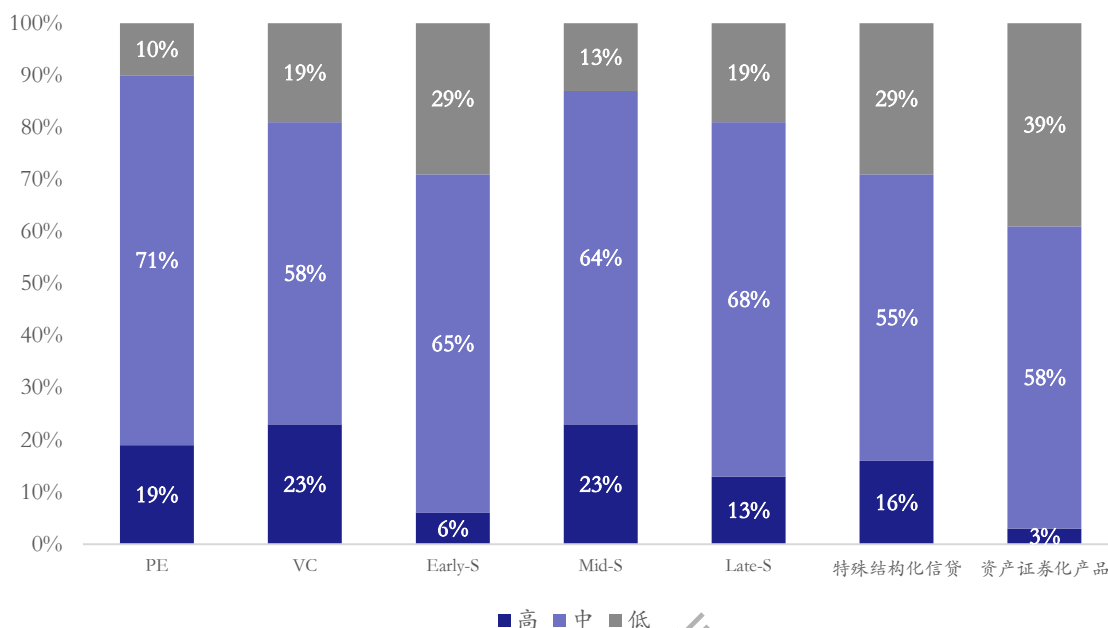
2023 年各阶段基金份额定价分布（LP NAV折扣%）



图表 22 第四章 2023 年各阶段基金份额 NAV 折扣分布区间（数据来源：光尘数据库）

从基金阶段角度来看，投资期份额是有较大可能冲击更高市场定价的标的，但由于其阶段相对尚早，对于还存在部分盲池资产的份额，市场定价分歧也相对较大；退出期份额底层标的清晰，但距离价值爆发还有一定空间，市场定价逻辑以“成长性为主，确定性为辅”，超过 70% 的退出期份额市场反馈估值分布在 5 折以上；相较而言，延长期阶段份额由于底层标的退出路径陆续明晰，核心资产逐渐显现，在基金存续问题得以妥善解决的前提下，市场定价也相对集中——超 70% 集中于 5~8 折区间。

市场调研：机构投资者对下列标的的机会集合判断



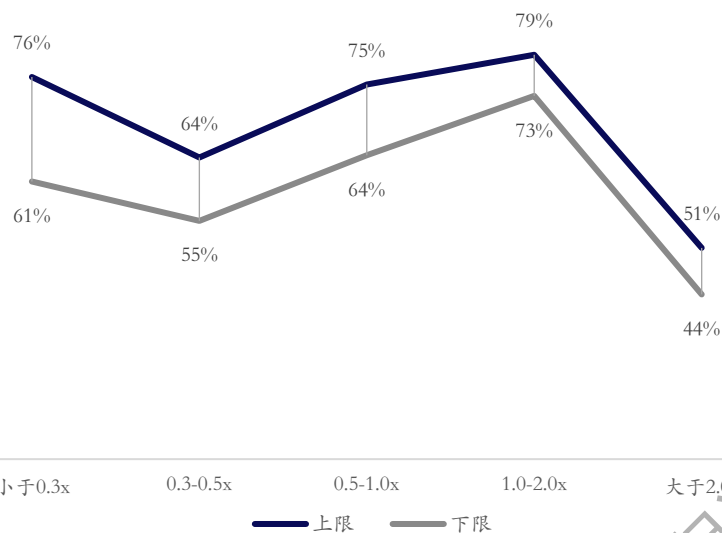
图表 23 第四章 机构投资者对机会集合的判断 (数据来源: 光尘市场调研)

这也与光尘市场调研的结论相符,较好的收益预期和下行保护更多来自 PE 策略和 Late-S 策略,配以较高的机会集合认可度,进一步表达了投资者对成熟资产的偏好。但同时,市场参与方虽然对周期性现金回报偏好明显,但对于结构化信贷和资产证券化产品的接受程度尚低。

这个观察反映出投资人对于机构更为复杂的收益型股权投资还需要继续观察,并且需要从资产配置的回报预期角度加以权衡。从产品设计角度来看,或许这些新兴复杂存量处置交易策略,如结构化信贷和资产证券化,距离实际市场落地仍具有一段距离。

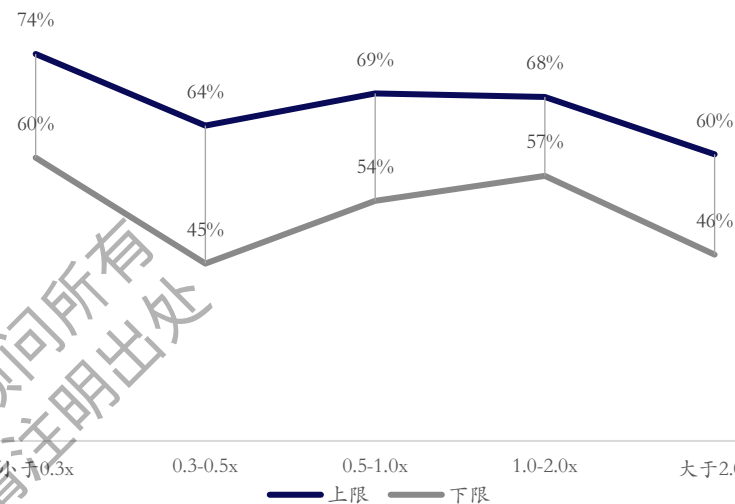
LP NAV折扣% 定价区间分析

(按基金DPI水平, 平均值, 2023年)



LP NAV折扣% 定价区间分析

(按基金DPI水平, 平均值, 近3年)

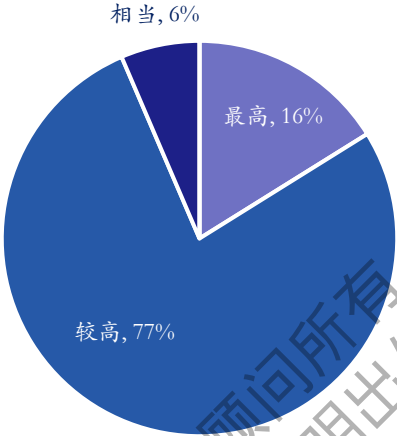


图表 24 第四章 近三年基金份额定价区间分析, 按LP 资本账户净值% (数据来源: 光尘数据库)

以已实现分配为指标对基金份额市场估值水平进行切片, 可以发现, 2023 年市场对于各 DPI 阶段的基金估值分歧相较于近三年有明显收窄趋势。

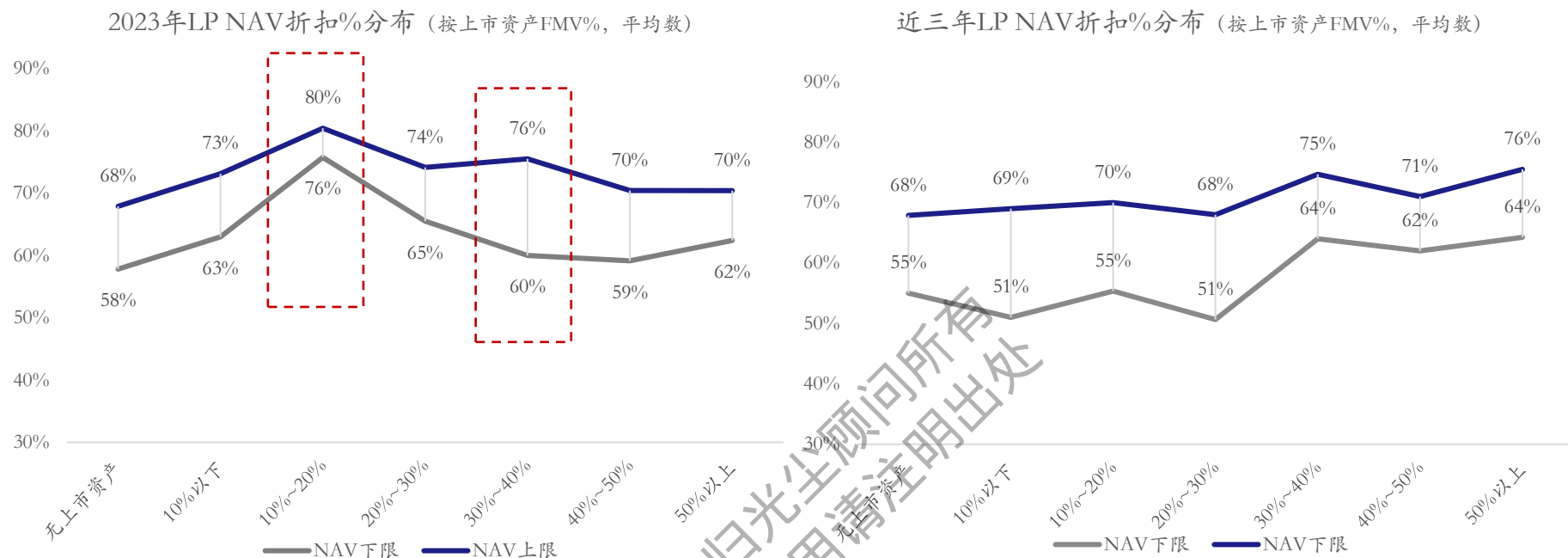
从数据上来看, 市场相对偏好几乎尚未兑现 DPI 以及 DPI 范围在 0.5x~2.0 之间的标的份额, 市场定价意见在 DPI1.0~2.0x 范围内相对最为统一。市场买方在基金 DPI 达到 2.0x 之后, 潜在投资人继续持续认购份额意向最低, 或为了保留足够未来增长空间, 往往会给出较为“苛刻”的价格条件。此时由于基金已经为原 LP 创造了相对丰裕的回报, 卖方及管理人在后续处置方式上可以考虑除份额交易外的其他可选路径, 如基金清算, 为基金画上一个圆满的句号。

市场调研：当前环境下，相较其他收益指标，对现金收益指标权重



图表 25 第四章 现金收益指标权重变化（数据来源：光尘市场调研）

根据光尘市场调研，2024 年，占比 77% 市场参与者将现金收益作为衡量回报业绩的主要指标。因此，光尘首次以交易标的上市占比进行穿透，观测市场的价格趋势。对比 2023 与近三年的市场价格反馈，买方对于代表流动性的上市资产偏好产生了明显变化。



图表 26 第四章 近三年 LP 份额 NAV 折扣分布，按上市资产 FMV%，平均数 (数据来源：光尘数据库)

具体表现在以下两个方面：

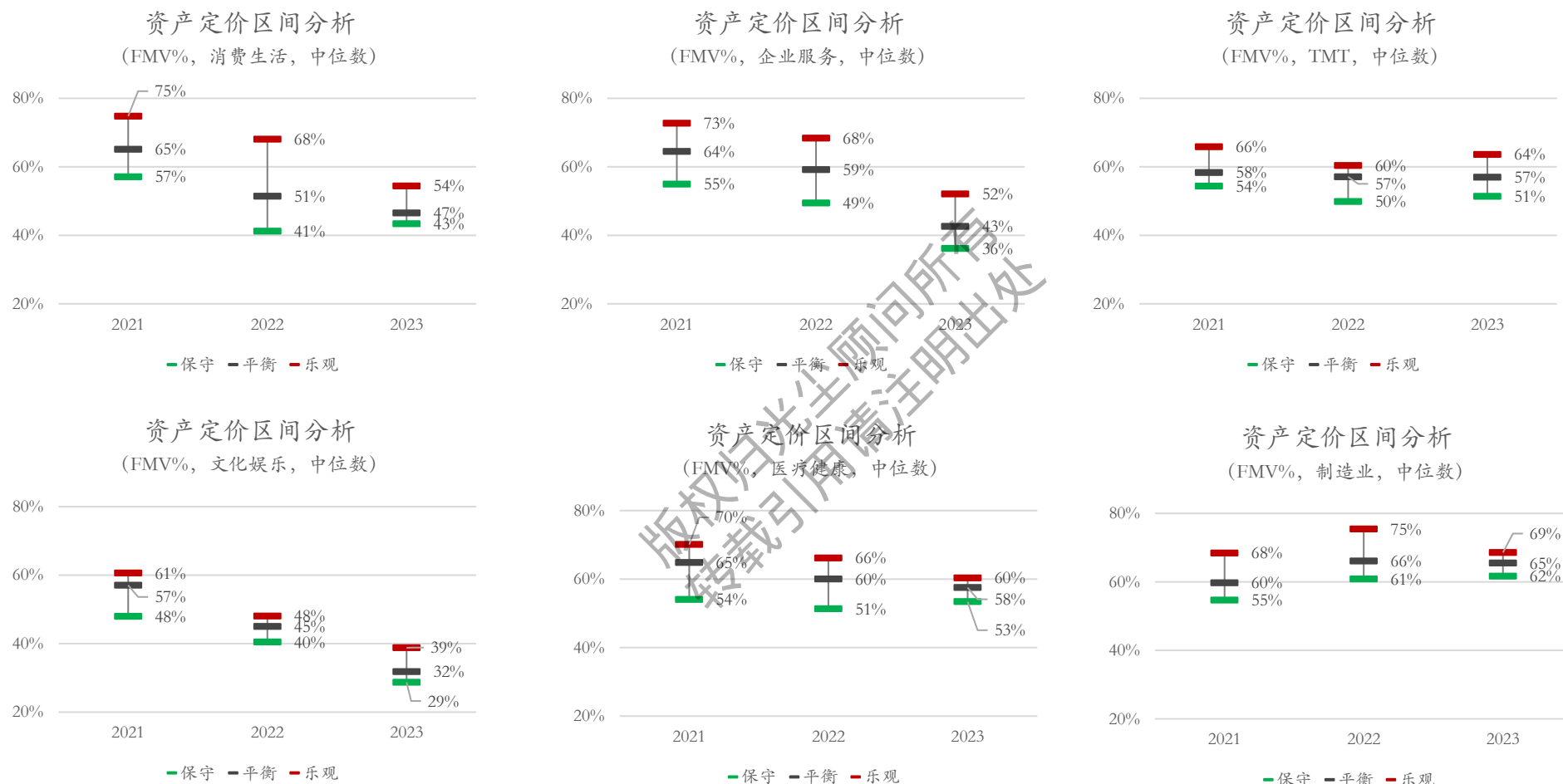
一方面，2023 年上市资产占比 10~20% 的基金份额折扣较近三年有显著提升。结合实践中市场买方的反馈，买方对于份额的“贴现”需求仍旧存在，但在宏观政策调控伴随股市出现较大波动的情况下，买方需要就上市资产价格波动对定价风险的影响进行控制。因此我们看到买方偏好的上市资产占比由近三年的 30% 以上，下调至 30% 以下。在此区间内给出的市场报价体现出相对较小的证券市场风险溢价。

另一方面，上市资产占比 30%~40% 的基金份额上下限折扣分歧明显。光尘在实践中收集的买方反馈显示，当上市资产占比大于 30% 后，买方一方面会考察份额流动性资产的集中度，另一方面，也会重点考察已上市资产的资产质地，如市场稀缺性、所处行业近期政策方向、行业竞争优势及地位等。因而，买方给出的价格，也随上市标的的具体情况而有较大差异。

如果过往的股权投资类比 β 策略，当前的存量股权投资会更推崇 α 策略。可以预见，未来的股权投资策略呈杠铃型分布的特征会越来越明显。一边是早、小、壁垒高，一边是成熟稳健规模优势。成长策略要么消亡，要么就趟出一条新路参与被投企业的价值增长。这一切都指向需要更为纯熟的操盘和运营经验来获得回报，使一级市场的参与者专业化程度和资源聚集效应显著提升。

版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

4.2. 底层资产 定价分析

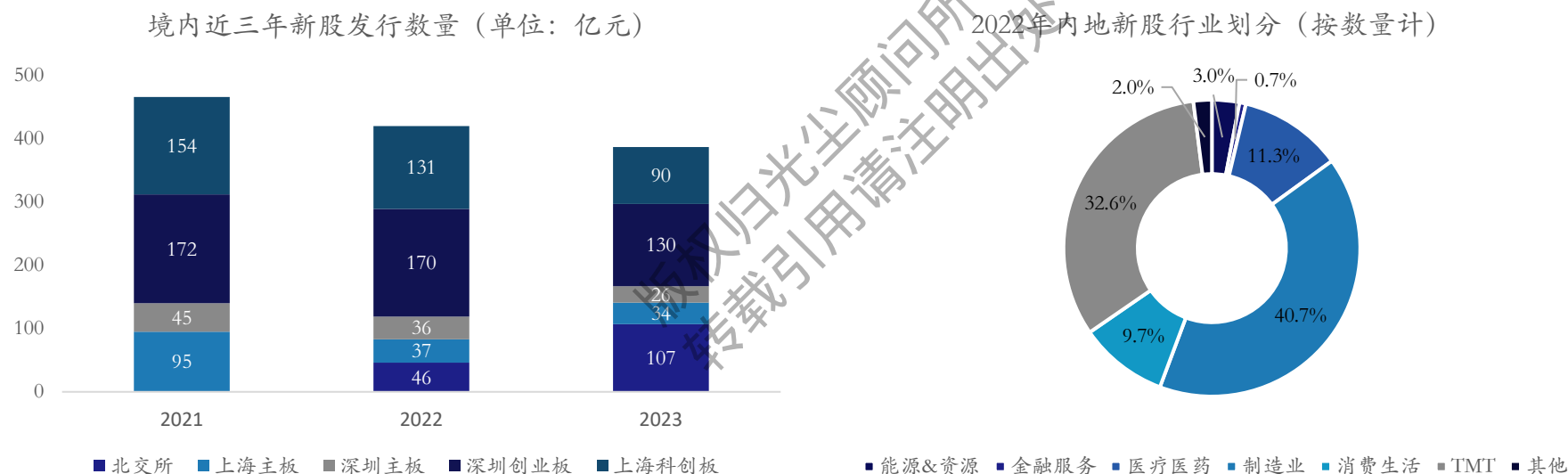


图表 27 第四章 S 市场 资产定价区间分析, 按行业, FMV%, 中位数 (数据来源: 光尘数据库)

穿透至底层资产情况来看，折扣趋势基本与基金份额保持一致，相较前两年，2023 年整体行业折扣进一步下调。消费生活、文化娱乐及企业服务三个在上市前景较不明朗的行业，资产折扣下调尤为突出；TMT 与制造业市场报价与去年基本持平。医疗健康行业也出现了一定程度价格波动。

从价格分歧角度来看，消费生活、医疗健康及制造业的资产折扣分歧均有所收窄。但如果进一步观察，这三个行业的收窄方式又有所差异：消费生活类是向折扣下限的方向收窄，而医疗健康及制造业是往折扣中位数靠拢。

结合公开数据显示，探索各行业资产定价下调的可能原因有：



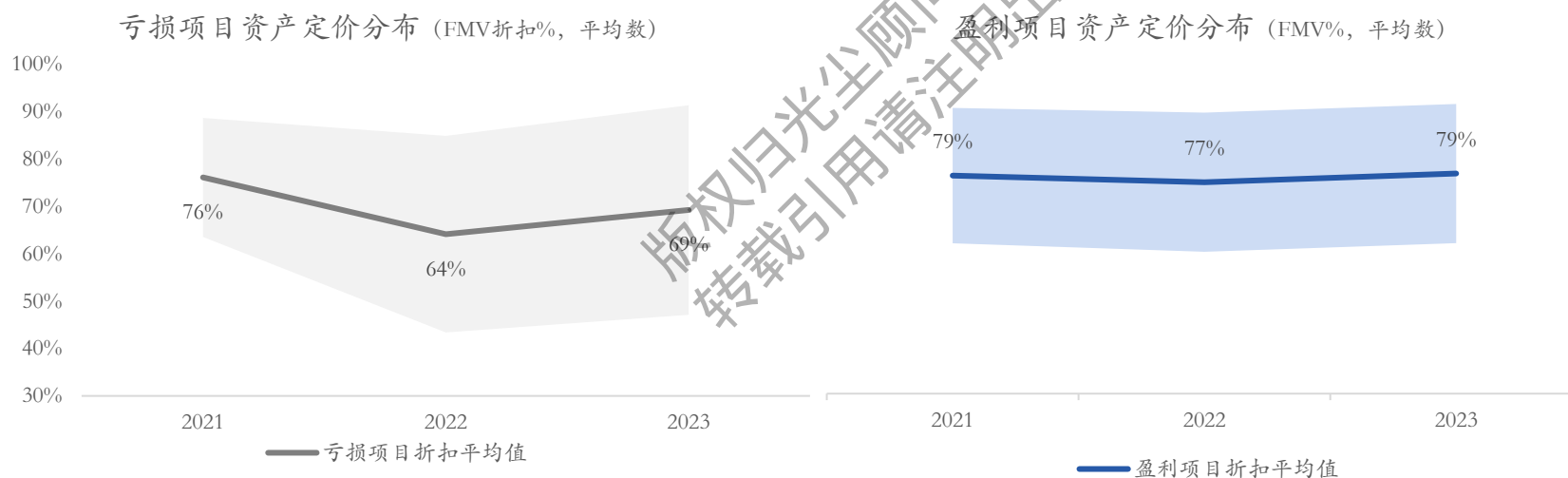
图表 28 第四章 境内近三年新股发行数量/2022 年内地新股行业划分（数据来源：德勤 2023 前三季度中国境内 IPO 情况分析）

一方面，从内部环境来看，伴随境内上市监管趋严，2023 年各行业内地上市数量持续下滑（据证监会数据统计，2023 年医疗上市占比缩水约 42%，TMT 上市占比同比缩水约 22%，消费生活上市占比同比下降约 6%，仅制造业上市占比出现大幅扩张，同比增幅约为 26%）。港股及新三板又面临破发

率较高、流动性不佳的风险。上市退出之路相对以往更加险阻，买方对于资产未来退出的预期也随之调至更加保守的情景（以并购、公司回购等相对更低倍数退出的情形被更广泛地应用）；

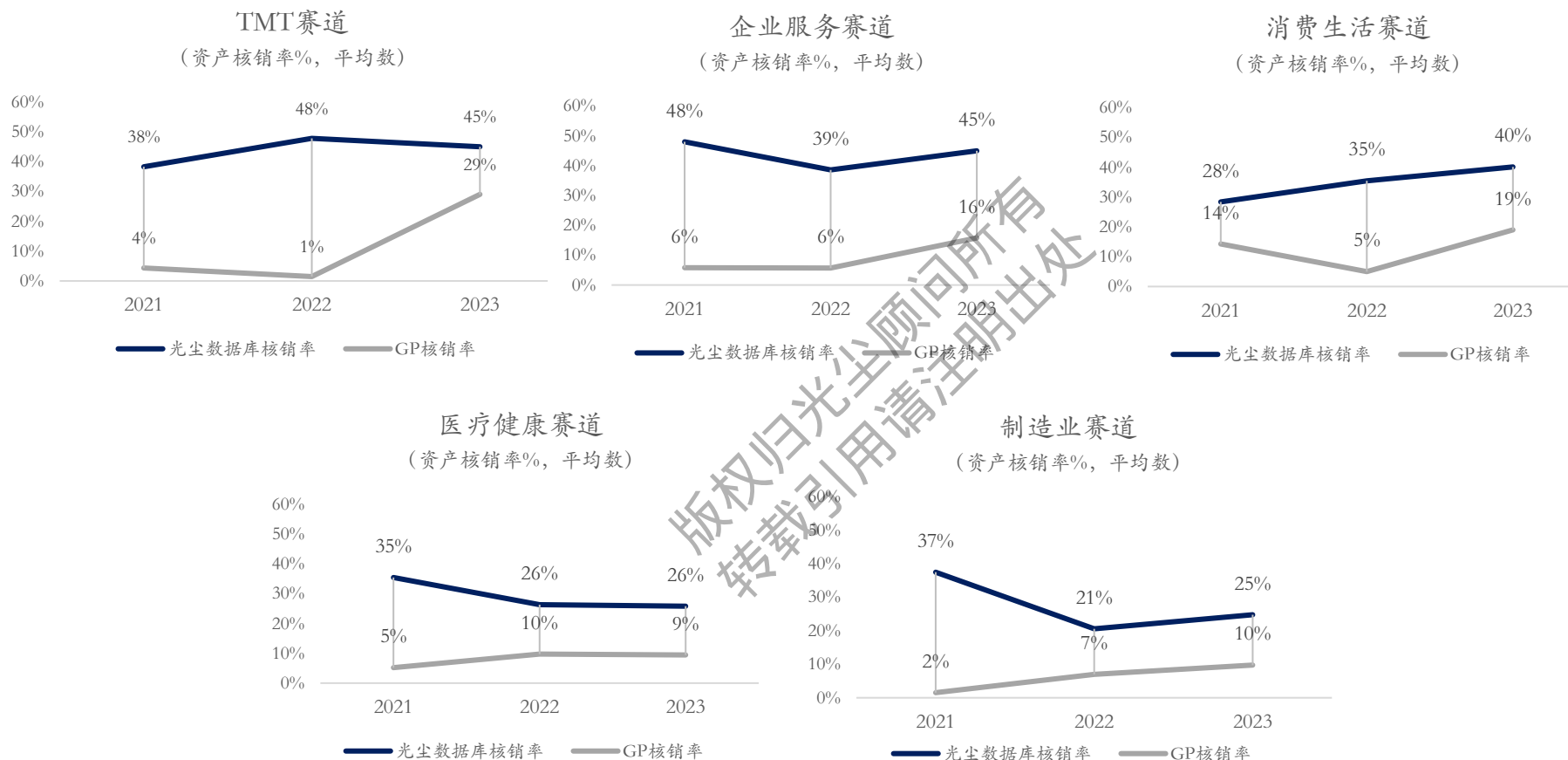
另一方面，从海外影响角度，2023 年美联储 4 次加息，将联邦基金目标利率推升至 5.25%~5.50% 的 2001 年 1 月以来最高水平，境内资本出现相应外流迹象。根据央行统计数据披露，截至 2023 年 6 月，外资相较年初已从中国股债市场中回撤约 1,842 亿元人民币；此外，2023 年 8 月中国外汇收支差额为 -444 亿美元，创下了自 2020 年 3 月以来的最高外汇流出记录。在市场需求端资金量相对紧缩的前提下，买方对于资产性价比的要求也进一步提升。

市场下行周期中，买方行为回归理性谨慎。在大浪淘沙之下实现商业化、具备稳健盈利能力的底层项目，成为市场趋之若鹜的潜在“优质标的”。



图表 29 第四章 S 市场亏损/盈利资产定价（数据来源：光尘数据库）

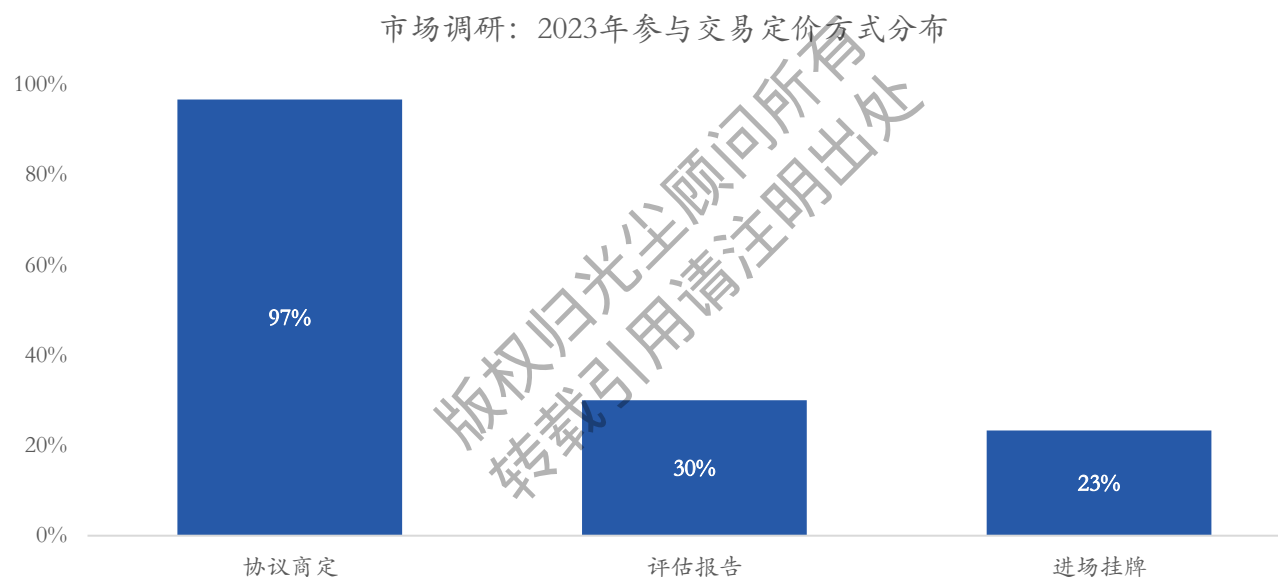
在单资产交易中，标的是否盈利，更是成为折扣高低的决定性要素之一。这在数据分析上也得到了相应验证：近三年市场对已实现盈利的项目定价折扣均稳定在 78% 左右；而对于尚处亏损状态的项目，近两年的平均折扣均低于 70%（相较盈利类项目，平均折扣范围约低 10%）。



图表 30 第四章 行业核销率，按赛道，平均数（数据来源：光尘数据库）

从行业角度核销率看，2023 年几乎所有基金管理人对在管资产的主动核销率较前两年均有一定程度提升。以 TMT、消费生活、企业服务三个行业的增幅尤为显著，这也印证了在上述折扣分析时，我们提及的市场在 2023 年看待相关行业资产时尤为谨慎的态度及反馈。

从分析结论看，买方对上述行业核销率约为 GP 主动核销的 2~3 倍，说明从买方视角 TMT、消费生活及企业服务当前的项目价值相较前两年的估值高点还有相当部分值得回调。同时，也从另一侧面反映出，市场买方对上述三个行业底层资产的筛选更为严苛。



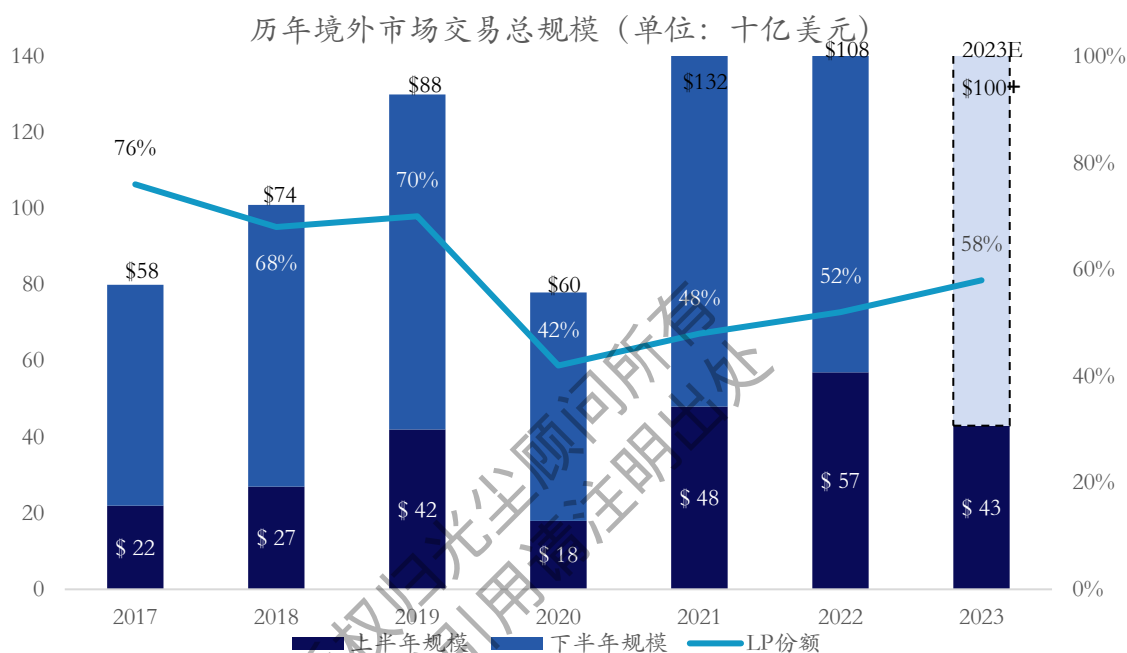
图表 31 第四章 2023 年参与交易定价方式分布（数据来源：光尘市场调研）

最后，从定价方式上，97%的交易价格为协议商定，仍是最为主流的定价方式。同时，在总样本中，也有 10%的机构在交易过程中通过进场和评估双保险完成定价。

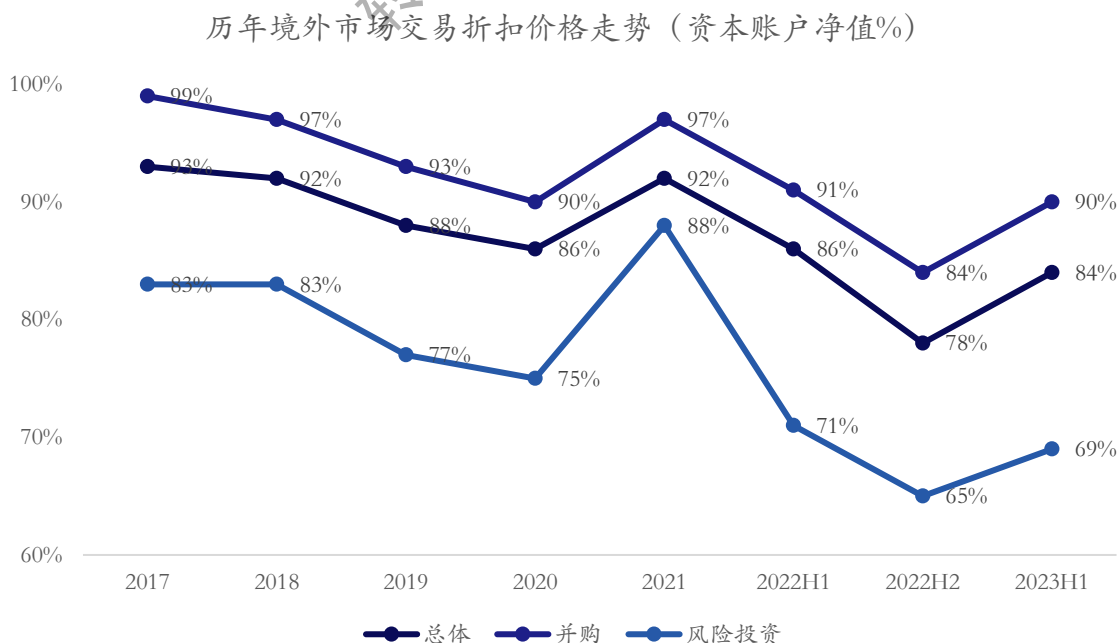
5. 境外 存量市场分析

5.1. 市场规模与定价分析

从交易量层面来看，23 上半年总交易为 430 亿美元，同比 22 上半年的 570 亿下降约 25%；同时，交易价格折扣开始反弹，总体资本账户净值折扣率自 2022 年下半年的 78% 上升至 2023 年上半年的 84%



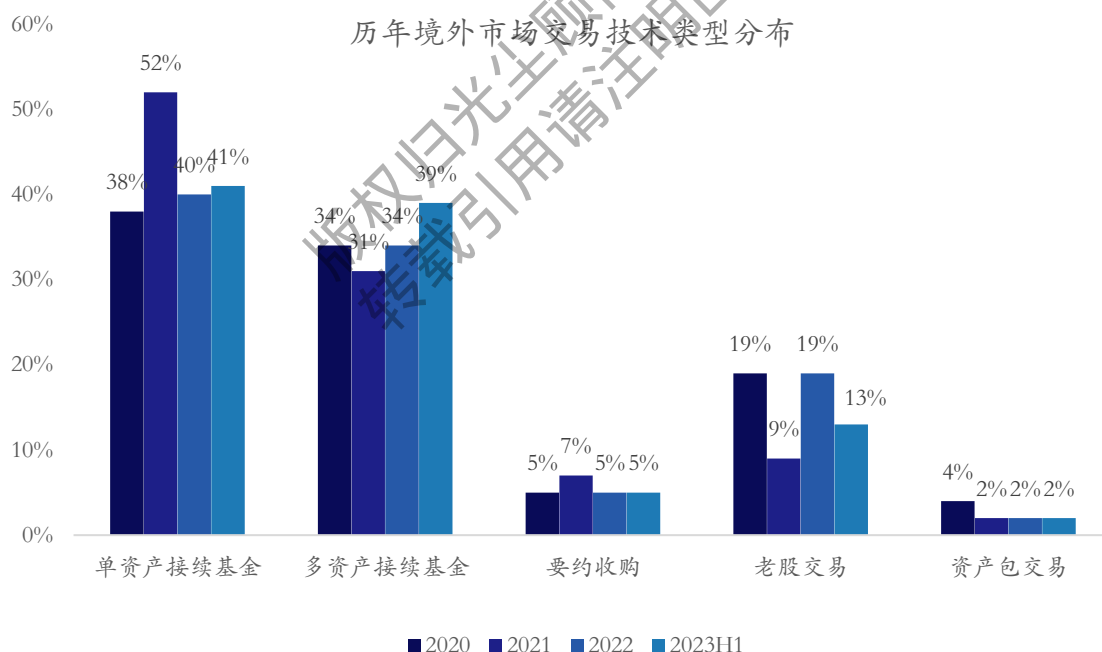
图表 32 第五章 历年海外市场交易总规模（数据来源：Jefferies2023 上半年全球二级市场概览）



图表 33 第五章 历年海外市场交易折扣价格（数据来源：Jefferies2023 上半年全球二级市场概览）

导致这一结果的主要原因包括两方面：一方面，公开市场的回暖（S&P 500 上涨 16%）吸引买方资金流向股票证券市场，S 交易需求端资金量减少；另一方面，相较 2022 年，2023 年上半年各类资产定价随大盘走势一路高歌，基本恢复至 2022 年低谷前的交易价格。但卖方由于受到禀赋效应的驱使，在大盘向好的背景下，对自己持有资产未来退出的价格预期相较于买方会更加乐观。因此买卖双方对同一标的的价格判断上产生了较难弥合的分歧，卖方较高的定价使得部分买方望而却步，进而导致交易量反而不及以往。

从交易技术来，LP 份额交易占比继 2020 年后呈持续提升，GP-led 交易量占比则出现连续下滑。在 GP-Led 交易中，接续基金仍为海外投资者的最优解，占据了 GP 主导交易中的约 80%。尽管单项目接续基金当前仍为 GP 选择主流，但其单一的资产限制也让投资者们兴致慢慢转向多资产的接续基金，以达到投资者们对资产包的多元化诉求。

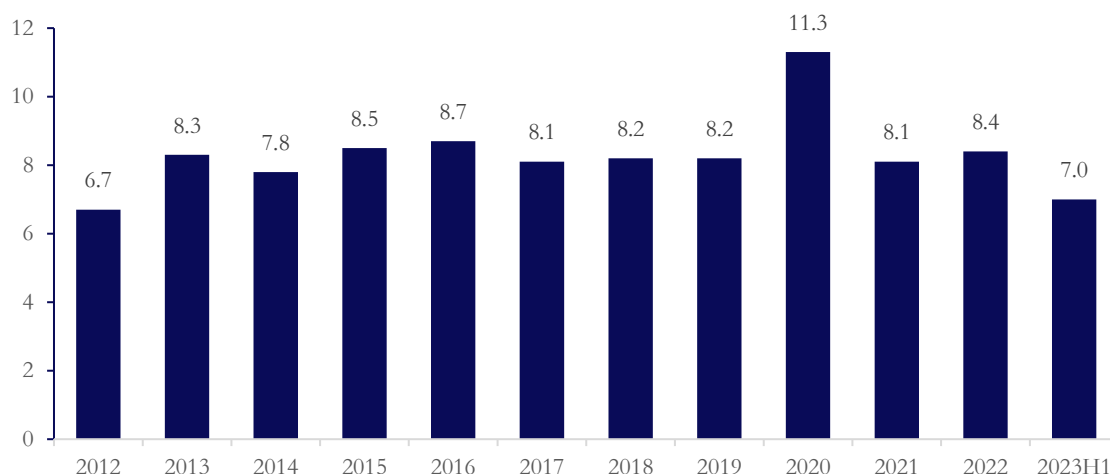


图表 34 第五章 历年海外市场交易技术类型（数据来源：Jefferies2023 上半年全球二级市场概览）

据统计，多资产接续基金在 2023 年较上年度增长 5%、较 2021 年增长 8%，极有可能在未来不久超越单资产接续基金，成为 GP 主导交易中最受欢迎的选项。除接续基金外，其他选项例如要约收购、老股转让、资产包交易等技术方案仍为有价值的可供选方案。

5.2. 标的特征与对手方分析

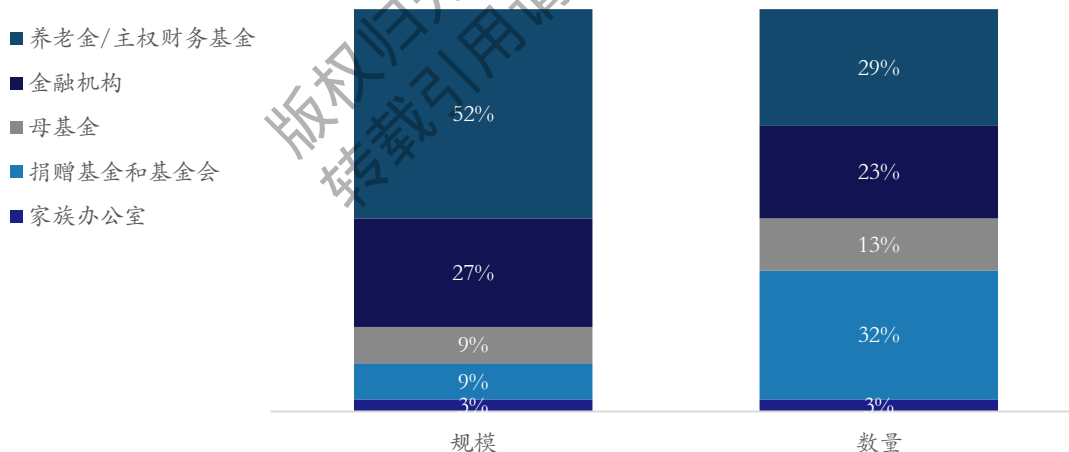
历年境外市场交易标的年限分布（单位：年）



图表 35 第五章 历年海外市场交易标的年限（数据来源：Jefferies2023 上半年全球二级市场概览）

从标的性质角度看，整体上 2023 年买方偏好基金年限相较前几年有明显前移趋势，对应到国内常见基金期限，买方偏好大致从基金延长期份额提前至处于基金退出期的份额。

历年海外市场交易买方类型分布



图表 36 第五章 历年海外市场交易买方类型（数据来源：Jefferies2023 上半年全球二级市场概览）

从市场参与方角度看，无论是交易量还是卖方数量，养老基金均为市场供给主力，占据了整个市场交易量的一半以上，2023 年养老基金更是在市场中对多个规模达 10 亿美元以上的资产包进行转让。从运行机制上，海外养老金/主权财务基金与国内母基金更加相似，对定期现金流回报比例有较具体严格的要求。

6. 境内 市场基础设施分析

6.1. 市场大事记

回顾 2023 年，中国存量处置市场基础设施、监管愈加完善。

随着中国私募股权市场的不断发展，金融机构、地方财政资金、国有企业等国资机构积极参与基金私募股权投资，已成为越来越不可忽视的参与方之一。同时，受宏观环境叠加市场周期因素影响，资金存在退出难、退出慢的困境，基金份额转让的退出方式日益受到各方的重视。

因此，为了引导中国私募股权行业的规范、有序、高效发展，形成完整的生态闭环，2023 年，北京、上海两地在已有试点的基础上，持续完善交易基础设施、细化配套政策供给；同时，在北京、上海两地的引导下，越来越多的地方先后出台相关规范，助力市场发展：

2023 年 中国存量处置市场基础设施大事记	
2023 年 2 月 17 日	宁波股权交易中心（以下简称“甬股交”）经宁波市人民政府批准设立，由宁波市地方金融监督管理局监管。
2023 年 5 月 26 日	上海股交中心自主开发的私募股权和私募基金份额报价平台“爱私基摩”正式上线。
2023 年 6 月 1 日	中国证监会批复在浙江区域性股权市场开展股权投资与创业投资份额转让试点业务，成为全国第三家开展股权投资和创业投资份额转让试点建设的区域性股权市场。
2023 年 8 月 10 日	中国证监会正式批复在广东股权交易中心开展股权投资和创业投资基金份额转让试点，成为全国第四家开展股权投资和创业投资份额转让试点建设的区域性股权市场。
2023 年 9 月 4 日	全国首支认股权策略创业投资基金——北京认股权先导创业投资基金在京宣布启动设立。
2023 年 9 月 26 日	广东股权投资和创业投资基金份额转让试点启动，建设了基金份额转让系统和私募投资企业综合服务平台两大科技系统、省市企业新设 3 只 S 基金，以及设立大湾区 S 基金发展联盟。
2023 年 10 月 20 日	北股交等 18 家区域性股权市场与全国股转公司成功签约，正式启动新三板挂牌绿色通道服务。
2023 年 10 月 30 日	上海市国资委发布《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理试行办法》（沪国资委产权【2023】250 号），原《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理办法》（试行）（沪国资委产权【2022】58 号）同时废止，标志着上海市国有基金份额转让工作在试行一年后进入常态化运作。
2023 年 11 月 23 日	国务院发布关于《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》，依法依规支持北京区域性股权市场发挥认股权综合服务功能，面向私募基金等探索开发认股权相关产品等。

2023 年 中国存量处置市场基础设施大事记	
2023 年 11 月 27 日	首批 4 单认股权登记项目已在上海股交中心认股权综合服务试点平台成功落地，平台系统正式上线。
2023 年 11 月 29 日	浙江省印发《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点指导意见的通知》，在杭州、宁波试点推进份额转让试点工作。
2023 年 12 月 29 日	上海股交中心基金份额估值系统于日前正式上线，投入试运行。

此外，作为私募股权存量处置市场的先行者，经过了 2023 年一整年的各方共同努力和大力推进，以北京市、上海市等区域的份额转让试点工作取得了亮眼的成效，为私募股权行业退出渠道的通畅切实地提供了便利。

6.2. 市场发展：北京股权交易中心



北京股权交易中心 Beijing Equity Trading Center

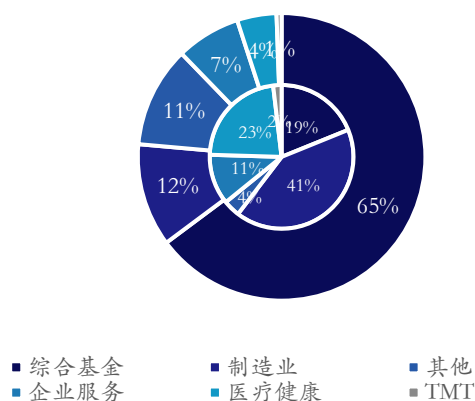
2020 年 12 月，中国证监会正式批复同意在北京股权交易中心开展股权投资和创业投资份额转让试点，北京市成为国内第一个获得股权投资和创业投资基金份额转让试点资格的地区，翻开北京与中国私募股权行业金融改革创新发展的新一页。

截至 2023 年 12 月 31 日，北京股权交易中心基金份额转让平台累计上线基金份额转让 79 单，上线基金份额 128.52 亿份，共计完成 52 单基金份额转让交易，交易基金份额 46.50 亿份，交易金额 43.23 亿元，份额持有人涵盖财政、央企、地方国企、商业银行、民营机构等多个类型，实现了服务私募基金类型（公司型、合伙型、契约型）的全覆盖；完成 51 笔基金份额质押业务，规模达 93.29 亿元。

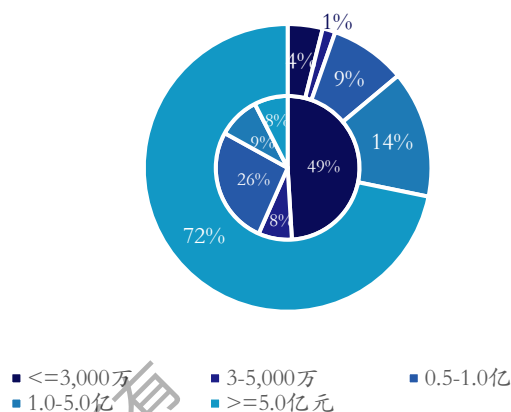
从光尘统计的，截至 2023 年 12 月 31 日，北京股权交易中心基金份额转让平台仍处于登记挂牌的份额类型来看，赛道上，制造业份额挂牌单数最多，累计占比 41%，但综合基金挂牌金额累计最高，累计占比 65%；从单笔挂牌份额金额来看，近半数的挂牌份额小于等于 3,000 万元

人民币，而数量占比仅 8% 的超 5 亿元挂牌份额占据了总挂牌金额的 72%，也侧面体现出了国资单笔交易规模较大的特性。

北京股交标的所处赛道分布
(外圈：挂牌份额；内圈：挂牌数量)



北京股交标的单笔份额金额分布
(外圈：挂牌份额；内圈：挂牌数量)



图表 37 第七章 北京股交标的所处赛道/单笔金额分布 (数据来源：北京股权交易中心，光尘统计)

在已完成交易的项目中，央企及所属企业为主要转让方，占比约 44%，民营机构转让方占比约 15%。交易方式以单向竞价为主，占比约 81%；协议转让占比约 19%（主要是市场化民营机构），初步具备价格发现功能，已形成多个案例，最高溢价（相对挂牌底价）从 20% 到 200% 不等。受让方以 S 策略投资机构为主，另有部分保险机构、母基金等。

在 2023 年，北京股权交易中心持续为私募股权市场提供政策便利：

一是国内私募股权和创投基金的资金方有很大比例具有国资背景，北京股权交易中心为国资背景的私募基金份额转让提供了合规合法的交易所，保障国资基金份额转让的价格公允，实现价格发现功能，避免了国有资产流失的风险。

二是针对国内 S 交易存在资金结算安全难以保障等问题，北京股权交易中心份额转让平台提供资金结算服务，作为转受让双方的“支付宝”，保障双方结算资金的安全、可靠。

三是为国内处于前期发展阶段的私募股权二级市场提供了基础设施平台建设，让市场各方能够发挥各自的资源和能力优势，共同推动私募股权二级市场的发展，同时通过培训、研讨、

研究等方式帮助更多机构了解私募股权二级市场的概念和发展，让更多转让方了解份额转让的退出路径，让更多资金方参与到市场交易中，提升交易活跃度和规模，同时也让更多中介服务机构参与到私募股权二级市场的服务中。

四是作为国内私募股权二级市场与私募基金监管单位的桥梁，一方面通过实践了解市场真正的痛点需求，为监管出台政策提供素材和依据，另一方面通过政策的试行，帮助监管进行政策的落地实践，不断优化政策细则，以解决市场痛点问题。

五是通过区块链等技术，以第三方公允平台及区块链系统等方式，兼顾私募基金的数据私密性和信息安全性要求，同时保障信息交互的充分性和可追溯性，以解决市场的信息交互和信息安全之间存在矛盾和冲突的问题。

六是构建市场生态体系，截至目前，已有包括泰康集团、大家保险、长城资产、纽尔利、盛世投资、中信建投资本等在内的超百家 S 基金或者具有 S 策略的投资机构，开户成为北京股权交易中心基金份额转让试点的合格投资者。此外，北京股权交易中心不断吸引各类专业中介服务机构，共同推动建立健全私募基金份额二级市场中介服务体系，引入律所、评估机构、审计机构等参与交易，增强交易过程的合规性，提高市场定价能力和交易效率。

同时，对于崭新的 2024 年，北京股权交易中心也提出了新的期待：

一是伴随国内监管的要求逐步规范，越来越多的国资机构都需要通过合法合规的交易场所进行份额转让，充分发挥平台价格发现功能，保障转让价格公允。因此北京股权交易中心将继续完善国资份额转让交易场所的建设，充分保障国资交易的合规性问题，畅通国资基金份额转让的渠道；从资产端增加私募股权二级市场的优质资产供给。

二是继续充当市场与监管的沟通桥梁，推动政策驱动解决部分市场核心痛点问题，比如探索解决 S 基金的多层嵌套问题，吸引保险公司、银行理财子公司、券商资管等金融机构参与私募股权二级市场，从资金端增加私募股权二级市场的资金“活水”。

三是发挥私募股权二级市场基础设施平台的功能，引导市场良性发展，完善市场生态体系，让更多的中介服务机构发挥各自的优势，降低市场交易的门槛和信息不充分等问题。同时探索推动地方设立 S 基金的引导基金，进一步解决 S 基金募资难等问题。

6.3. 市场发展：上海私募股权和创业投资份额转让平台



上海股权托管交易中心 Shanghai Equity Exchange

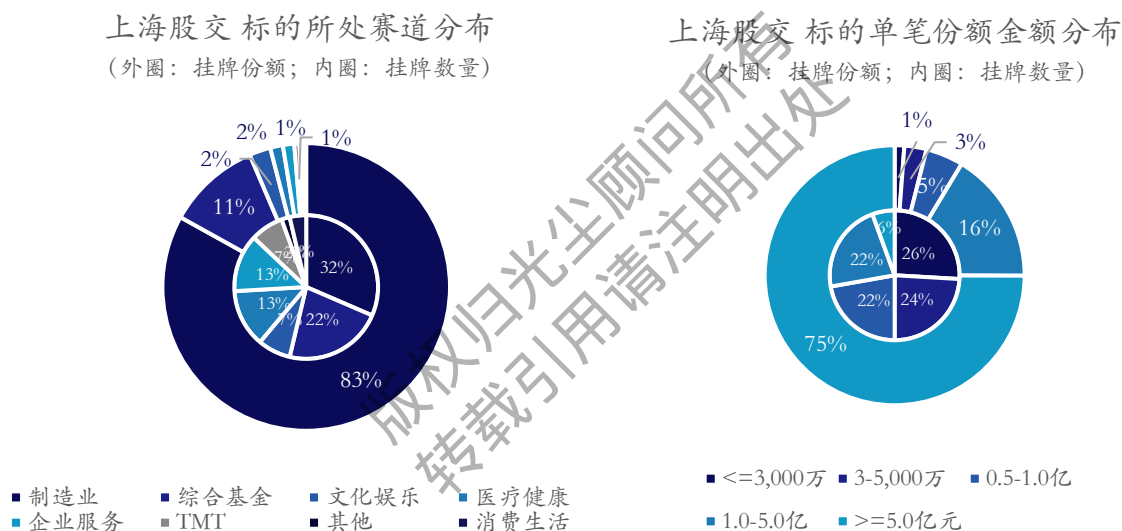
此外，由上海股交中心建设运营的上海私募股权和创业投资份额转让平台（以下简称“上海份额转让平台”）自 2021 年 12 月 2 日上线以来，各项工作稳步推进，配套机制不断健全，市场规模行业领先。

2023 年，上海份额转让平台以份额转让为核心，以份额估值报价、份额质押登记为特色，全力打造覆盖私募基金份额及直投股权估值、报价、撮合、托管、转让、交收、咨询等为一体的综合性服务平台。平台坚持以金融市场赋能科技创新、培育支持科创企业耐心资本为初心，优化资源配置，逐步拓宽私募股权和创业投资的退出渠道，促进私募基金与区域性股权市场融合发展，为金融与产业资本循环畅通提供助力，推动私募基金“募投管退”全链条服务体系的建设和完善。两年以来，上海份额转让平台不断推动配套政策，优化市场生态，健全服务体系，形成了一定市场规模，社会效应初步显现。

在上海份额转让平台推动下，陆续出台国有基金份额转让制度、质押登记地方立法和交易平台系统性配套政策等，不断优化私募基金 S 市场的政策环境。上海份额转让平台重点以客户需求为导向，以促进交易为目的，参与筹建上海资产管理协会、发起设立 S 基金联盟，集聚金融资本；开发上线基金份额估值系统、“爱斯基摩”私募股权和私募基金份额线上报价平台等

工具；不断夯实 S 基金市场基础设施建设，有效拓宽了私募股权和创业投资的退出渠道，促进了私募基金与区域性股权市场的融合发展。

截至 2023 年 12 月 31 日，上海份额转让平台共计上线 91 单基金份额（含份额组合），覆盖央企、地方国企、政府引导基金、金融机构、外资基金等各种类型；已成交 69 笔，成交总份数约为 174.70 亿份，成交总金额约为 202.77 亿元；另完成 21 单份额质押业务，质押份数为 21.40 亿份，融资金额约 33.13 亿元。市场交易规模在行业内大幅领先。成功入选上海自贸试验区第十一批金融创新案例和浦东引领区改革创新案例，成为浦东引领区首个落地的金融创新平台项目，取得了良好的经济和社会效益。

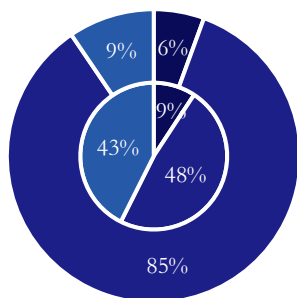


图表 38 第七章 上海股交标的所处赛道/单笔金额分布 (数据来源：上海股权托管交易中心，光尘统计)

从光尘统计的，截至 2023 年 12 月 31 日，上海份额转让平台仍处于登记挂牌的份额类型来看，赛道上，国家战略支持的新兴产业为最为热门的挂牌赛道，制造业份额无论是数量还是金额均属于 2023 年最为火热的赛道之一，分别占比 32% 与 83%；从单笔挂牌份额金额来看，与北京股权交易中心基金份额转让平台趋势相符，数量占比 6% 的单笔国资之间交易，占据了累计挂牌金额的 75%。

上海股交 标的所处期限分布

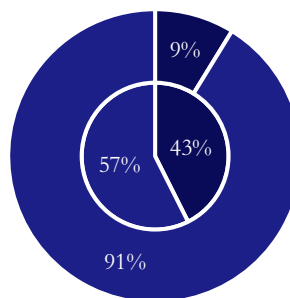
(外圈：挂牌份额；内圈：挂牌数量)



■ 投资期 ■ 退出期 ■ 延长期

上海股交 挂牌方式分布

(外圈：挂牌份额；内圈：挂牌数量)



■ 非公开协议转让 ■ 挂牌转让

图表 39 上海股交 标的所处期限/挂牌方式分布 (数据来源：上海股权托管交易中心，光尘统计)

从标的所处期限上，退出期为挂牌数量、金额占比最高的类型，分别占比 48%与 85%；从挂牌方式上，非公开协议挂牌数量领先，累计占总挂牌数量的 57%；而对于单笔金额较高、合规性诉求较大或首次尝试的国资份额退出，则选用了挂牌转让的方式，累计金额占比 91%。

国内私募股权二级市场尚处于早期阶段，下一步，上海份额转让平台将在监管机构、行业主管部门、地方政府的支持下，共同采取积极措施，形成市场合力，推进生态系统不断健全和完善。

6.4. 章节小结

在各方的共同努力下，私募股权份额转让试点取得了积极成效。

在过去的一年里，监管单位在各区域通过加强和完善政策供给、引入专业三方机构和提供综合服务等措施持续推进私募股权二级市场健康发展。

规模上，以北京市和上海市为例，累计基金份额转让规模和份额质押融资金额分别增长 14% 和 200%、298%和 263%。并且，随着试点工作的深入，2023 年各个地方已经逐步形成了以国资为主要参与方、带动市场化机构参与的趋势，未来可期。

2024 年，我们相信各项配套措施将更加趋于完善，也期待监管在更多经济水平较高的区域扩大试点范围，在平台间引入更多的优质市场份额，持续大力推进私募股权二级市场生态体系的建设发展与区域平台间的创新互联，对各平台的运行效率和服务成果有力助推的同时，为境内一级市场的流动提供更多坚实的依靠和便利。

版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

7. 结语

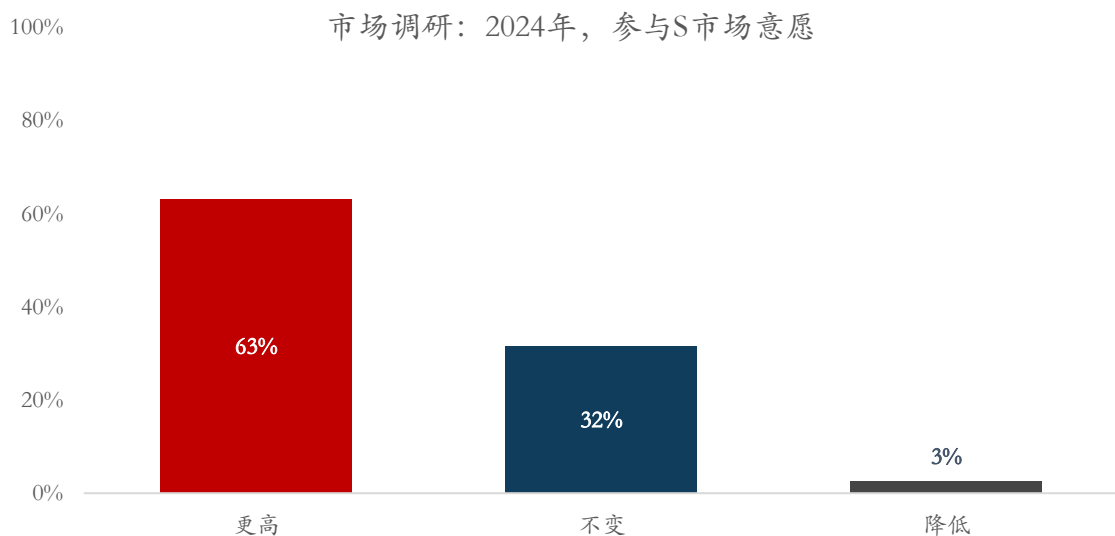
2023 年充满挑战与机遇。全球的地缘政治风云变幻,各国都经历了许多重大的变化和考验,科技突破在推进生产力进步的同时挑战着道德边界。我们看到了科技和社会的快速发展,也感受到了变革和创新的力量。

在市场需求和政策的不断推动下,S 策略在这一年持续成为机构交流的热点话题。回顾 2023 年,S 策略在实践中不断磨砺,虽然仍有诸多待解决困难,但已经成为推动股权投资市场有序发展的重要力量,并对股权投资的市场格局、人才结构、交易技术、和未来投资策略都产生了可见的影响。

7.1. S 策略对股权投资市场格局的影响

光尘调研显示,作为卖方参与 S 交易的受访者认为 S 交易解决了自身的流动性问题,其中交易规模在 1-5 亿元区间占 25%,5-10 亿元区间占比超 33%,超过 10 亿元交易规模的比例近 10%。

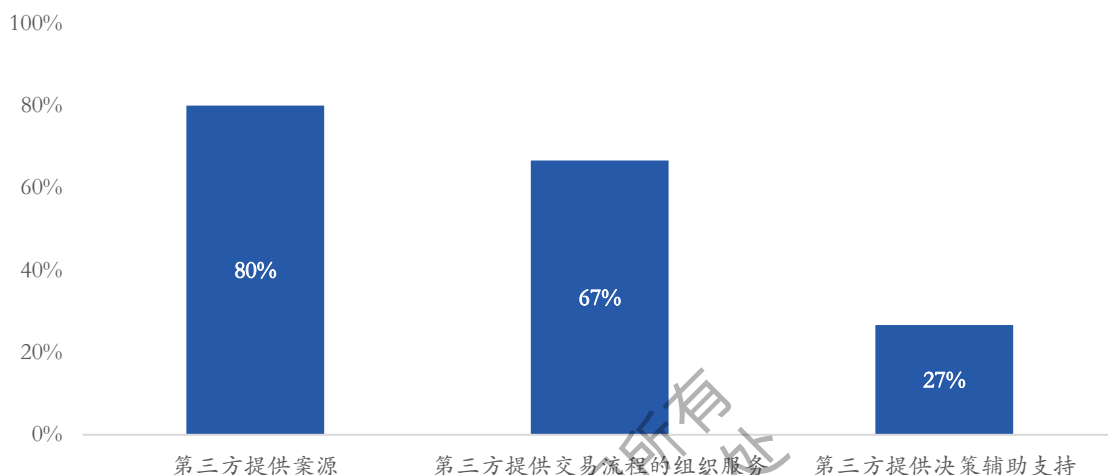
这说明经过 3 年的摸索和尝试,人民币 S 市场的交易规模已经完成阶梯性跨越,成功吸引投资机构的深度参与。如果转让执行环节的摩擦成本逐渐消失,相信可达成的交易数量及交易额会进一步提升。



图表 40 第七章 2024 年进一步参与 S 市场意愿（数据调研：光尘市场调研）

光尘调研显示，63%的反馈机构表示 2024 年参与 S 交易的意愿更高，作为买方参与的比例在受访者里比例也较高。相比 33%意向卖方，意向买方占比 80%，可以明显感受到纯财务投资属性的驱动力，与光尘观察到的新晋买方增速相互印证。

市场调研：2023年实施S策略中，外部支持有哪些



图表 41 第七章 2023 年 S 策略中所获的外部支持（数据来源：光尘市场调研）

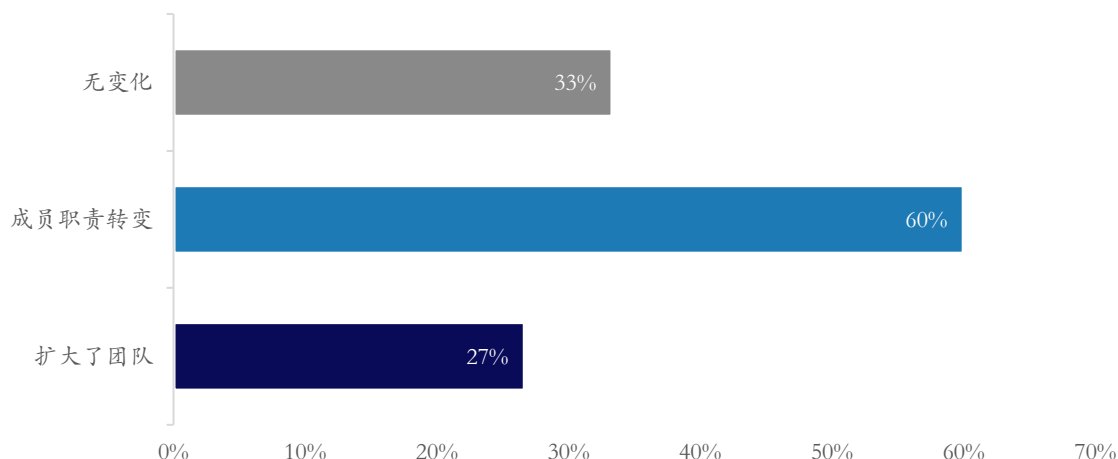
2023 年受访机构表示 80%的案源来自第三方，且有 67%的交易由第三方提供了交易流程的组织服务。这个反馈显示了 S 交易中第三方专业服务机构提供的价值，尤其是涉及需要主动定价、协调多主体诉求、配合监管合规、管理交易节奏的复杂交易类型。这与光尘业务的日常工作高度吻合。

在监管趋严的趋势下，境内 S 交易对第三方专业服务机构的需要会大幅度提升，而专业服务机构的参与也会协助参与各方更快地建设内部投研和决策标准，进一步促进 S 市场有序健康的发展。

7.2. S 策略对投资机构团队结构的影响

S 市场的活跃，一方面推动了买方机构的投资能力建设，一方面也敦促了管理人团队投后管理职能的调整。

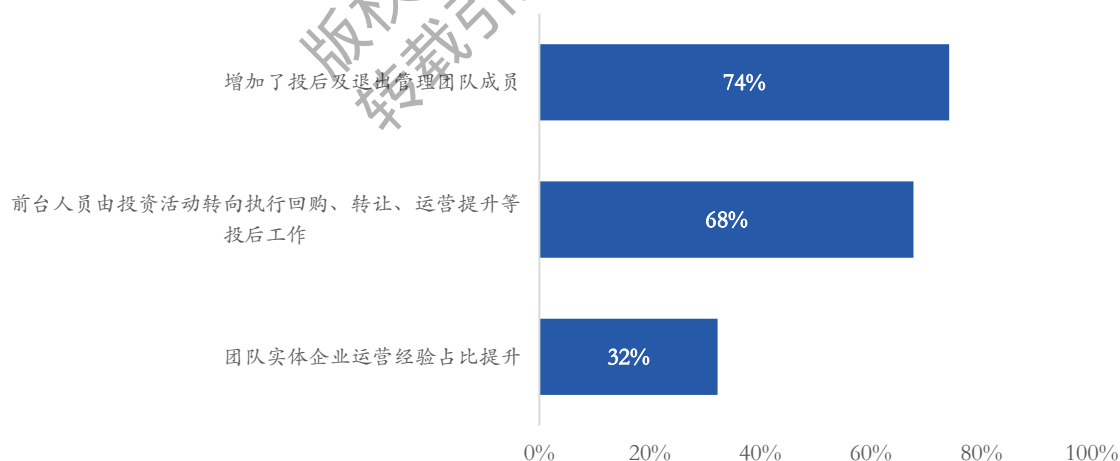
市场调研：2024年，为了迎接新投资机会，组织内部发生的变化



图表 42 第七章 2024 年为了迎接新的投资机会，组织内部变化分布（数据来源：光尘市场调研）

光尘调研显示近 30% 的受访买方为承接新策略扩大了团队，专注于迅速提升主动定价和交易结构设计的能力，为更好地参与 Mid-S 和 Late-S 交易机会做准备。我们也看到在有直投团队的机构中，直投经验为涉及资产层面的 S 交易提供了坚实的技术支持，在尾盘重组和资产包交易的上升期待中，S 策略的执行团队构成也越来越多元化。

市场调研：2023年实施S策略中观察到的GP组织变化



图表 43 第七章 2023 年实施 S 策略中，观察到的 GP 组织变化（数据来源：光尘市场调研）

在存量管理的逻辑下，管理人的团队职责或主动或被动地向投后职能倾斜。光尘调研显示，在子基金层面，工作重心由前台转向投后运营、处置职能的机构占比 68%；为了满足投后及退出执行职能扩大了团队的机构占比 74%；其中新增了实体企业运营经验的机构占比 32%。可以

看出在蓬勃的经济上升期“躺着退”的运营模式已经行不通，管理人要更务实地对被投企业进行跟踪观测，并躬身入局主动运作，必要时壮士断腕。同时对退出人员的资本运作经验和退出执行力提出了更高的要求。

终于，投资人理解了“投的好只是成功的一半”这句话的含义。

7.3. S 策略当前的困难对交易技术的影响

2023 年，尽管国内外的股市走势不同，但都造成了 S 市场交易量的下滑。S 交易失败的比例上升主要有三个原因：对价预期的差异、尽调的障碍、股市的震动。在国内，还涉及国资交易流程不清晰、对手资金性质不满足交易条件的情形。

针对价格预期差异过大这个难点，在实践中，我们看到交易方案的前期磋商过程用时越来越长，但强烈的交易意愿使双方都保持高度的灵活性。比如，困难的多资产包的交易最终以定价简单、交割迅速的单资产交易达成；资产组合中搭售一部分稀缺资产或强流动性资产以获得更好的整包价格等。在份额交易过程中，面对厌恶折扣和账面损失厌恶的卖方，交易结构会考虑递延支付方式、或类优先股的交易结构。

在利益冲突被广泛关注的接续基金领域，管理人在交易中已兑现的超额收益（GP Carry）几乎 100% 被要求再投入到新基金中，与买方保持利益一致，同时管理人的新募主基金也通常会参与以证明对价的市场化和对资产未来发展的信心。当然，这一切需要以满足卖方收益为前提。

面对股市的震荡，过往偏好上市资产流动性的买方也调减组合中上市资产占比的需求，并形成根据核心资产股价的浮动报价区间以降低交易不确定性。

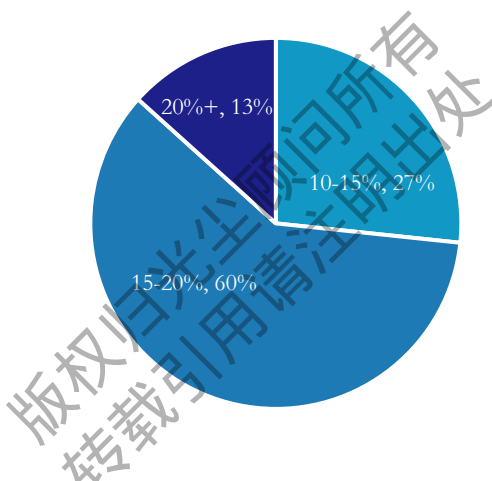
而买方对可预测现金流的偏好，倒逼管理人重新审视被投标的的实际运营质量进行分级管理，并与标的开展新一轮的资本结构和退出安排的协商。因为无论是否达成 S 交易，在管基金的 DPI 都是管理人的首要考核指标。那些对标的的影响力小，退出无望又募资不继的小型管理人的

在当前环境下很难持续经营，其资产及管理公司一并被大管理机构收购对 LP 来说或许是最好的选择。

对于手握成规模、有稳健现金流及可预测利润的资产，且有相对控股权的大型管理人，当前的市场机遇为其提供了发展多策略资管平台的机会。他们可以通过不同资本结构打造更适合投资人风险偏好的产品，为投资人提供“一站式”投资解决方案。而面对未来较高不确定性投资人也会更偏好与规模更大、知名度更高、产品线更丰富的管理人机构合作。

7.4. S 策略的收益预期对未来股权投资策略的影响

市场调研：2024 年，对于 S 投资净收益率预期要求



图表 44 第七章 2024 年对于 S 投资净收益率预期要求（数据来源：光尘市场调研）

根据光尘市场调研，超过 85% 的受访者对 S 投资的净收益率预期集中在 10-20%，较之前有略微下调。结合 80% 的受访者认为能产生周期现金收益的产品在 2024 年会有竞争优势的反馈，可以看到一级市场新的投资逻辑：净 IRR > 净 TVPI，正在渗透。

根据宏观环境推演，光尘认为未来 3 年的股权投资策略将受到以下影响：

- 财务型投资人会更偏好成熟具规模的企业，并通过派息、分红或类似的现金流回收手段获得回报；

- 新资金将支持涉及资源使用效率（制造、信息技术）、关键供给安全（能源、空间）、科技成果转化（材料、医疗）主题的早期投资，同时关注支持颠覆性技术产品化、规模化的配套装备的研发和制造，助力产业链的跃迁；
- 存量资金将关注能够充分利用境内产业规模和丰富的应用场景的新一代技术细分领域，无法通过规模化应用进行迭代的技术将被淘汰。

可以说，S 策略是给股权投资市场祛魅的有效工具。如果在增量时代股权投资走的是 β 路线，那么在存量时代，优秀的投资人必定要走 α 路线才能穿越周期。让我们共同努力，以务实的态度面对挑战，抓住机遇，为下一个成长周期做好准备。

版权归光尘顾问所有
转载引用请注明出处

8. 核心定义与名词释义

常用简称	英文翻译	名词释义
LP	Limited Partner(s)	即基金的有限合伙人
GP	General Partner(s)	即基金的普通合伙人
GP Carry	GP Carry	即基金普通合伙人/管理人收取的超额业绩提成
DPI	Distribution to Paid-in Capital	即基金资本分红倍数，为以基金总分配（税前扣费扣 Carry，不含已上市股票）为分子，以基金实缴金额为分母计算的倍数
FMV	Fair Market Value	即基金底层资产账面价值，为管理人提供的，对应报告期的审计报告/投后报告披露的底层资产账面价值
LP NAV	LP Net Asset Value	即基金份额净值或基金净权益，为基金份额资产权益的虚拟计算，代表倘若按对应报告期的 FMV 当下退出，扣除应付 Carry 与已发生基金费用后，基金 LP 可以兑现的完整金额
净 IRR	LP Net Internal Rate of Return	即 LP 净内部收益率，即以 LP 实际实缴出资本金投入为流出、扣费扣 Carry 后实际现金回流为流入，在对应报告期计算的净收益率
净 TVPI	Total Value to Paid-in Capital	即投入资本总倍数，为基金 DPI 与基金 RVPI 相加的 LP 净倍数；RVPI，即 Remaining Value to Paid-in Capital，即基金剩余净资产倍数，为以基金 LPNAV 为分子，以基金实缴金额为分母，LP 用于衡量已投基金剩余净值的资本倍数
交易量	Transaction Volume	受限于人民币市场工商可披露信息，本报告所指 LP 份额交易量，为 LP 所交易的认缴金额
基金行业分类	Classification of Funds Industry	如某基金某赛道项目投资项目数占比>60%，或含两个赛道投资项目数占比>40%且≤60%，将被光尘结合机构性质等信息分类为某个细分赛道；如不符合上述要求，则被分类为综合基金；就 TMT、消费生活、文化娱乐、制造业、企业服务、医疗健康六赛道的具体行业细分内容，详见光尘 2023 年 7 月发布的《光尘-中国 GP 全图谱 2023》
国资 LP	State-Owned Capital	本报告共包括国企、国有投资平台、金融机构、引导基金四个类型：国企指非以金融为核心主营业务，控股股东为国有资本的企业；国有投资平台指以投资、资产管理为核心主营业务，控股股东为国有资本的私募基金管理人管理的出资主体；金融机构指以银行、信托、证券、保险等为核心主营业务，控股或具有实质影响力的股东为国有资本的金融企业；引导基金指已于基金业协会登记备案，具有地方财政或国资出资，具有返投要求、引导性质的基金
Early-S	Early-stage Secondary	即早期 LP 份额交易；之中，早期指所交易 LP 份额的基金所处阶段尚未结束投资期，常见交易类型包括 LP 认缴违约、基金扩募出资等

常用简称	英文翻译	名词释义
Mid-S	Mid-stage Secondary	即中期 LP 份额交易；之中，中期指所交易 LP 份额的基金所处阶段已进入退出期，且尚未进入延长期；多指仍剩余 3 至 5 年稳定期限的基金
Late-S	Late-stage Secondary	即尾盘 LP 份额交易；之中，尾盘指所交易 LP 份额的基金所处阶段已进入退出期尾声，或已进入延长期、清算期；多指稳定存续期限仅剩 1 至 2 年，或存续期限已不稳定的基金
股权存量资产	Equity Stock	指在私募股权市场形成的既有资产，包括限制出售股票及证券、未上市公司股权、有限合伙企业份额、契约制基金份额等
接续基金	(Single-Asset) Continuation	又称“尾盘接续重组”，指由基金管理人主动发起，设立新基金，以承接接续某一期单个或多个基金底层资产，协助提升原基金现金回流等问题为目的的交易
股权资产包	Vehicle	指由基金管理人主动发起，设立新基金，以承接多支基金单个或多个基金底层资产，协助基金管理人提升基金运营能效为目的的产品方案
单/多资产出售	(Single) Asset Strip Sale(s)	又称“单/多资产老股交易”指由基金管理人主动发起，将在管单支或多支基金底层资产，直接处置出售的交易方案
LP 份额要约收购	LP Tender Offer	指由基金管理人自行或代表基金授权某第三方机构汇总统一处置流程，汇总市场报价信息，并向全体基金 LP 所持基金份额发出认购要约的交易方式
份额回购	LP Stake Repurchase	指由基金管理人或其关联方或其他约定主体，直接或按照历史与 LP 的特殊约定，以约定或市场价格，回购 LP 所持份额的交易方式
基金清算	Fund Liquidation	指基金工商营业期限稳定，运营期限进入清算期，由清算人或清算组按约定或法定，处置基金剩余资产、清理基金剩余负债的交易方式
清算组	Liquidating Group	指以基金清算为目的，集体决策为手段，获得基金大多数合伙人授权，由一个或多个机构组成的权力机构，以行使基金法定清算权力
错峰资产	Off-Peak Assets	指因宏观市场变化及政策调整无法进行 IPO 的非上市公司；这类公司通常具有商业模式成熟、经营稳定、营业现金流可预期且不依赖融资现金流、营业收入规模可观且客户群体稳定等特征，通常在公司历史上经历了多轮融资和显著的估值上涨
资产评估	Asset Evaluation	指由依法持有资产评估执业资质机构，就基金底层资产或 LP 所持份额进行价值评估，并依资产持有人要求，或出具评估报告的行为
资产估值	Asset Valuation	指由依法或依行政法规具备服务业务资质的中介机构，就基金底层资产或 LP 所持份额进行市场可交易的价值评价，并依资产持有人要求，或出具估值报告的行为
资产估价	Market Pricing	指由具备服务业务资质及专业经验的中介机构，依据历史行业经验，模拟市场参与方心态，就基金底层资产或 LP 所持份额进行市场可交易价格进行判断，为潜在交易意向方提供的谈判基础

报告撰写团队:

甄晓蕾、耿希玉、李可、王涛、项上、崔贞子、王欣怡、王喆森、贾宝如

北京光尘顾问有限公司



中国保险资产管理业协会会员单位

北京股权交易中心认证中介机构 | 上海股权托管交易中心认证中介机构

联系我们:

北京市朝阳区朝阳门外大街甲6号万通中心C座909

C909 Wantong Center, A6 Chaowai Street, Chaoyang District, Beijing, China

+86 6505 4156

