



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

CVCA 行业动态季刊

2026 年 1 月

目 录

CONTENTS

近期协会活动.....4

2025 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛..... 4

协办活动：2025 中国并购基金高质量发展研讨会..... 7

会员机构动态.....10

原启生物完成 7000 万美元 C 轮融资首关，启明创投参与领投..... 10

中东主权财富基金领投，鼎晖设立 7.7 亿美元接续基金..... 10

星联未来 SATELLAI 宣布完成数千万元 A 轮融资..... 11

君联投资诺亦腾机器人 Pre-A+ 轮融资，加速构建
具身智能时代数据基础设施..... 11

解构消费迷局，价值共生破局：
2025 方源跨界聚年终盛典在上海圆满落幕..... 12

沐曦上市，光合创投一次精彩的“本垒打”..... 12

机器人租赁平台「擎天租」完成种子轮融资，高瓴创投领投..... 12

KKR 完成 25 亿美元亚洲私募信贷基金募集..... 13

艾里奥斯完成逾亿元 pre-B 轮融资，国投创合领投..... 13

星拓微电子完成新一轮数亿元融资，元禾辰坤、博华资本领投..... 13

李开复投出一个电单车 IPO，估值近 10 亿美元..... 14

政策动态与指引15

近年美元 PE/VC 基金在中国投融资与退出数据和趋势 15

CVCA 递交《关于 QFLP 税收政策的反馈和建议之补充说明》 21

会员研究30

中国经济 2026：增速放缓，但体量更大、更全球化..... 30

意见领袖34

AI 仍被低估、并购市场迸发：邝子平、唐葵详解创投新机遇 34

两大知名投资人：AI 和生物医药被严重低估，并购四大机遇呈现 40

2025 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛成功召开 44

1 近期协会活动

2025 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛

12 月 3 日 · 北京

2025 年以来，随着外部环境变化带来的不确定性影响加深，经济稳定运行面临一定挑战。但中国经济在复杂外部环境下保持韧性，呈现稳中向好态势，金融数据整体平稳，内需对经济增长的拉动力增强。回顾过去一年，前三季度投资增速放缓是经济转型期的必然现象，结构优化的信号比增速本身更值得关注，新质生产力发展将继续创造新的增长点。全球私募股权市场在 2025 年初延续了复苏势头，但全球关税调整对各国经济产生了深远影响，为市场注入了新的变量。尽管全球市场充满波动，但危机中同样蕴藏机遇与转型空间，中国 PE/VC 行业正迎来挑战与机遇交织的历史性时刻。

如何看待当前及未来的宏观趋势？宏观政策的调整会给行业发展带来怎样的影响？如何制定有效的投资策略？以何种策略应对更多的挑战与不确定性？在投资和退出均面临压力的背景下，主流 LP 如何看待融资策略及如何衡量、评估 GP 的投资管理能力？随着国际市场竞争的日趋加剧，中国企业的国际化之路在哪里？随着新动能领域投资持续高速增长，AI 芯片、自主可控半导体等黄金赛道正吸引资本密集布局，未来还有哪些最值得关注的投资新领域和新趋势？

2025 年 12 月 3 日，2025 中华股权投资协会（CVCA）年会暨私募股权 / 创业投资高峰论坛在北京举办。中国最顶级的投资人、业界专家将齐聚一堂，分享投资思路、解读投资策略、交流投资心得。在五个主题分论坛中，分别从 PE、VC、LP 等角度深入讨论，在当前复杂多变的时代周期中探索市场应对策略、前瞻发展机遇。

2025 年会亮点：

- **业界领袖：**汇集国内外最具影响力的顶级投资人，内容务实、各抒己见。
- **行业前瞻：**围绕切身投资实践，梳理决策思路，分享宝贵经验，把握未来机遇。
- **权威报告发布：**2025 CVCA 社会经济贡献调研报告，中国股权投资经济价值的全面体现。

论坛议程：

12 月 3 日（星期三）	
08:30-09:00	大会签到
09:00-09:10	理事长致欢迎辞
09:10-09:20	理事长交接仪式
09:20-10:20	<p>论坛一：</p> <p>PE 看宏观趋势和行业策略主持人：</p> <p>刘二飞 亚投资本 首席执行官及创始合伙人</p> <p>嘉 宾：</p> <p>邱中伟 太盟投资集团（PAG） 中国董事长</p> <p>孙 强 晨曦东方 创始人、董事长 /TPG 前中国区董事长</p> <p>孙 铮 KKR 投资集团 合伙人</p> <p>唐 葵 方源资本 董事长兼首席执行官</p> <p>信跃升 信宸资本 高级合伙人</p> <p>张 宁 摩根路易斯律师事务所 北京办公室主管合伙人</p>
10:20-10:30	茶歇
10:30-11:30	<p>论坛二：</p> <p>VC 看宏观趋势和行业策略主持人：</p> <p>龙 宇 BAI 资本 创始及管理合伙人</p> <p>嘉 宾：</p> <p>陈 浩 君联资本 副董事长</p> <p>邝子平 启明创投 创始主管合伙人</p> <p>刘二海 愉悦资本 创始及执行合伙人</p> <p>朱啸虎 金沙江创投 主管合伙人</p> <p>张睿元 高锐律师事务所 合伙人</p>

11:30-12:30	<p>论坛三： LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP 主持人： 王岱宗 TPG NewQuest 合伙人</p> <p>嘉 宾： 方 敏 华平投资 董事总经理、中国私募股权投资联席总裁 夏明晨 汉领资本 董事总经理、亚太投资联席主管 徐 清 元禾辰坤 主管合伙人 张 玢 国寿资本 副总经理兼股权投资中心总经理 陈 芳 中伦律师事务所 资深合伙人</p>
12:30-13:50	午餐
13:50-14:00	CVCA 会员大会
14:00-15:00	<p>《CVCA 社会经济贡献调研报告（2025）》发布 报告解读： 曲家浩 远骥资本 创始主管合伙人</p> <p>论坛嘉宾： 邝子平 启明创投 创始主管合伙人 唐 葵 方源资本 董事长及首席执行官</p> <p>提问人：国立波 LP 投顾 创始人</p>
15:00-16:00	<p>论坛四：中国企业的国际化之路 主持人： 崔桂勇 EQT 合伙人</p> <p>嘉 宾： 施 轶 高盛资产管理 成长型和私募股权投资董事总经理 杨志中 艾瑞思资本管理 合伙人 付建超 德勤中国 私募股权行业联席领导合伙人</p>
16:00-17:00	<p>论坛五：新领域新趋势 主持人： 梁 宇 创世伙伴创投 合伙人</p> <p>嘉 宾： 蔡 伟 光合创投 合伙人 李浩军 纪源资本 管理合伙人 潘瑞婷 集富亚洲 管理合伙人 杨小龙 创新工场 管理合伙人</p>
17:00	论坛结束
CVCA 合办活动（非峰会论坛环节，仅限受邀人士）	
17:30-20:30	LP/GP 交流酒会 - TPG NewQuest & CVCA 合办

1 近期协会活动

协办活动：2025 中国并购基金高质量发展研讨会

10 月 17 日·上海

研讨会背景

中国私募股权行业正经历新旧动能转换的关键时期。当前市场关注以下三大核心议题：策略之变，从“套利驱动”到“产业驱动”；退出为王，并购如何成为“流动性引擎”；生态协同，如何构建“多方共赢”的并购共同体。在此背景下，LP 投顾、爱建证券将于 10 月 17 日在上海举办“2025 中国并购基金高质量发展研讨会”，探索新周期下的中国并购基金价值重塑与生态构建实践。

本次研讨会将独家发布《2025 中国并购基金研究报告》，并针对当下并购基金发展过程中的核心挑战，邀请国有资本、上市公司 / 产业资本、金融机构、并购基金等机构高层代表进行深入研讨。

时间地点

2025 年 10 月 17 日（周五）14:00-18:00

上海：具体地点报名审核通过后通知

主题形式

主题：2025 中国并购基金高质量发展研讨会

形式：线下闭门会议

主办单位：LP 投顾、爱建证券

协办单位：中华股权投资协会、上海市国际股权投资基金协会、杭州市创业投资协会

支持单位：21 世纪创投研究院

活动议程

【13:30 - 14:00】参会签到

【14:00 - 14:20】主办方及领导致辞

【14:20 - 14:50】主题分享 1：新形势下中国并购市场的机遇与挑战

【14:50 - 15:20】主题分享 2：从 0 到 1，一笔成功的并购交易是如何炼成的？

【15:20 - 15:50】主题分享 3：“1+1>2”的秘密，上市公司的整合心法与避坑指南？

【15:50 - 16:10】主题分享 4：资金的艺术，并购融资工具的组合与创新

【16:10 - 16:40】报告发布：《2025 中国并购基金研究报告》核心要点解读

【16:40 - 18:00】参会嘉宾研讨与经验交流

【18:00】会议结束

活动报名

本次线下活动名额有限，限国有资本、上市公司 / 产业资本、金融机构等在并购领域具有丰富经验的机构高层代表参加，报名需主办方审核。

报名请联系 LP 投顾助手“小雨”（微信号：lpi-rain）。

主办方介绍

LP 投顾

LP 投顾是代表 LP 利益，为 LP 配置股权基金及另类资产（VC/PE、不动产、夹层、特殊机会等）提供赋能的一站式平台。LP 投顾以研究、数据和社群为驱动，为各类 LP 提供专业的投顾服务。LP 投顾核心团队具有丰富的专业经验，过往为 100 余家 LP 提供子基金筛选及绩效评价服务，尽调基金数量超过 600 支，协助 LP 出资累计超过 1000 亿元。LP 投顾致力于成为中国最具影响力的 LP 社群交流平台及最专业的投资顾问（gatekeeper）。

爱建证券

爱建证券是国内历史悠久、拥有全牌照的综合类证券公司，秉承“爱国建设”的改革和奋斗精神，于 2002 年经中国证监会批准，在上海组建成立。爱建证券致力于打造服务科技创新的鲜明特色，主动融入中国式现代化的历史进程，与国家战略同频、与时代使命共振、与股东价值同心，不断提升公司综合金融服务能级，以高质量发展助力科技强国建设，努力成为服务“科技 + 产业 + 金融”高水平循环的新型科技投行。

2 会员机构动态

原启生物完成 7000 万美元 C 轮融资首关，启明创投参与领投

日前，全球创新肿瘤免疫疗法领军企业 Oricell Therapeutics Holdings Limited（下称“原启生物”，英文简称：Oricell）宣布完成 7000 万美元的 C1 轮融资。本轮融资由北京市医药健康产业投资基金、启明创投及一家全球领先的医疗基金领投。融资将加速原启生物的国际化 and 临床开发进程，夯实其在细胞治疗领域的技术实力，产业化管线价值。启明创投主管合伙人胡旭波先生表示：“作为原启生物的早期投资方，我们陪伴并见证公司在 CAR-T 领域的深耕与步步进阶：从自体 CAR-T 到分泌型 CAR-T 再到 3 天快速生产工艺，以及 in vivo CAR-T 的前瞻性布局，我们看到了公司在研发上的持续开拓。我们很高兴能够参与到有潜力产生全球性突破性技术和产品的过程里。”

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/EC8qhmwlYUu4hVH5T-otOg>

中东主权财富基金领投，鼎晖设立 7.7 亿美元接续基金

2025 年 1 月 5 日，阿布扎比投资局（ADIA）旗下全资子公司正式以领投方身份，完成了对鼎晖投资第五期美元基金（CDH Fund V）的接续基金注资。这一交易对于亚洲及这个的私募股权市场极具行业风向标意义。阿布扎比投资局 ADIA，1976 年由阿联酋政府设立，其核心使命是通过审慎投资实现长期资本增值，保障阿布扎比长期繁荣。根据 Global SWF 数据，截至 2025 年底，ADIA 管理资产规模约 1.187 万亿美元，是全球第四大主权财富基金。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/-hjCC7fpTmw4JjqJC4evQ>

星联未来 SATELLAI 宣布完成数千万元 A 轮融资

近日，全球宠物智能科技公司星联未来 SATELLAI 宣布完成数千万人民币 A 轮融资。本轮融资由商汤国香资本领投，前轮领投方零一创投(01VC)持续加注，光源资本担任独家财务顾问。融资将主要用于多模态 AI 技术在宠物健康与安全领域的持续研发、核心产品矩阵升级，以及海外市场的进一步拓展。零一创投执行董事陶洋峰表示：“很高兴本轮继续加注星联未来，零一创投将持续陪伴公司共同成长，支持其在宠物智能领域的长期布局。我们始终关注 AI 与智能硬件在垂直场景的深度融合，尤其看好宠物健康与安全这一细分赛道。随着养宠人群的扩大与消费升级，该领域正迎来技术与需求的双重驱动，市场潜力显著。星联未来团队在可穿戴设备研发、产品迭代及海外市场本地化运营方面，都展现出深厚的行业积累与高效的执行能力。我们相信，星联未来有望为宠物行业带来具有突破意义的创新产品与服务。”

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/U2XtFCLKrvsH87McEyGi9Q>

君联投资诺亦腾机器人 Pre-A+ 轮融资，加速构建具身智能时代数据基础设施

诺亦腾机器人（Noitom Robotics）近日宣布完成 Pre-A+ 轮融资，君联资本参与投资。本轮融资资金将主要用于持续投入具身智能所需的多模态数据采集、处理与交付的技术研发，加速规模化数据生产体系与工程化平台建设，以及进一步完善核心技术与工程团队的配置与建设，提升产品化交付与服务能力，为诺亦腾机器人（Noitom Robotics）在全球范围内的长期发展打下坚实基础。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/7AlhS00FbihI9eOjjUO8mA>

解构消费迷局，价值共生破局：2025 方源跨界聚年终盛典在上海圆满落幕

近日，以“聚焦与共生——中国消费群体洞察与品牌破局之道”为主题的“2025 方源跨界聚”年终盛典在上海圆满落幕。本次活动汇聚了超过 40 位来自消费各领域的掌舵者与思想者，在充满挑战与变革的当下，共同进行了一场关于中国消费市场未来走向的深度思辨。方源资本通过此次“跨界聚”，与行业同仁共同进行了一次深度的思辨。未来，我们将继续深化生态链接，与合作伙伴一道，在价值共生的道路上，助力更多中国品牌穿越周期，成就经典。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/u3yqzHegyXGkBnUEfhBFdQ>

沐曦上市，光合创投一次精彩的“本垒打”

成功登陆 A 股科创板的一个月后，沐曦股份 (688802.SH) 的市值超过 2000 亿元。这家国内高性能通用 GPU 产品的领军企业成为光合创投收获的又一个明星 IPO，也是 2025 年最火的科创板 IPO 之一。主导此项目的光合创投合伙人朱嘉将投资沐曦股份称之为“本垒打”。他表示“按照目前的市值及发展势头，这个项目最终的投资收益有望覆盖和超过我们整只基金的投资成本。”

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/nNGU2pNyTN9Mi55sysCSOQ>

机器人租赁平台「擎天租」完成种子轮融资，高瓴创投领投

1 月 16 日消息，机器人租赁平台“擎天租”（擎天租（上海）科技有限公司）宣布已于近期完成种子轮融资。本轮融资由高瓴创投（GL Ventures）领投，复星创富、慕华科创、大丰基金及张江集团旗下具身智能公司共同参与投资。高瓴创投项目负责人表示：“擎天租通过平台化组织供需、标准化服务交付，将机器人从一次性设备销售转变为可持续调用的服务形态。”

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202601/560023.shtml>

KKR 完成 25 亿美元亚洲私募信贷基金募集

1 月 15 日消息，全球领先的投资机构 KKR 于今日宣布已完成 25 亿美元的资金募集，将重点投资于亚太地区的非公开市场优质信贷资产。本次募资包含 18 亿美元的 KKR 亚洲信贷机遇基金二期（KKR Asia Credit Opportunities Fund II，以下简称“ACOF II”或“二期基金”），以及 7 亿美元的专注于同类投资机会的独立管理机构账户。募资完成后，本基金将成为专注于亚太市场的最大区域性优质私募信贷基金。此前，KKR 首只亚太地区私募信贷基金——KKR 亚洲信贷机遇基金于 2022 年完成 11 亿美元的首期募集，成为当时规模最大的区域性优质信贷基金。KKR 亚洲信贷平台已通过二期基金签署 10 笔投资，包含其他资本源在内，KKR 承诺资金共 19 亿美元，交易总额达 46 亿美元。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202601/559921.shtml>

艾里奥斯完成逾亿元 pre-B 轮融资，国投创合领投

1 月 15 日消息，近日，中国生物制药工艺用途过滤膜与过滤器领域的领军企业艾里奥斯生物科技（上海）有限公司（以下简称“艾里奥斯”）宣布完成逾亿元人民币的 pre-B 轮融资，本轮融资由国投创合领投，弘毅投资、倚锋资本及国舜投资跟投，启峰资本、羿水澜山担任财务顾问，这是继 2025 年 9 月完成龙磐投资、国海创新资本及上海徐汇科创投超亿元的 A++ 轮融资后，艾里奥斯在短时间内获得的又一轮注资。资金将主要用于公司自研过滤膜的持续研发与产业化、市场拓展等。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202601/559943.shtml>

星拓微电子完成新一轮数亿元融资，元禾辰坤、博华资本领投

1 月 13 日消息，近日，国内互联芯片企业星拓微电子完成新一轮数亿元融资，此轮融资由元禾辰坤、博华资本领投，川绿基金、隐山资本、春华资本、青岛国信、兰璞资本等多家知名机构跟投。资金将用于持续研发高性能互联芯片，不断扩展新产品，打造领先的高速互联芯片及解决方案。

星拓微电子创立于 2019 年，总部位于成都，在全国多地设有研发中心，专注于互联芯片的研发与销售，是业界领先的互联芯片解决方案提供商。公司所专注的互联芯片包含 PCIe 接口芯片、内存接口芯片、高端时钟芯片等，广泛应用于数据中心、智能机器人、新能源汽车、工业控制、消费电子、医疗电子等多个行业。

全文链接：<https://news.pedaily.cn/202601/559835.shtml>

李开复投出一个电单车 IPO，估值近 10 亿美元

1 月 2 日，共享电单车服务供应商北京快松果科技有限公司的实质控股公司 Pinecone Wisdom Inc.（下称：松果出行）在港交所递交招股书，拟主板挂牌上市。百度、红杉中国、创新工场、软银等均为松果出行的投资方，创新工场通过 Innovation Funds 持有松果出行 23.23% 股份，系第一大外部股东。

全文链接：<https://www.chinaventure.com.cn/news/110-20260119-389829.html>

3 政策动态与指引

近年美元 PE/VC 基金在中国投融资与退出数据和趋势

结合近三年媒体报道和行业衍生数据，以及会员机构反馈梳理，2023 - 2024 年美元 PE/VC 基金在中国投融资规模大幅萎缩，美元 LP 谨慎撤离中国市场；2025 年美元 PE/VC 基金在中国投融资活动频率小幅回升，头部国际投资机构高层来华拜访的活跃度有所提升，但主力美元 LP 受目前美国收缩性政策影响，以及退出渠道不畅和监管政策变化（譬如 QFLP 税收调整）等方面因素，对回归投资中国市场仍有很大顾虑。

一、2023 - 2024 年：投融资规模均大幅萎缩

1. 美元募资持续紧缩，美元 LP 谨慎撤离

根据清科研究中心数据，2023-2024 年专注中国市场的美元 PE/VC 基金（以外币基金为统计口径）募资持续处于紧缩态势。

2023 年，受中美科技领域博弈、美国对华投资限制政策等影响，传统美元 LP 出资意愿下滑，全年完成募集的相关基金共 77 只，募资规模达 1088.70 亿元人民币，数量和规模同比均出现显著收缩；为应对困境，多家机构开始拓展中东、新加坡等新兴境外资金来源，同时加速本土化进程。

2024 年募资压力进一步加剧，全年仅 39 只相关基金完成募集，募资规模降至 559.12 亿元人民币，基金数量和募资规模较 2023 年分别同比下降 49.4% 和 48.6%；尽管下半年险资、国资等资金发力使降幅有所收窄，但美元 LP 受退出渠道不畅、政策环境不确定性以及地缘政治对其对华投资策略的制约等因素影响，整体出资态度仍保持谨慎甚至暂时撤离中国市场。

另据 Preqin 数据，2024 年专注于中国的风投基金仅募集 13 亿美元美

元资金，远低于 2021 - 2022 年合计的 300 亿美元¹；季度数据来看，根据 S&P 全球市场情报数据显示，2024 年一季度美国私募股权和风险资本对华投资额仅 2.8 亿美元，二季度为 3.7 亿美元，而 2021 年单季度平均投资额高达 63.8 亿美元²。

根据会员反馈，部分外资机构的亚洲基金最后的实际募资规模比 2020-2021 年的规模小很多，这与过去两年国内退出困难有一定关系。

2. 投资活跃度低迷，整体规模下滑严重

根据清科研究中心数据，2023-2024 年专注中国市场的美元 PE/VC 基金（以外币基金为统计口径）投资活跃度持续处于低迷状态，整体规模下滑。

2023 年，受中美地缘政治博弈、美国对华投资限制等因素影响，美元基金投资大幅收缩，全年投资案例数 457 起、披露投资金额 1145.66 亿元人民币。

2024 年投资压力未明显缓解但降幅趋于收窄，清科未披露完整全年分币种数据，但上半年外币投资案例数 131 起、金额 328.59 亿元，同比分别下降 50.9% 和 41.3%，全年延续下滑态势，预计案例数不足 300 起、金额低于 800 亿元人民币，较 2023 年分别下降约 34% 和超 30%。

二、2025 年：投融资活动有所回暖，但整体仍呈现持续下滑趋势

2025 年中国私募股权投资市场呈现一定回暖态势，全球资本有一定的回流迹象，专注中国市场的美元 VC 基金（会员机构如 IDG、启明创投、纪源资本、光速光合等）与 PE 基金（会员机构如 KKR、TPG、PAG、中信资本、方源资本等）共同推动投资活动复苏。

¹ <https://user.guancha.cn/main/content?id=1528656&comments-container>

² <https://www.spglobal.com/en/search#q=US%20private%20equity%20pivots%20away%20from%20China%3B%20Asia-focused%20fundraising%20slows&rows=20&pagenum=1>

1. 募资活动有小幅回升，但整体仍延续下滑态势

募资方面，清科研究中心数据显示，外币基金募资延续下滑态势，前三季度共 17 只外币基金完成新一轮募集，募集规模近 240 亿元，同比分别下滑 55.3%、56.9%（更多数据信息请参见附录）。根据媒体报道，在 11 月前后，美元募资出现小幅落地潮：砺思资本完成 4.88 亿美元双币种基金募集，源码资本新一期成长基金募资 6 亿美元，康桥资本此前完成 5 亿美元医疗健康领域美元信贷基金募集，蓝池资本还推进 7.5 亿美元私募股权美元基金募集，多家机构集中募资推动规模回升³。但并非所有机构均实现大额募资，据彭博新闻社报道，启明创投将针对中国 AI 和医疗初创企业的新基金目标从 8 亿美元下调 25% 至 6 亿美元⁴，反映出部分 LP 对细分领域仍持谨慎态度，整体募资尚未全面爆发。

2. 投资数据有所回暖，头部外资机构期待更多合作

投资方面，清科研究中心数据显示，外币投资案例数量和金额有所回暖，外币投资金额超 740 亿，同比上升 20.0%；案例数量 276 起，同比上升 2.6%。但对比 2024 年及以前，仍显著下滑（更多数据信息请参见附录）。

此外，各大国际投资机构高层访华的活跃度有所提升。KKR 联席首席执行官裴容范、黑石集团董事长兼首席执行官苏世民（Stephen Schwarzman）、凯雷投资集团首席执行官施瓦茨等纷纷来华，与中国政府官员、企业代表进行交流。这些高层访华活动，有助于加强中外投资机构之间的沟通与合作，为未来投资活动的复苏奠定基础。

三、2026 年：美元 PE/VC 基金期待政策重视和支持

美元 PE/VC 基金作为连接境内外资本与创新的关键桥梁，在中国经济转型升级的宏伟进程中，扮演着不可或缺且日益重要的角色。根据目前数据统计及会员反馈情况可见，未来趋势不容乐观，希望引起相关政策部门的重视和支持。

³ <https://caifuha0.eastmoney.com/news/20251121091820024679050>

⁴ <https://news.bgov.com/mergers-and-acquisitions/early-xiaomi-backer-qiming-cuts-china-fund-goal-to-600-million>

• **退出渠道不畅影响基金投融资节奏：**行业性的历史项目退出困难问题仍未有很好的解决办法，直接影响新一轮基金的募资与其他项目的投资节奏。会员机构反馈，预计美元 LP 将可能要求下调对中国的投资比例，他们对于中国的退出渠道是否通畅仍有很大顾虑，这对于长期的招商引资十分不利。

• **美元 LP 投资中国市场的信心亟待重建：**根据会员机构反馈，多家外资机构在 2023-2024 的美元募资当中基金规模预期已经压缩，计划募资规模与实际募资规模减少 50% - 70%。美元 LP 信心的支撑很大程度上取决于政策部门的重视和支持。

• **美元基金税收政策的清晰度和稳定性有待改善：**美元基金退出的另一主要困扰是间接转让中国公司股权的税收政策，特别是税款计算口径的清晰度和合理性不够，尤其在近几年估值下降和市场低迷的情况下，甚至经常会出现税款金额和资本利得金额倒挂的情况。此外，税务机关近期对于 QFLP 税收政策口径的变化使得境外投资人的税负不合理地显著提高。这些问题都严重影响国际投资人投资中国的热情和信心，对于我国招商引资和经济发展带来不利影响。

附录：

清科研究中心《2025 年前三季度中国股权投资市场研究报告》

清科研究近期发布了《2025 年前三季度中国股权投资市场研究报告（精华版及完整版）》，对中国的股权投资市场进行了详尽的数据统计和分析，反映出外币 PE/VC 基金在中国募资、投资及退出等方面的变化及趋势。

募资方面，2025 年前三季度新募集基金数量和规模分别为 3,501 只，1.16 万亿元，同比上升 18.3%、8.0%。前三季度政府投资基金、地方国资平台、险资、AIC 活跃出资，发起设立多只基金支持募资市场回暖。分币种看，人民币基金主导地位进一步提升，外币基金募资延续下滑态势，前三季度共 17 只外币基金完成新一轮募集，募集规模近 240 亿元，同比分别下滑 55.3%、56.9%。

9微服务号：清科研究

清科研究中心
QICRI Research

币种分布：人民币基金新募集数量及金额占比持续增加，外币基金延续下滑态势

- 2025年前三季度，我国股权投资市场人民币基金主导地位进一步提升。据统计，共有3,484只人民币基金完成新一轮募集，同比上升19.3%；募资规模为11,375.30亿元人民币，同比上升11.6%；数量及规模占比分别达到了99.5%、97.9%，同比增加0.8个、3.1个百分点。
- 外币基金募资保持低迷。2025年前三季度共有17只外币基金完成新一轮募集，同比减少55.3%；募资规模约239.05亿元人民币，同比减少56.9%；单只基金平均募资规模为14.06亿元人民币，同比减少6.2%。

2015-2025年前三季度中国股权投资市场基金募集币种分布
(包含早期投资机构、VC、PE)

人民币基金募资超**1.13万亿**，**3,484**只，
同比分别**上升11.6%、19.3%**。
外币基金募资约**240**亿，**17**只，
同比分别**下降56.9%、55.3%**。



page 13

投资方面，2025年前三季度投资案例数共8,295起，披露金额5,407.30亿元，分别同比上升19.8%、9.0%。分行业看，硬科技领域获得市场较高关注，IT、半导体、生物技术/医药健康、机械制造等领域投资案例数量均超千起，AI、GPU、创新药、智能制造等细分领域热度较高。按投资币种看，外币投资案例数量和金额有所回暖，外币投资金额超740亿，同比上升20.0%；案例数量276起，同比上升2.6%。但对比2024年及以前，仍显著下滑。

投资币种：人民币投资仍占据主导地位，外币投资案例数和金额有所回暖

2015-2025年前三季度中国股权投资市场投资币种分布
(包含早期投资机构、VC、PE)

人民币投资金额超**4,600**亿，**同比上升7.4%**；案例数**8,004**起，**同比上升23.6%**。
外币投资金额超**740**亿，**同比上升20.0%**；案例数**276**起，**同比上升2.6%**。



注：1. 清科研究中心每季度对年度投资数据进行调整，本报告中“同比”若无特别说明，均指按调整后数据计算。
2. 本图表包含境外币种来源国家/地区。

page 8

退出方面，在 IPO 及并购市场回暖推动下，被投企业 IPO 及并购退出案例数同比增加。据统计，2025 年前三季度共发生 2,029 笔退出案例。其中被投企业 IPO 案例数为 1,002 笔，同比上升 37.8%；并购退出案例数合 352 笔，同比上升 84.3%。其中境外 IPO 活跃度大幅回升，境外市场共 83 家中企上市，同比上升 40.7%。

IPO 境内外分布：A 股 IPO 总量及规模提升，境外 IPO 活跃度大幅回升

• 2025 年前三季度，A 股上市企业 78 家，同比上升 13.0%，各季度保持平稳；首发融资额约 742.72 亿元人民币，同比上升 56.1%，其中第三季度融资额约 372.05 亿元，主要由华电新能源超百亿大额融资推高，境外市场共 83 家中企上市，同比上升 40.7%；融资规模约合人民币 1,194.56 亿元，同比上升 148.1%。

2015-2025 年前三季度中国企业境内外上市分布



page 14

《2025 年前三季度中国股权投资市场研究报告（精华版）》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/wh9TQ9qgMmsAbDE8Oi8bPQ>

CVCA 递交《关于 QFLP 税收政策的反馈和建议之补充说明》

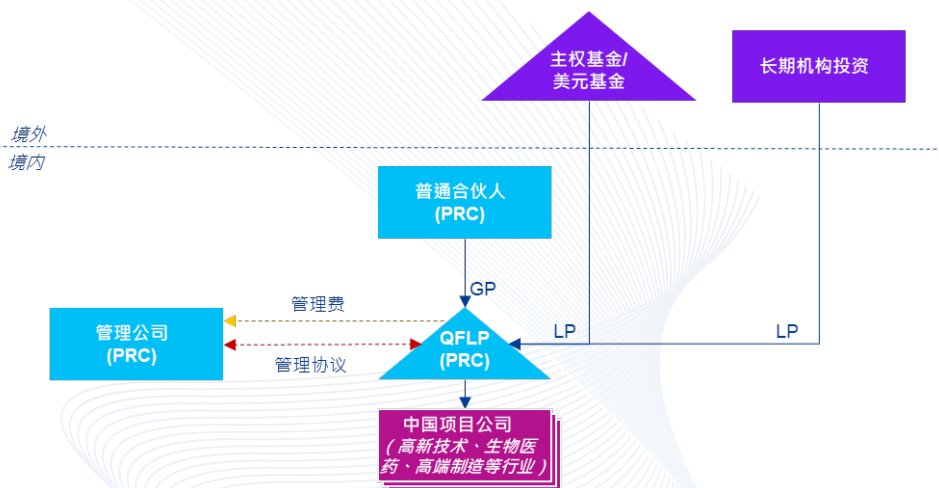
继我协会于 2025 年 8 月 26 日提交《关于中华股权投资协会关于 QFLP 税收政策的反馈和建议》（以下简称“反馈函”）后，现就 QFLP 税收政策调整可能带来的影响，递交进一步补充说明，以期更全面地反映 QFLP 在中国吸引外资、服务实体经济中起到的重要作用。我们恳请国家在确认 QFLP 的相关税收政策前，能充分考虑 QFLP 在服务“稳外资”战略方面的重要作用，保持政策合理性、连续性和稳定性，以维护国际资本对中国市场的信心，为我国吸引外商投资促进经济发展保驾护航。

一、QFLP 已成为金融开放与外资引进的关键工具，契合“稳外资”国家战略

在当前国家着力“稳外资”、推进高水平对外开放的背景下，QFLP 试点已成为连接国际资本与中国市场的重要桥梁，为全国各地引入了长期、稳定的境外资本，有效服务了国内国际“双循环”相互促进的新发展格局，并潜在地促进了我国金融业深化改革和新质生产力的发展。近年来 QFLP 被越来越多地运用到跨境基金重组的场景中，从而为中国 PE/VC 市场提供了一条资本市场之外的极其重要的退出渠道。

QFLP 制度推出至今已有 10 余年，在国内已有约 50 个城市出台试点政策。据不完全统计，截至 2025 年，全国各试点区域已累计设立超过 500 支 QFLP 基金，实际募集资金认缴规模逾人民币 6000 亿元⁵，是吸引外资参与境内股权投资的重要通道之一。上述资金来源于全球各国养老基金、主权财富基金和长期投资机构，并主要来自北美、欧洲、新加坡等成熟资本市场，近几年中东主权基金占比也显著提升。QFLP 简介请参考附件一，示意性架构图如下所示：

⁵ <https://caifuhao.eastmoney.com/news/20250719200444227613100>



QFLP 对中国实体经济的贡献

QFLP 通过“投资 - 退出 - 再投资”的良性循环，构成了一个持续、稳定的外资引入体系。QFLP 资金聚焦于国家鼓励发展的重点产业领域，涵盖高新技术、绿色低碳、生物医药、高端制造等产业。QFLP 投资众多中国企业，在注入资本的同时，也间接创造了大量工作岗位并为稳定就业做出了积极贡献。

二、税收政策调整可能引发的多重市场不利影响

QFLP 税务处理原口径

境外机构有限合伙人（非居民企业，以下简称“境外 LP”）从 QFLP 基金取得的收益分配应按何种类型的收入征税在税收法规层面并未明确，且市场实操层面一直存在争议。在过去的税务征管实践中，税务机关主要采用两种方式，但最终企业所得税有效税率均为 10%。两种主要方式分别为：

1) 境外 LP 从 QFLP 基金取得的收益多是按来源于中国的被动所得征税，如按股息、红利和财产转让所得等权益性投资收益征税，即对所得全额适用 10% 的所得税税率（暂未考虑协定优惠税率），并在实际支付分配时由支付方（QFLP 基金）代扣代缴；

2) 部分地方税务机关认为境外 LP 在中国构成机构场所或常设机构，适用 40% 的核定利润率并按照 25% 的企业所得税税率（即实际税率为 10%）征税的情况，并在实际支付分配时由支付方（QFLP 基金）代扣代缴。

QFLP 税务处理原口径具备合理性与国际认可度

我国对 QFLP 的原税务处理口径有两个明显特征，也是其被市场普遍接受的基础，即 1) 有效税率为 10%；2) 纳税义务发生时间为实际对外分配支付时。

此外，该税务处理与境外机构投资者通过 FDI 直接投资中国企业的原则和处理方式基本保持一致，尽管各地税务机关在执行中一般不给予 QFLP 的境外 LP 税收协定下股息和财产转让的相关优惠，但总体上体现了税收中性原则。境外投资机构投资中国适用企业所得税税率对比表格概要性列示如下：

境外投资机构投资中国企业适用税率对比表格				
所得类型	FDI 外商直接投资		QFLP-原口径	QFLP-新口径
	一般税率	协定税率	不构成常设机构	构成常设机构
股息红利	10%	5%	10%	25%
财产转让所得	10%	豁免	10%	25%

根据我们对全球私募股权基金活跃的主要国家的税制调研，这些国家大都对穿透到境外合伙人层面的被动收入按照较低税率在实际发生时予以征税。我国 QFLP 税务处理原口径与全球主要国家相仿，因此该处理方式得到了国际投资人的广泛支持和认可。且由于 QFLP 在外汇结汇和投资审批上的便利性，使得其成为国际投资人广受欢迎的投资中国的重要工具或通道。

QFLP 税务处理新口径及其不合理性

我们了解到，近期国家税务总局视频会议通知各地税务机关，告知其将对 QFLP 基金境外 LP 取得的收益按照“生产经营所得”征税，并且将

判定境外 LP 在境内构成常设机构（有税收协定的情况）或者在境内有机构场所（无税收协定的情况），从而就境外 LP 从常设机构 / 机构场所取得来源于中国境内的所得（视为主动所得）征收 25% 的企业所得税，且不允许地方用 10% 税率或核定利润征税，使得境外 LP 通过 QFLP 模式投资中国市场取得收益适用的实际税率从 10% 提高到 25%。且需境外 LP 自行在中国税务局进行税务登记并按照季度预缴、年度清缴的方式进行纳税申报。

我们理解国家税务总局的上述观点可能是参考了对人民币基金 LP 的收入性质判断，认为 QFLP 基金的境外 LP 取得的收益性质为“生产经营所得”。但是，在境外 LP 只承担出资义务并以出资为限的有限风险并获得投资回报，且不参与 QFLP 基金的日常管理及投资决策的情况下，认定该所得为“生产经营所得（即主动所得）”，明显背离了境外 LP “只出钱不管事”并获取被动投资收益的经济实质和行业特征。

QFLP 基金的合伙协议一般会约定，境外 LP 不得参与 QFLP 基金的经营管理，也不参与管理 QFLP 基金在中国的投资项目；除了合伙协议约定外，QFLP 基金的境外 LP 通常是境外机构投资者，如主权基金、养老基金、保险公司等，上述投资人一般仅提供资金用于投资境内私募股权市场却不参与 QFLP 基金的经营管理，不会在境内作出投资决策或参与 QFLP 基金对投资项目的日常管理。考虑以上合伙协议的约定和投资实际情况，境外 LP 并不会在中国开展营业活动。

此外，在当前民事商事法律体系下，考虑到合伙企业的财产、管理机构等均属于合伙企业所有，而非合伙人所有，进而合伙企业在法律上具有相对独立地位，是独立于合伙人的经营实体，并非以合伙人（特别是境外 LP）的名义对外经营，尤其境外 LP 本身对 QFLP 基金承担的责任是相对有限的，不应穿透 QFLP 基金认为其是境外 LP 直接在境内从事营业活动的机构、场所或固定场所常设机构。

因此，在境外 LP 在中国境内仅作被动投资，没有从事主动经营活动的情况下，不能仅凭境外 LP 投资了在我国有登记注册的 QFLP 基金及 QFLP 基金有固定办公地点而认定境外 LP 构成我国的机构、场所或固定场所常设机构。如前所述，新口径的这一认定也与全球主要国家普遍采用的税务处理不一致。

QFLP 税务处理新口径可能带来的影响

1) 增量税收贡献有限，并可能导致地方税收不升反降

参考 2023 年和 2024 年投中私募股权基金业绩标准公布的数据，对于近五年成立的私募股权基金，结合其 IRR、DPI 和 TVPI 等数据，私募股权基金的回报率约为 20%。以此为参照，假设 QFLP 基金的整体回报水平与此相当。以当前 QFLP 基金认缴规模约人民币 6,000 亿元为基数进行估算，若全部适用新口径，则年度潜在应税所得约为人民币 1,200 亿（人民币 6,000 亿元 *20%）。税率从 10% 提升至 25%，意味着年度整体税负将增加人民币 180 亿元（人民币 1,200 亿元 *15%）。

然而实际情况是，市场对于新口径的反馈极为消极。假如有 50% 的 QFLP 基金因新的税收执行口径而选择清算、重组，那么首先上述提到新口径下预估的税负增加将由 180 亿下降至 90 亿。另外，新的税收口径可能导致以下税源流失的情况：

I. QFLP 管理费对应的企业所得税和增值税税收每年流失达人民币 18 亿元（即按照人民币 6,000 亿 *50%* 管理费 2%* 企业所得税税率 25% 和增值税税率 6% 计算）；

II. 更为严重的是，中国税务机关有可能丧失对清算、重组后的投资的征税权，如重组后的境外基金未来退出时有可能申请并适用税收协定待遇，从而无需在中国交税（具体可以进一步参考我们下文中列举的案例分析）。对应的税收损失约为人民币 60 亿元（按照人民币 6,000 亿 *50%* 收益率 20%* 预提所得税税率 10% 计算）。

根据上述模拟的估算，新口径下税率提升产生的税收增量为人民币 90 亿元，同时产生税源流失人民币 78 亿元。上述估算暂未考虑被投资企业未来的潜在税收贡献的影响。此外，“50% 存量 QFLP 可能清算或重组”已是较为乐观的预计，新税收口径可能会导致 QFLP 作为投资通道的吸引力彻底丧失、新增 QFLP 停滞，则最终导致的结果可能是各地方的税收不升反降。

2) 阻碍境外资本流入，削弱我国投资行业竞争力

我们理解国家税务总局拟定的新的执行口径，旨在统一税收政策。但

是对于境外 LP 而言，其通过 QFLP 进行投资属于被动投资，商业实质与 FDI 外商直接投资无异。仅因投资路径不同而承担显著更高的税负，从法理和商业逻辑上均难以被国际投资者理解和接受，势必影响其长期投资中国的意愿，具体如下：

阻碍境外资本流入

15 个百分点的税负差异将显著降低投资净回报。目前世界各主要国家对类似于 QFLP 基金的税务处理是不认为其在当地构成常设机构（即与 QFLP 原口径一致）。如反馈函所述，为保持竞争力，QFLP 可能采取如下举措：

I. 现有 QFLP 可能被迫考虑清算或重组，QFLP 存量将大幅下降；

II. 新的 QFLP 产品可能会暂缓发行，即未来不会有 QFLP 的增量。境外投资者可能会转而选择通过新加坡等税收政策更具确定性的国家进行投资，而非通过 QFLP 投资中国企业。

削弱我国股权投资行业的国际竞争力

QFLP 是支持许多本土中小科技企业的重要资金来源，潜在导致各地方新兴产业和企业登录资本市场步伐延缓。以重庆为例，截止 2024 年底 52 家 QFLP 试点企业累计到位资金近 80 亿元，有利支撑了当地企业上市“千里马”行动，近 5 年新增上市公司 30 家，占全市上市公司总数的近三分之一，企业上市步伐明显加快。假如 QFLP 停滞发展，势必会对当地的企业发展产生不利影响。

QFLP 试点自推出伊始，便是各地金融办招商引资、发展区域金融的核心工具。各地方政府可通过引导基金、产业母基金等形式，与 QFLP 管理机构建立深度合作、共同投资各地方重点产业项目。现存 QFLP 的清算以及新增 QFLP 的暂缓，将导致进行中的地方合作项目中断或取消，使地方前期的招商努力亦付之东流。

境外投资机构的实际遵从新口径的障碍

新口径下，QFLP 的境外合伙人在中国构成常设机构，其应在中国内

地税务机关进行税务登记，并按照季度预缴企业所得税同时在每年结束后按规定进行企业所得税汇算清缴。

绝大多数 QFLP 的境外投资机构在中国境内并无专职人员，要求其独立完成复杂的税务登记以及税务申报工作，在实操中缺乏可行性，不排除会导致普遍的非自愿性税务违规（逾期申报等）。更为根本的矛盾在于，QFLP 基金在退出项目取得收益但尚未给境外投资机构分配时，境外投资机构即达到了纳税时点，境外投资机构没有现金流去支付该税款，缺乏必要纳税资金，在实践中几乎无法执行该纳税政策。

综上所述，新口径不仅实际形成的税收增长有限（且有可能导致地方税收不升反降），可能阻碍境外资本流入、削弱我国投资行业的竞争力，冲击地方合作生态，更在征管实操层面设计了难以履行的义务。这多重困境叠加，将损害我国投资环境的友好性和便利性。

三、案例分享

根据近期与 QFLP 管理人的沟通，我们了解到市场对此此次税收口径调整的反馈普遍消极，举例来讲：

1. 某支于 2025 年新设立的 QFLP 基金，已于税收新口径公布前完成了设立、募资并对某中国企业进行了股权投资。在了解到税收新口径后，为确保境外投资者未来取得的回报并保持该基金品牌的市场竞争力，该 QFLP 立即着手进行重组，即将其持有的中国项目公司股权，以平价（投资成本价）转让给其关联的，设立在境外的美元基金（也有直接转让给境外 LP 的案例）。

该重组为成本价转让，未产生所得，QFLP 和境外投资人均无需在中国缴纳所得税。重组完成后，未来美元基金（或境外 LP）退出中国项目公司股权时，极有可能申请税收协定待遇，从而美元基金（或境外 LP）未来退出取得的收益亦无需在中国缴纳所得税。最终结果是，中国不仅未能从此次 QFLP 口径调整中获取税收的提升，反而有可能失去了对相关投资的征税权。

2. 某境外知名 S 基金 / 母基金管理人于五年前搭建 QFLP 平台作为中国境内 S 交易平台，该平台兼具（1）投资其他管理人的接续基金参与基金重组、（2）收购其他管理人的直投基金的 LP 份额和（3）直接购买其他管理人的既存基金出售的下游投资和资产包的功能。在近期 QFLP 税收口径变化的情况下，该平台决定仅就其已实缴尚未投资的金额继续进行第（1）或（2）类投资，不再进行第（3）类直接购买资产包或者下游被投资公司股权的投资。对于第（3）类投资，将考虑由其境外美元基金直接进行，或者直接吸引和协助相关被投资公司搭建境外红筹结构，直接在境外进行投资。对于第（3）类情况，类似于案例 1 的分析，中国税局有可能失去了对相关投资的征税权。

3. 近期某头部人民币基金期限届满，管理人考虑设立接续基金（continuation fund）接纳新资金，接续基金购买既存基金的投资组合和资产包，以达成既存基金的退出和清算。本有数个境外 S 基金对该接续基金投资机会表示感兴趣，对资产进行了初步尽调，并就接续基金主要条款开始与人民币基金管理人接洽，考虑通过自行搭建 QFLP 或者由人民币基金管理人协助搭建 QFLP 方式投资于接续基金。但 QFLP 税收口径变化导致 S 基金对于交易的模型测算发生实质变化，境外 S 基金直接放弃该人民币接续基金投资机会。此种情形下，并不能通过美元基金直接投资而解决问题，因为如果接续基金接纳美元基金的投资，则接续基金本身变成 QFLP，外资 LP（美元基金）仍然受到 QFLP 税收新口径的影响，因此并无替代架构能解决问题，而只能导致境外投资人直接放弃人民币接续基金投资机会。该案例中，QFLP 税收口径的变化，导致了人民币基金退出困难，同时也会使人民币基金退出应取得的收益延后，进而相应人民币基金（和其投资人）本应缴纳的税款也会受到影响。

四、我们的建议

如反馈函所述，我们恳切建议，国税总局能够保留原有政策或进一步明确对 QFLP 的境外投资人从 QFLP 取得收益实施 10% 的税收政策。

QFLP 机制的健康发展，是向国际传递中国对外开放不变、营商环境

持续优化的清晰信号。我们期待与各位领导进行更为深入的汇报与沟通，共同探索既能规范管理、又切实可行的税收政策最优解。

附件 QFLP 简介

QFLP 全称为 Qualified Foreign Limited Partners，即合格境外有限合伙人（以下简称“QFLP 基金”）。自 2010 年底开始，为更有效的吸引外资，促进我国资本市场进一步开放，北京、上海、广东、海南、浙江等地相继推出了 QFLP 制度的试点方法或便利政策。QFLP 制度作为境外投资者参与中国境内股权投资的新途径，一方面允许获得试点资格的投资机构在境外筹集美元资金，并通过 QFLP 渠道结汇转换为人民币，进而以人民币形式投资境内企业股权；另一方面，当境内股权投资项目退出时，境外投资人可通过 QFLP 渠道将投资本金和退出收益兑换回美元并“离境”。

QFLP 的典型基金架构一般以在境内设立的有限合伙企业作为 QFLP 的投资平台，并通过合伙协议约定由基金普通合伙人（“GP”）负责基金的投资管理运作，境内和境外的有限合伙人（“LP”）只承担出资义务以及以出资为限的有限风险并获得投资回报，不参与 QFLP 基金的日常管理及投资决策。GP（可为境外 GP 也可为境内 GP）可兼任基金管理人，或委托另一家实体作为基金管理人。

QFLP 试点推出后，迅速成为吸引外资、金融开放的重要载体，从最早的盲池基金、联接基金（feeder fund）为主发展到单项目基金、联合投资等多种多样的投资形式，并于近年来在 S 交易领域获得了广泛应用。具体包括如下几种形式：（1）境外发起人自行搭建 QFLP 平台，用于收购境内人民币基金的 LP 份额、批量收购某境内投资者在境内多个人民币基金的 LP 份额包、作为第三方管理人设立的接续基金（continuation fund）的基石投资人、直接收购境内第三方管理人的既存人民币基金出售的资产包等，也包括（2）境内第三方管理人为接纳境外投资者的资金而自行搭建 QFLP 平台，QFLP 平台作为基石投资人投资于境内管理人设立的接续基金（continuation fund），接续基金购买既存基金的全部或部分资产。随着国际 S 基金管理人和投资人的持续发力，QFLP 基金在 S 交易领域的应用，为中国 PE/VC 市场提供了一条资本市场之外的及其重要的退出渠道。

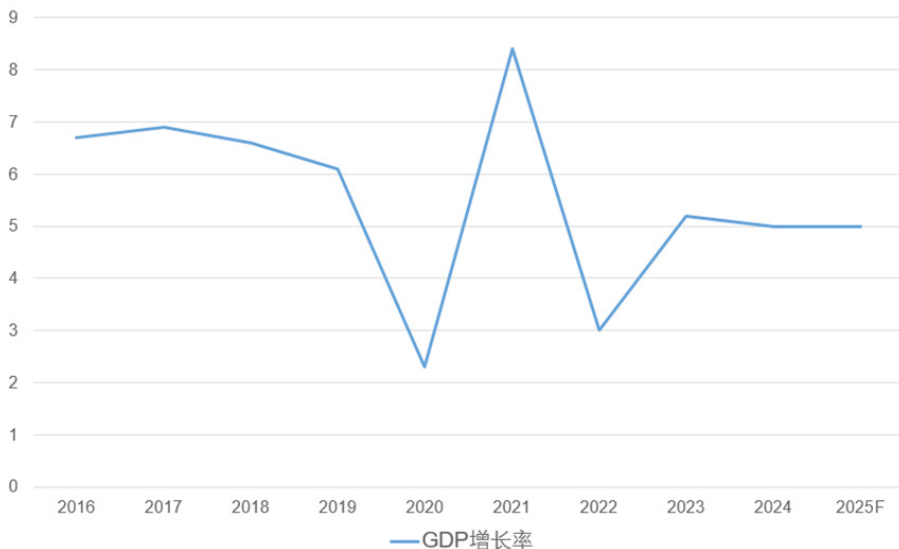
4 会员研究

中国经济 2026：增速放缓，但体量更大、更全球化

步入 2026 年，中国经济释放出复杂多元的信号：一方面，DeepSeek、智谱 AI 等国内人工智能领军企业迅速崛起，让人们对中国创新动能及前沿技术商业化前景更具信心。另一方面，全国房地产价格持续下行，对市场信心和居民消费的抑制和拖累仍在延续。

外界普遍认为，2026 年中国经济增长目标极有可能再次设定在“5% 左右”，相较于 2025 年，今年的经济增速或将进一步放缓。其中一个关键影响因素是出口——2025 年中国经济曾受益于超预期的出口需求激增，而这一有利背景在未来十二个月内恐难重现。

过去十年中国 GDP 增长率

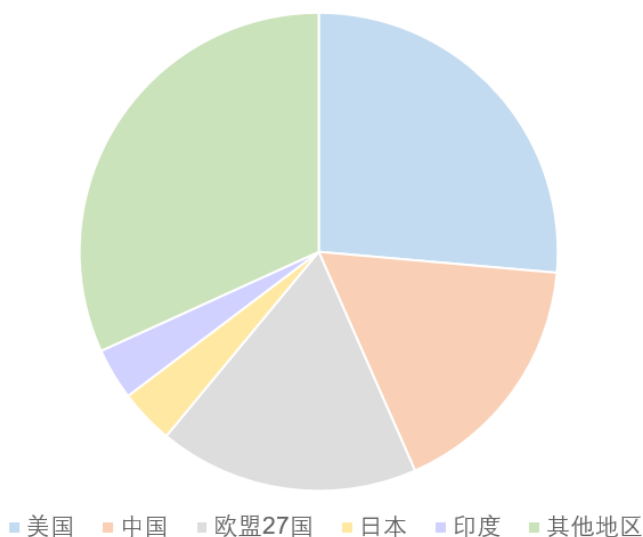


数据来源：世界银行、国家统计局

这里我需要澄清一个常见的误解，政策层面之所以允许 GDP 增长目标放缓，并非因为中国决策者忽视经济增长，而是因为**自主创新、国家安全以及可持续的高质量发展，已经取代“GDP 至上”的理念，成为首要政策目标**。换言之，经济的增长轨迹仍将在政府引导下，保持适度放缓的节奏，因为政策制定者认为这有利于实现其更长远的发展目标。

人们需要意识到，即便是约 5% 的增速（大致 2008 年中国经济增长率的一半），**2026 年中国的整体经济规模相比当年已扩大四倍**。

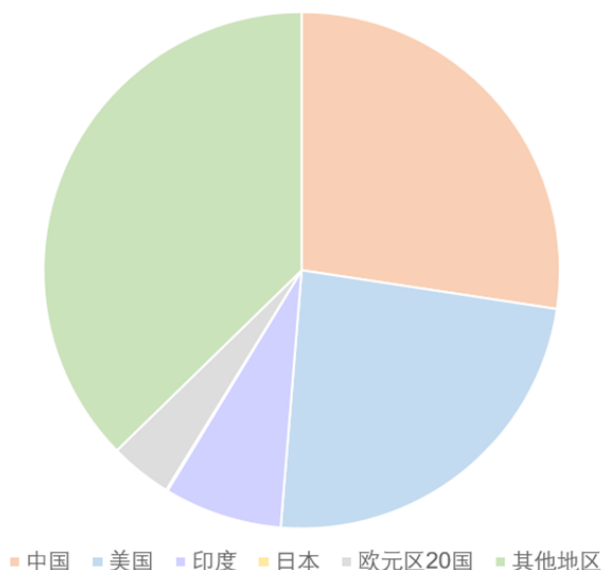
2024年全球名义GDP占比



数据来源: 世界银行

我们可以通过一个例子更直观地理解这个变化：2008 年中国经济的体量跟德国相近，彼时德国是全球第四大经济体。而如今中国的 GDP 规模大约是当前德国经济规模的四倍。即使增速放缓，**中国对全球经济增长的贡献，依然约等于第二大和第三大贡献国——印度和美国的总和**。

2024年全球不同国家和地区的增长贡献



数据来源: 国际货币基金组织

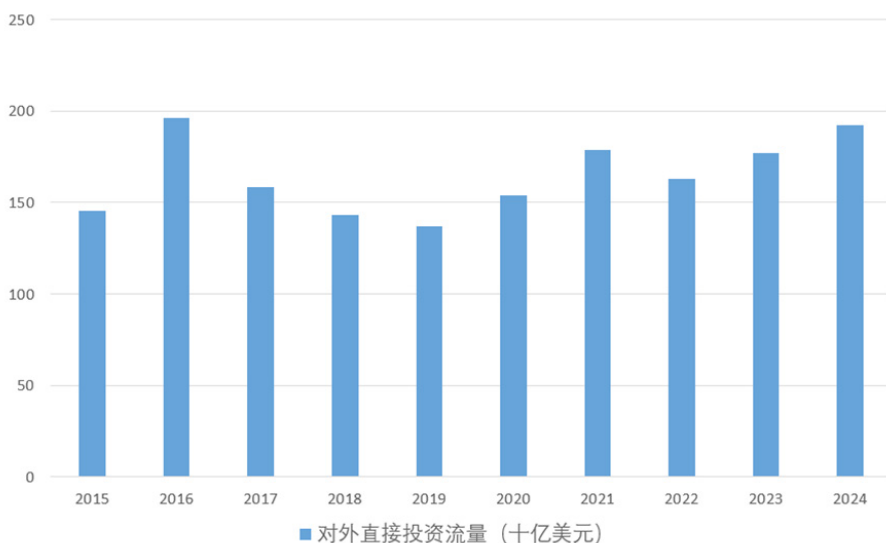
某经济体对全球经济增长贡献 =

$(\text{该经济体GDP在全球名义GDP占比}) \times (\text{该经济体GDP实际增速}) / (\text{全球GDP实际增长率})$

中国经济体量的持续增长，意味着即使增速更为温和，其在全球几乎所有经济领域中的份额也将越来越大。中国市场的庞大规模，也使其在塑造全球经济秩序方面拥有更大的话语权，这涵盖了关税谈判、技术事务以及大宗商品和矿产贸易关系。在此背景下，中美之间更频繁、更激烈的互动可能将成为常态，**全球格局将日益向两个超级大国(G2)主导的方向演变。**

中国的独特优势之一，是其无可比拟的制造业基础和完备的供应链网络。例如，在新冠疫情期间中国向全球供应口罩和呼吸机的能力，就充分证明中国经济的价值远不止于令人瞩目的增长数据。疫情后出海战略受到追捧，中国在某些方面正在效仿房地产泡沫顶峰后的日本：在海外再造一个“日本”。

2015-2024年中国对外直接投资流量



数据来源：中国商务部、国家统计局

但是与日本相比，中国的一个关键不同或许在于其日益增长的雄心与全球影响力。中国长期倡导全球南方国家在世界事务中发挥更大作用，并已经付诸实际行动。随着经济蓬勃发展以及对资源的长期需求，中国一直致力于深化与中东、东南亚、非洲和南美洲的关系。这些地区的许多国家正处在工业化转型关键时期。**中国强大的制造产能、支持性的融资承诺以及共通的发展经验，为构建更紧密的伙伴关系和经济联系奠定了坚实基础。**

展望 2026 年，一个日益清晰的事实浮现在人们面前：**即使自身增长放缓，随着在海外“再造一个中国”趋势的发展，中国仍将创造出巨大的价值。**

（来源：春华资本集团，作者：朱宁教授）

5 意见领袖

AI 仍被低估、并购市场迸发：邝子平、唐葵详解创投新机遇

“今年是股权投资市场充满信心的一年，无论是二级市场退出的优良表现还是 DeepSeek 迅速崛起对中国科技发展带来的信心，都有效提振了行业的确定性，我们相信行业未来一定会迎来更好、更暖的投资大环境。”近日，在 2025 中华股权投资协会（CVCA）年会暨 PE/VC 高峰论坛上，CVCA 前理事长、启明创投创始主管合伙人邝子平谈到对股权投资行业发展态势的看法。

据了解，CVCA 成立于 2002 年，是中国境内成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。根据 CVCA 发布的 2025《CVCA 社会经济贡献调研报告》，其 59 家会员机构总管理规模达 9.9 万亿元人民币，已投资中国企业约 5000 家，累计投资金额约 3.2 万亿元。

本次年会恰逢协会换届，方源资本董事长兼首席执行官唐葵接棒成为新任理事长。值此交替之际，邝子平与唐葵接受 21 世纪经济报道等媒体的专访，围绕美元基金回流、AI 投资机遇、并购市场前景等热点话题，分享一线研判。



美元基金对华投资将呈稳步回升态势

《21 世纪》：过去几年，由于地缘政治因素的影响，美元基金出现了品牌独立分拆等现象。但现阶段，外资回流的积极信号也在不断出现。您对美元基金投资中国市场的趋势有怎样的观察？

邝子平：CVCA 有很多会员单位在管理美元基金，且是行业里活跃的机构，确实有一定的代表性。

我们看到，从投资端看，过去两年中国市场的政策支持层面在吸引美元、吸引外资方面是向好的；从募资端看，对于尤其是科技领域投资的美元基金来说确实滑坡比较厉害，但是在一些与科技或者敏感的科技领域没有太多直接关系的方向上，情况有点不太一样。

与地缘政治无关的，仅仅是从来自于海外资本对中国市场的兴趣这个角度来看，我认为是在回暖的过程中。未来的两三年，我还是比较有信心，在中国的宏观经济、中国的退出市场越来越好的情况下，美元在中国的投入还是会越来越有潜力，滑坡现象起码会止跌，甚至慢慢会有一些回升的。

唐葵：过去数年，受新冠疫情影响，全球各地人员往来有所减少。近年来，随着中国等国家进一步优化免签便利措施，境外投资人与游客已呈规模性回流，这种态势非常明显。

这一变化意义深远，因为 2020 年至今，相当数量的海外人士没有来过中国，信息隔阂下易形成刻板印象。一旦亲身到访，多数外商会对中国式现代化程度与创新能力感到震撼，认为这是一个非常漂亮、发达、具有创新精神的国家，并且有着巨大的消费市场。

不论是外资基金出资人还是大型外资企业，正逐渐恢复对中国市场的投资。同时国家多部门协同发力，以更高水平开放为导向，持续优化外资准入与便利化政策。可以预见，外资对中国市场的投资将越来越大。

《21 世纪》：为了更顺畅地推进美元基金投资中国市场，CVCA 这些年做了哪些方面的工作？

邝子平：在 CVCA 的会员机构中，既有大型跨国基金在亚洲（含大中

华区)进行配置的美元基金,也有本土成长起来、出资人遍布全球的美元基金。对于会员机构来说,我们不需要去粉饰一个非常漂亮的中国故事,但是我们希望向国际出资人讲好一个未被歪曲的中国市场的故事。

因此协会已连续多年在年会前夕,组织理事单位及会员拜会与行业密切相关的机构。这件事对于我们将一手的信息传递到世界各地的投资人当中,对于他们的资金持续地投资到中国,是非常重要的。

唐葵: CVCA 始终跟相关部门保持着密切沟通, PE/VC 的发展对经济增长是有利的, 外资加大进入中国市场也充满积极意义。同时, 伴随股权投资行业持续发展, 协会希望就制度设计、政策监管细则等议题, 持续向主管部门反馈一线实践、提供前瞻性建议。CVCA 将一如既往发挥桥梁纽带功能, 为构建更加健康、成熟的市场生态贡献专业力量。

中国 AI 企业仍然整体被低估

《21 世纪》: 近年来, AI、机器人等赛道融资火热, 但也面临商业落地的问题。在投资这类早期项目时, 您会更加注重技术原创性还是商业化潜力? 是否会有一些非常规的指标, 比如创始人的个人魅力等等?

庠子平: 从 VC 的角度我们关注科技的驱动带来的巨大的、革命性的产业飞跃。因此一些趋势性技术的发展, 对于我们的投资方向的影响很大, 包括技术驱动推动的人工智能、生物医药特别是 AI 与之结合、医疗器械等领域的进步。

我们是坚定不移地看准了一个技术的大趋势之后, 即便是没有清晰的商业场景也会投资。事实上, 技术驱动的这些投资, 在早期未必就已经有一个很清晰的商业场景, 因此我们需要对某些面向未来的技术的落地做出“想象”。

如果我们每次投资这些革命性的科技时, 都必须已经有一个实实在在的应用场景, 那很多早期科技的项目我们都不敢去投资了。

除了创始人的能力、道德等一些基本的要素之外, 在一些高募资需求

的项目上，的确创始人是否有企业家精神，能够在市场上把美好的愿景、优秀的技术传递出去，不断融到公司发展所需要的下一轮的资金等等，对企业的发展也是非常重要的。

《21 世纪》：在过去一年里，您认为哪些赛道的投资潜力是被低估的？

邝子平：生物医药这个板块是被低估的，所以在过去的 12 个月，我们在这个领域里面的投入可能是历史最高。生物医药板块经历了 2021 年至 2023 年的高歌猛进后，在去年进入行业低谷期。对于投资机构而言，并非需要对优秀的初创企业“抄底”，而是确实这些企业需要资金继续发展。市场趋冷让估值体系回归理性，为真正有辨识能力的投资机构提供了入场机会。

此外，中国 AI 企业的估值整体而言仍是被低估的，当前一家很优秀的中国 AI 企业的估值还比不上美国一家不错的 AI 企业的单轮融资额。如果未来 AI 就是中美两大巨头的竞争，中国在 AI 方面的投入估计不到美国的 1/10。从整个行业的估值上中美对比的话，还有很大一个成长的空间。这背后有几个方面的原因，一个是跟市场上资金的供应量有关，另一个是跟我们的容错机制有关。

海外并购仍存在巨大窗口期

《21 世纪》：今年以来，我们看到外资消费品牌集中剥离中国资产，除了已经落地的博裕资本收购星巴克中国、CPE 源峰控股汉堡王中国，还有哈根达斯、迪卡侬、宜家等正在出售中国业务。您如何看待这种现象，明年是否仍然会持续？

唐葵：这个现象很值得关注，改革开放四十余年来，跨国公司在华发展呈现两种趋势。有些跨国公司在中国落地生根，非常本土化，并且在持续加码投资。还有些跨国公司则有些“水土不服”，其并非对中国市场丧失信心，而是发现本土市场竞争激烈，并且与全球范式差异过大，自身治理半径难以覆盖。

对这类跨国公司来说，他们通常有三种做法。一是自己想办法把它做

好。二是引入懂中国、会增值赋能的本土合作伙伴，保留部分股权，共享成长。三是干脆一次性出售中国业务股权。

我们看到，选择完全退出的跨国公司仍然是少数。因为中国市场是非常巨大的，对任何跨国公司的全球董事会来说，都很难做出完全退出中国市场的决定。所以，我们认为，外资品牌剥离中国资产的现象值得关注，个案还会继续涌现，但不会大规模发生。

《21 世纪》：中国 PE 机构在海外做并购的案例也层出不穷，方源此前曾经联合安踏、腾讯等，收购始祖鸟母公司亚玛芬，今年也有新的海外并购案例。您认为中国 PE 机构参与海外并购的核心优势是什么，现在做海外并购有怎样的机遇与风险？

唐葵：做海外并购还存在很大的机会窗口。过往，中国企业是在国内把东西生产好，然后卖到海外，这是出口。现在，中国企业在进行更高维度的出海尝试，就是把中国企业变成真正的全球化公司，让法国总部雇法国人、印尼工厂用印尼人，像欧美跨国企业一样，在全球各地去配置资源、经营品牌、整合技术。

我们看到，中国公司发展成为全球化公司，已经是一个大的趋势。在此过程中，中国企业需要去海外进行收购，PE 基金则能够起到非常重要的助推作用。

首先，国内公司非常清楚自身的缺口，或者想去哪个重要的市场发展。PE 基金可以利用自身在资本市场经验，帮助中国公司寻找最适合收购的标的，并进行相应的谈判。

第二，海外并购是非常复杂的事情，从尽职调查到杠杆融资、反垄断审批，中国企业如果都自己做是容易踩坑的。PE 基金有着在不同国家做海外并购的丰富经验，形成了成熟的流程体系，做这件事情更具有优势。

第三，很多中国企业面临外汇储备不足的难题，可能账上只有两千万美元，却想收购两亿美元的公司。PE 基金可以成为好的财务伙伴，共同出资实现海外并购的目标。

在投后阶段，其实中西文化差异、工作习惯差异是很大的，PE 基金既

懂中国又熟悉海外股东，可以帮助被并购标的与中国企业加速融合。

《21 世纪》：您如何看待 PE 控股公司尤其是控股上市公司的现象，这背后主要驱动力是什么？

唐葵：PE 控股上市公司目前仍是零星个案，这背后的驱动因素是鼓励行业整合，减少“多而散”的过度竞争，用资本手段把产能、渠道、研发集中起来。

操作层面通常三条路径，一是标的尚未上市，PE 机构控股的谈判空间最大。二是已上市公司退市后再进行控股，在海外市场，私有化是经常发生的。三是保留上市地位直接取得控股权，这在操作层面有一定复杂度的。

无论何种形式的控股操作，都需要企业构筑好护城河。护城河的意义在于摆脱同质化：如果各家产品、技术、成本线几乎重合，没有差异化屏障，就只能降价抢单，利润越削越薄，研发资金随之减少，造血机制被掏空，行业长远发展无从谈起。

政策鼓励并购，核心是通过并购整合减少低效重复的供给，让企业更加优秀，提升运营效率、技术研发投入、加快新品迭代，促进产业的升级。

（来源：21 世纪经济报道，作者：申俊涵，编辑：林坤）

两大知名投资人：AI 和生物医药被严重低估， 并购四大机遇呈现

“生物医药和 AI 这两个方向，我们认为被低估的。”在 2025 中华股权投资协会（CVCA）年会暨 PE/VC 高峰论坛上，协会前理事长、启明创投创始主管合伙人邝子平如是说。

除了投资方向外，邝子平和协会新任理事长、方源资本董事长兼首席执行官唐葵分别回答了关于并购层面、资金端变化等多个问题，两位投资界资深人士的观点，揭示了当前中国股权投资市场的重要动向。

根据 CVCA 发布的《2025 社会经济贡献调研报告》，其 59 家会员机构总管理规模达 9.9 万亿元人民币，已投资中国企业约 5000 家，累计投资金额约 3.2 万亿元。

本次 CVCA 年会传递的整体信号积极而务实。正如邝子平在开幕致辞中所说：“今年是股权投资市场充满信心的一年，无论是二级市场退出的优良表现还是今年 DeepSeek 的迅速崛起对中国科技发展带来的信心，都有效提振了行业的确定性。”

两大被低估的领域

在寒暖流交杂的 2025 年，价值发现成为投资机构的核心能力。

“生物医药这个板块是被低估的，所以在过去的 12 个月，我们在这个领域里面的投入可能是历史最高。”在 CVCA 年会期间，启明创投创始主管合伙人邝子平向投中网表示。

生物医药板块经历了 2021 年至 2023 年的高歌猛进后，在去年进入行业低谷期。对于投资机构而言，并非需要对优秀的初创企业“抄底”，而是确实这些企业需要资金继续发展。邝子平表示，市场趋冷让估值体系回归理性，为真正有辨别能力的投资机构提供了入场机会。

此外，尽管 AI 泡沫的讨论甚嚣尘上，但邝子平认为，中国 AI 企业的

估值整体而言仍是被低估的，当前一家很优秀的中国 AI 企业的估值还比不上美国一家不错的 AI 企业的单轮融资额。“如果未来 AI 就是中美两大巨头的竞争，中国在 AI 方面的投入估计不到美国的 1/10。”

邝子平进一步分析了估值差距的深层原因：市场资金供应量和容错机制差异。

邝子平用了一个生动比喻：“就像我们年轻时候上计算机课，一次十分钟，运算千万不能错，错了上机的时间就少了。”他指出，当前中国 AI 企业的状态也是如此，“它必须要在‘上机’前有更高的准确度和效率，才能用到非常珍贵的‘运算’资源”，而资金充足的美国企业可并行多个尝试，技术进步会更快。“如果我们能够投入更高，让企业能同时尝试多个方向，科技进步就会更快。”

并购市场的变化

本次 CVCA 年会释放的另一个重要信号是并购市场的活跃度提升。协会新任理事长、方源资本董事长兼首席执行官唐葵表示：“近期并购退出市场日益活跃，为私募股权行业在募资、投资及战略合作等方面注入了信心。”

当前并购市场也在发生结构性变化。方源资本是中国知名的并购基金之一，其案例也反映了中国 PE 行业从成长型投资向控股型并购转型的趋势。比如，方源资本于 2019 年携手安踏体育完成了对全球户外体育用品领先企业亚玛芬体育的收购。

此外，IDG 收购优诺中国、方源收购 DQ 和棒约翰中国特许运营商 CFB，博裕收购星巴克中国业务等案例可以看出，这类“外资品牌中国业务调整”成为当前 PE 市场的重要机会。

唐葵指出当前中国并购市场呈现出四大机遇：

一是二代传承问题集中显现。唐葵谈到，许多家族企业面临二代接班难题；二是上市退出不确定性增加，并购成为更可靠的退出渠道；三是企

业战略聚焦和行业整合需求上升，多元化发展后的业务剥离创造投资机会。四是跨国企业中国业务分拆也带来并购机会。但唐葵认为，跨国公司完全退出中国的情况并不普遍，中国这么巨大的市场，对任何跨国公司的全球董事会都是重大决定。

“国际品牌携手中国本土化运营，投后增值可以转化为新一轮增长动能。”唐葵指出。

唐葵强调，并购机构从参股投资到控股型投资转变是顺势而为。“与VC投资‘从无到有’的逻辑不同，并购的核心是让好企业变得更好，这需要对企业全面升级。”

谈及如何衡量并购项目的成功，唐葵分享了其核心观点：成功的并购需要完成从“炒股人”到“所有人”的心态转变。他总结了三个关键层面：

一是组织升级，找到并补充优秀人才；二是产品管线清晰化，制定5年产品发展战略；三是品牌建设，从销售驱动转向产品驱动。

唐葵指出，中国企业原来是销售驱动，现在必须先把产品做好，让渠道为品牌所用，而不是在各个渠道血拼。唐葵以亚玛芬为例说明，通过并购后的持续投入和品牌建设，企业能够产生强大的造血机制，形成良性发展循环。

随着资本市场深化改革，PE基金控股上市公司的案例逐渐增多，这被业内视为促进产业整合、提升行业效率的重要路径。唐葵认为，虽然具体操作复杂度较高，但背后的产业逻辑是相通的——推动企业构筑“护城河”，培养核心竞争能力，避免同质化低价竞争。

“人民币基金是主导，但美元基金会止跌”

近年来，资金端的变化同样引人注目。

邝子平明确指出：“在未来一段时间里，市场上可投的币种、可投的资金，人民币会占越来越主导的地位。”邝子平认为，对投资机构而言，更为实在的命题是，如何将美元基金管理的经验与人民币基金出资人的诉

求更好地结合起来。

这一判断得到了多位与会投资人的认同。信宸资本高级合伙人信跃升也在会上提及：“人民币因低利率和定价权而更具优势，会成为私募股权行业所有募资人的主要目标。”

元禾辰坤主管合伙人徐清也从 LP 视角认为：“明年开始，人民币资金量会非常充裕，政府和国资是核心资金来源渠道，会对 GP 提出不同的要求。”

唐葵也表示，任何国家都不可能主要依靠国外资本作为 PE 和 VC 基金的主力。“本地的钱懂本地”，熟悉政策法规和产业生态系统，能够更有耐心地陪伴企业成长。

至于美元基金的发展，邝子平认为目前海外投资人对中国市场的兴趣在回暖，“未来的两三年，我还是比较有信心，在中国的宏观经济、中国的退出市场越来越好的情况下，美元基金在中国的投入还是会越来越有潜力，滑坡现象起码会止跌，甚至慢慢会有一些回升的。”

当然人民币基金崛起也带来现实层面投资策略的转变。当前人民币基金的发展仍面临诸多挑战。唐葵指出，从资金来源、监管法规到退出机制和税收政策，各个环节都需要进一步完善。CVCA 协会正在积极推动行业健康发展，解决这些难点问题。

（来源：投中网，作者：黎曼）

2025 CVCA 年会暨 PE/VC 高峰论坛成功召开

12月3日，2025中华股权投资协会（CVCA）年会暨PE/VC高峰论坛在北京举办。CVCA成立于2002年，是中国境内成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织，云集了众多行业开拓者与领军者。多年来，CVCA始终致力于推动中国股权投资行业的健康发展、为行业发声！在此次高峰论坛上，数十名中国顶级投资人及专业人士分享了各自观点，在五个主题分论坛中，分别从PE/VC、LP/GP等不同角度，深入探讨宏观趋势及市场应对策略，前瞻发展新机遇。

本届年会现场重磅发布了2025《CVCA社会经济贡献调研报告》，本次报告覆盖CVCA理事机构及常规会员共计59家，按照管理基金的币种划分，5家（8.5%）机构为纯人民币基金管理人，12家（20.3%）机构为纯美元基金管理人，42家（71.2%）机构为双币基金管理人，总管理规模约为9.9万亿元人民币。

调研数据显示，CVCA会员机构已投资中国企业数量约5000家，累计投资金额约为3.2万亿元人民币。投资行业和领域极为广泛，涉及国民经济的方方面面。不仅有高科技产业，互联网、移动互联网、智能制造、企业服务、生物科技、医疗健康、人工智能、5G及通讯、绿色环保等，也涵盖人们衣食住行的各个细分行业，包括新消费、国潮品牌、新能源汽车、现代农业、旅游出行、文化体育、家居连锁等。其中，医疗健康、企业服务、生产制造、电子商务、金融、汽车交通、人工智能等行业，投资占比均超过六成，是股权投资通过资金支持、资源整合及战略引导，为我国实体经济注入发展动能的全面体现。

中华股权投资协会理事长、启明创投创始主管合伙人邝子平在论坛现场致开幕词时表示，今年是股权投资市场充满信心的一年，无论是二级市场退出的优良表现还是今年DeepSeek的迅速崛起对中国科技发展带来的信心，都有效提振了行业的确定性，我们相信行业未来一定会迎来更好、更暖的投资大环境。

中华股权投资协会新任理事长、方源资本董事长兼首席执行官唐葵表示，CVCA成立23年以来，一路伴随着中国私募股权行业的发展，也见

证了中国众多 VC、PE 投资机构的成长。我很荣幸有机会与协会众多优秀的同仁们携手，共同致力于推进中国私募股权行业更好、更快发展。未来，我们将积极推动协会理事、会员单位与政府监管部门间的沟通与互动，也诚挚的倡议 CVCA 理事、会员及全体工作人员能各尽所能、通力合作，共同为中国私募股权行业的长远、健康发展献计献策。

分论坛一：PE 看宏观趋势和行业策略

今年以来，随着外部环境变化带来的不确定性影响加深，经济稳定运行面临一定挑战。全球私募股权市场在 2025 年初延续了复苏势头，但全球关税调整对各国经济产生了深远影响，为市场注入了新的变量。中国优秀投资人如何能正确预判国内外宏观趋势并制定有效的投资及应对策略？从中长期看，PE 都看好哪些行业及布局哪些赛道？作为 GP，如何向 LP 解读中国未来 PE 投资的前景？**亚投资本首席执行官及创始合伙人刘二飞、太盟投资集团（PAG）中国董事长邱中伟、晨曦东方创始人、董事长/TPG 前中国区董事长孙强、KKR 投资集团合伙人孙铮、方源资本董事长兼首席执行官唐葵、信宸资本高级合伙人信跃升、摩根路易斯律师事务所北京办公室主管合伙人张宁**，进行了主题为《PE 看宏观趋势和行业策略》的深入探讨。

刘二飞：2025 年，我们仍将面临宏观经济与地缘政治带来的多重挑战。但值得关注的是，年初 DeepSeek 的横空出世，不仅引爆了全球投资人对中国资产的重估与信心修复，更为二级市场的估值重塑及退出渠道优化释放出积极信号。

邱中伟：随着中国经济逐渐向底部资产价格靠拢，整个市场的活跃度还会有很大的提升。未来，并购基金会有很大的增长空间，首先，并购基金不是特别多，竞争没有美国厉害；其次，目前中国的核心利率下降的很快，会带来更好的经济回报。最后中国企业行业整合和管理提升的空间比较大，并购基金回报总体来说能维持在比较好的水准。

孙强：2025 年中国两大领域迎来正面积积极的发展，医疗创新药研发突飞猛进，美国 FDA 批准的新药，2018 年，来自中国研发的药品只占到 1%，

到 2025 年，来自中国研发的药品占据 20% 市场份额。另一个是 AI 领域，我们拥有又快、又好、还便宜的数据中心生态及服务器，中国的科技加上强制造，不断的增强了所有投资人的信心。

孙铮：KKR 作为一家外资 PE 机构，专注于长线投资，在中国的投资聚焦于消费和零售等领域。在这些较传统的行业中，即使整个行业增长放缓，甚至有一些子行业没有增长，但仍然可以看到一些优秀的企业会创造出非常好的业绩。在中国做 PE 投资尤其是并购投资，回报的来源正在逐渐从整体行业的增长（Beta）转向具体被投企业的出色表现（Alpha）。宏观方面短期的挑战是存在的，但作为中国这么大的一个市场，未来的潜力是无限的，我们对中国保持长期的关注。

唐葵：近期并购退出市场日益活跃，为私募股权行业在募资、投资及战略合作等方面注入了信心。当前，IPO 节奏放缓、跨国企业分拆、国内产业整合以及中国企业出海，均为并购投资带来多重机遇。

信跃升：自今年以来，中国私募股权行业已明显感受到市场的向好趋势。之前一段时间，中国资产是被严重低估的，而现在正是中国资产被重新定价的好时候。人民币因低利率和定价权而更具优势，会成为私募股权行业所有募资人的主要目标。同时，人民币会有较大的升值空间，中国会迎来更有竞争力的大环境，我们也在积极努力的加大投资强度。

张宁：今年以来，二级市场的价值重估对一级市场起到了正向传导的效应，在不少的 pre-IPO 和 IPO 基石热门项目上已经重新出现了头部机构抢投资额度的情形；港股 IPO 和二级市场的持续发力，也带来了很多私募股权投资侧的变化。长期来看，中国企业、中国创业者的出海和全球化是未来的主流，特别是 AI 和生物医药这两个领域尤其明显。

分论坛二：VC 看宏观趋势和行业策略

回顾过去一年，前三季度投资增速放缓是经济转型期的必然现象，结构优化的信号比增速本身更值得关注，新质生产力发展将继续创造新的增长点。一段时间以来，VC 行业整体在募投管退各个环节都经受了一定的

压力，LP 募资难、VC 的项目周期整体被拉长。在充满多重挑战的当下，头部 VC 机构会有什么样的应对策略？如何坚守？如何破局？在新全球化的大背景下，全球产业链重构、地缘摩擦、技术和贸易壁垒都在持续变化，中国 VC 机构的全球化策略会怎样演进？资本市场持续调整变局中的热门赛道（AI、机器人、能源、出海等）将何去何从？BAI 资本创始及管理合伙人龙宇、君联资本副董事长陈浩、启明创投创始主管合伙人邝子平、愉悦资本创始及执行合伙人刘二海、金沙江创投主管合伙人朱啸虎、高锐律师事务所合伙人张睿元，在主题为《VC 看宏观趋势和行业策略》的讨论中，表达了各自独到的见解。

龙宇：我对中国的比较优势充满信心。今年我大半时间穿梭于美国、欧洲、拉美和东南亚，见证了全球经济的不同景象。中国所面临的挑战相对较小，一直在以惊人的速度推动创新进步。中国拥有全球领先的制造业基础，数以百万计的中小制造企业通过数据化与 AI 赋能，迎来柔性制造能力的历史性突破。中国的市场广阔、多元而复杂，不存在 Niche Market；中国企业家的能力日渐成熟，带动企业素质的提升，这都为我们带来了更多具体且结构化的机会。

陈浩：面对中国经济的转型及大国间的科技竞争，科技创新是未来中国的主要发展方向，创业投资会成为推动科技创新领域的重要力量。经过 20 多年的互联网包括移动互联网的普及与应用，“IT+ 人工智能”及“发达的制造业 + 人工智能”，中国人工智能的应用未来一定能在全世界占据领先地位。

邝子平：中国作为一个巨大的经济体在全球占有举足轻重的地位。近年来，中国企业家个人的综合能力、企业家精神提升非常明显，这些因素都传递了积极、乐观的信号。AI 及医疗行业前景广阔，是未来的重点发展领域，这已成为股权投资行业人士的共识。同时，AI 企业在发展中面临着大量资金需求，尤其在基础设施建设、研发推进和规模化扩张等方面。

刘二海：技术和创新是持续性的社会变革动力。网络经济的影响力有目共睹。AI 经济不是互联网经济的简单延续，而是更加广泛的生产力跃迁，表现为从自动化到自主化。AI 经济新的生态正在演进，“生而全球化”企业快速涌现。中国创新领域的投入资金，还有很大的增长空间。

朱啸虎：在每一个细分领域里面，中国创业者都在遥遥领先其他国家的创业者，VC 还是有很多好的投资机会的。AI 在应用层面即将迎来更多机会。中国 AI 企业在产业链和生态上具备巨大优势，有可能打造差异化产品，从而脱颖而出。

张睿元：面对宏观经济局势及地缘政治的各种挑战，中国的创业者和企业经营者展现了快速应对的能力，这样的精神和能力，让我们对中国市场能保持良好发展充满信心。中国企业还通过“走出去”得到更多的商机，中国的产品已经由单纯的性价比提升到有自己的品牌形象，能借此打开新的市场，建立全球化企业形象、实现快速发展与增长。但出海的同时也会面临诸多挑战，了解当地法规政策环境与合规经营是非常重要的。

分论坛三：LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP

当下，中国私募股权投资领域正面临着机遇与挑战交织的历史性时刻，LP 作为行业重要的参与者与发展的见证者，对投资策略及赛道有哪些新的思路？在全球与亚洲重新平衡配置时，美元 LP 对中国投资策略和预期回报发生了什么样的变化？人民币 LP 在当前市场化资金偏紧的情况下，对 GP 募资的建议是什么？相对今年火热的二级市场，一级市场释放出了哪些积极信号？自去年以来，随着国内一系列利好外资股权投资政策的接连发布，LP 对监管机构又有何期许与建议？TPG NewQuest 合伙人王岱宗、华平投资董事总经理、中国私募股权投资联席总裁方敏、汉领资本董事总经理、亚太投资联席主管夏明晨、元禾辰坤主管合伙人徐清、国寿资本副总经理兼股权投资中心总经理张玢、中伦律师事务所资深合伙人陈芳，在《LP 如何看待融资策略及如何衡量 GP》主题论坛中，深入探析未来投融资发展新方向。

王岱宗：今年 AI 等科技的迅速发展和二级市场的火热行情，都对一级市场释放了积极信号。更多的并购型交易机会，以及 S 策略持续的发展对退出管理和 DPI 的改善提供了帮助。投资端与退出端这些积极的变化向募资端传递时会存在滞后效应，同时受地缘政治及宏观环境的影响，GP 在募资方面仍然面对挑战，真正的拐点还没有到来。

方敏：2025 年最重要的变化是资本市场恢复赚钱效应，港股起到了很好的带头作用，它相对宽松的 IPO 环境，给机器人、AI 赛道，高科技板块带来超出大家预期的优秀估值表现。从全球来看，中国现在还处在一个非常低息的环境中，是做并购交易的投资窗口期，现金流比较好的被并购标的，有很大的成长空间。但市场最核心的还是基金的业绩回报，真正让 LP 赚到钱，才能够看到整个市场的恢复。

夏明晨：从今年下半年开始，很明显的感受是投资人的情绪很好，跟去年相比更加积极乐观，这跟资本市场的良好表现是分不开的。中国 PE 基金现在的回报与 2021 年的高点相比，虽然没有得到全面改善，但随着今年二级市场的良好表现，利好会在明年陆续反映出来，这是一个非常积极的背景变化。投资回报从账面上得到体现，退出也有明显的好转。募资的环境在过去几年是面临一定的挑战和困难的，特别是关注中国的美元基金。从近期的募资市场观察到，中国一些头部的美元基金从去年下半年到今年，已经成功地关闭了他们最新一期的基金，但新基金规模缩小是普遍现象。

徐清：中国股权市场迎来全新时代的开启，会有不同的新机遇。人民币 LP 已经非常清晰地看到了中国并购市场的崛起，早期创新的高科技企业及后端的医疗、消费、制造业都是 FOF 基金关注的重点。国内目前做并购的人民币的团队有限，现在进入的团队能够在未来的并购市场里有更好的尝试和更多的成长空间。明年开始，人民币资金量会非常充裕，大家面临的是政府和国资的核心资金来源渠道，会对 GP 提出不同的要求，GP 更多需要考虑在目前的大环境下做出什么样的改变和调整，来适应整个市场的宏观变化。

张玢：今年最大的变化，宏观层面“科技立国”不再是一个口号，而是正在走向现实，中观层面行业已经回暖，数据和体验都可以验证，微观层面作为一家保险资金 GP，我们今年投出的项目数量及规模接近去年的三倍，主要聚焦在新兴产业落地和卡脖子领域。针对 GP 募资策略，建议拓展多元化渠道，对保险资金需求有深刻洞察。

陈芳：险资是人民币基金主要的投资人之一，险资合规标准，对于 GP 在信息披露、准入门槛上会有一定要求，如外资 GP 刚进入中国市场的时候，要累积到足够的 AUM 才能去募集险资。产业投资人在人民币基金

募资时起到的作用越来越大，有很多 GP 会联合相关产业里的龙头企业去做产业的赛道基金，这类产业投资人与 GP 的合作，不仅带来资金，还带来相关行业的专业技术支持、项目源以及未来潜在的并购退出的渠道，是一个非常好的合作模式。

分论坛四：中国企业的国际化之路

随着国际市场竞争及地缘政治风险的日趋加剧，近年来的逆全球化思潮为中国企业国际化进程增加了多重阻力及不稳定性，中国企业的国际化之路在哪里？从长期看，中国企业“走出去”已成为国家战略的重要组成部分，应该会诞生更多的国际化跨国企业，但中短期会面临什么样的挑战？私募债权基金如何为中国企业国际化赋能？如何助力 PE 基金的国际化？EQT 合伙人崔桂勇、古玉资本合伙人李淳、高盛资产管理成长型和私募股权投资董事总经理施轶、艾瑞思资本管理合伙人杨志中、德勤中国私募股权行业联席领导合伙人付建超，就《中国企业的国际化之路》分享了各自的经验。

崔桂勇：改革开放 40 多年来，中国已经出现了很多优秀的国际化公司。中国企业国际化，长期来看是必由之路，挑战是在中短期。特别是近年来，受地缘政治影响，中国企业“走出去”的过程中也遇到了诸多新的挑战。

李淳：中国企业出海及国际化布局，需要结合自身所处阶段与行业特性来制定策略。例如偏硬科技类的无人机产品，无论从产品研发，飞控或管控系统还是整个供应链体系，在全球来看都是极具竞争力，以先发优势进入海外市场，获取市场份额的同时也有机会参与当地行业的标准制定，是很重要的扎根基础。而以快递服务为代表的服务网络型公司，其国际化路径是比较多元的，有自建的方式，也有合作合资的方式，或者直接用并购的方式去获取整个服务能力。

施轶：中国企业出海已经进入到了新的阶段，很多企业从“全球工厂”转向为“全球竞争者”；不再是简单的输出产品，而是在全球市场全方位的保持竞争力。输出的产品更是从低附加值转变为高附加值，有更高科技含量，而且输出的不仅仅是产品，越来越多转向服务、知识产权和文化内容，

这些都是让人非常欣喜的变化。中国企业出海时，要关注有国际化视野、跨文化沟通能力的人才储备、本土化运营以及通过多国收入组合和供应链布局来平衡风险。

杨志中：中国企业国际化的必要性和紧迫性是不容置疑的，最近流行的一句话是“不出海就出局”，实际上，出海不一定是无奈之举，更多时候是主动的选择。我认为，不仅企业出海是大趋势，基金管理机构出海也是大趋势。在过去的30年里，美国和欧洲的GP纷纷进入中国市场，对中国经济的发展起到了重要作用。而中国基金走出去，既可以在中国企业国际化的进程中助他们一臂之力，也可以通过投资当地优秀的企业，为投资者带来多元化的回报。艾瑞思资本管理近年通过几笔收购，获得在亚太区实物资产、私募信贷和私募股权投资领域的团队和能力，值得借鉴。

付建超：相对于中国企业在20年前伴随着经济持续高速发展时期的走出去，现在在中国经济走到转型升级的新阶段，企业的出海和国际化更具自身理性的选择，更加自主驱动，是一种更高水平的走出去，值得鼓励和更好的支持。在这个阶段，相对来说企业面临着更加复杂、更具挑战的和不确定性更大的宏观经济环境，企业面对的是不熟悉的地域、文化、法律和监管环境，企业的合规风险和难度也在加大，所以企业管理者应该寻求专业机构的支持，为中国企业的出海和国际化保驾护航。

分论坛五：新领域新趋势

2025年全球AI市场规模增长迅速，股权融资和交易活跃度稳步回升。中国AI产业在教育、医疗、文化创意等领域应用加速落地。未来三年，最值得关注的新赛道是什么？AI赛道正从“卷模型”转向“卷落地”，投资人如何判断及甄选真正能产生商业价值的AI公司？国产机器人与AI的融合技术正在加速发展，距离“可规模化”还有多久？今年以来，随着国产机器人加速出海，国产芯片替代，光伏、储能、新能源供应链在全球竞争格局的变化，哪些是现阶段硬科技投资中的“大拐点”？**创世伙伴创投**合伙人梁宇、**光合创投**合伙人蔡伟、**纪源资本**管理合伙人李浩军、**集富亚洲**管理合伙人潘瑞婷、**创新工场**管理合伙人杨小龙，全面解读了《新领域新趋势》。

梁宇：关于 AI 领域，去年我们还在探讨模型端，到今天 AI 产业已深入到各个领域的应用落地，发展势头猛不可挡。中国的科技创业者经过十来年的内卷发展，无论是机器人还是 AI，结合我国强大的制造业生产力是极具竞争优势的。

蔡伟：今年是 AI 产业变化非常大的一年，出现了很多标志性的事件。我们把重点放在了 AI 应用端垂类上（垂直类应用），面向全球市场，这些是 AI 创业公司非常好的发展机会。中国目前在具身算法、真实数据采集和工作场景应用层面均具备很好的优势，具身这个赛道以后有可能会出现世界级的公司，拥有广阔的发展前景。

李浩军：三年前，AI 产业我们是去投算力，因为那时算力是 AI 大趋势的基础。在未来 1-2 年内，AI 应用生态会迎来极盛的繁荣期，不论是算力还是模型，最终一定要有很丰富的应用生态，只有大量的使用，才能撑起整个生态持续健康发展。2026 年 AI 行业整体会比现在更乐观一些，应该能看到更多更好的案例及成果，推动行业走的更远更稳！

潘瑞婷：今年是 AI 产业飞速发展的第三个年头，大家都开始讨论 AI 应用落地的更多机会。短期看好的是 AI 应用落地如何提升各个行业的效率。但长期来看，一定是 AI 原生和 AI for Science。作为创投机构长期去看这个行业，要准备 5-10 年以上的周期，整个 AI 的技术架构是不一样的，它需要的 AI Infra 各个方面的架构也都不一样，布局类似的 AI Infra 公司，退出的周期可能就要等待 5-10 年以上，但如果真的可以成就一家 AI 原生、AI Native 的成功企业，得到的价值回报是非常可观的，但同时也要面临很大的长周期挑战。

杨小龙：现阶段我国 AI 领域底层技术进展迅速是所有人的共识，并且在未来的两、三年内还会有突飞猛进的发展。过去四、五年，AI 硬件和软件的垂直应用已经普及在如制药、农业、生物实验、材料分析、数控加工等方方面面，并在未来几年还有新的应用突破。AI 更强的信息理解能力在解决人们更全方位的需求。在技术、应用、人才储备这三个维度，中国 AI 已形成了难以短期复制的竞争优势。

协会/简介

中华股权投资协会（CVCA）成立于 2002 年，是大中华区成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。协会依托国际化的背景，秉持独立性、专业性的理念，通过市场化运作，致力于推动创业投资和私募股权投资在大中华地区的健康、可持续发展。CVCA 现有逾百家会员公司，囊括了一大批国际国内最知名最具影响力的机构，包括凯雷、KKR、华平、TPG、鼎晖、贝恩、弘毅、高盛、红杉、IDG、启明创投、春华资本、方源资本、中信资本等等。截止目前，CVCA 会员机构管理的大中华地区美元基金约 370 支，总额近一万亿美元；人民币基金约 1170 支，总额超过两万亿人民币。他们拥有世界一流的投资经验和金融人才，经过全球不同地区和不同经济周期的历练，回归深耕中国市场，并成功投资于大中华地区的众多行业领域；他们致力于在中国大陆推动中国私募股权市场的繁荣和行业发展，同时也为众多最具创新性和成长潜力的公司带来快速发展机会。



地址：北京市建国门外大街1号国贸写字楼1座31层3108室

电话：86 10 6505 0850

邮箱：info@cvca.org.cn

网址：www.cvca.com.cn