

# 中国私募股权投资创新专题

## 募资渠道&产品设计

2014 年 08 月



## 前言

常言道，“兵马未动粮草先行”，对于中国 VC/PE 机构而言，拥有充沛的“弹药储备”是其顺利开展投资业务的核心保障，尤其是在中国资本市场制度红利稍纵即逝的大环境下，能否顺利募资成为各机构的首要重任。近年来，伴随着中国 LP 市场的不断进化，传统以高净值个人为主的 LP 架构格局已悄然发生变化，募资机构化已成为行业变迁的标准风向，在此过程中，以创始合伙人人脉+银行代售的组合模式逐步弱化，而投资机构自建财富管理中心、借道基金子公司、拉拢实业资本、发放中小企业债乃至以 GP 架构登录资本市场等创新举措陆续登场，与此同时，为配合募资效果，越来越多机构加大探索尝试结构化产品架构设计的力度，国内募资市场步入前所未有的创新大时代。为了更好剖析中国 VC/PE 市场募资渠道和产品架构设计变迁轨迹，投中研究院特推出本期创新专题，通过回顾过往募资渠道和产品设计的创新历程，分析其背后核心推动力，展望未来发展趋向，以供各位参考。

投中研究院 宋绍奎

2014 年 8 月

1. 循序渐进，中国版募资轨迹.....	4
1.1 中国 LP 市场在盲动中成长 .....	4
1.2 第三方机构发挥担当重任 .....	5
2. 因地制宜，在借鉴中成长.....	6
2.1 自建 PE 系财富管理中心 .....	6
2.2 借道基金子公司通道.....	7
2.3 发行中小企业债券.....	8
2.4 长青基金—可遇不可求.....	9
2.5 与一代企业家共创辉煌.....	9
2.6 拉拢实业资本集团.....	10
2.7 取道资本市场募集资金.....	10
2.8 结构化产品设计探索加速 .....	11
3. 固本溯源，回归投资本质.....	13

## 1. 循序渐进，中国版募资轨迹

中国式股权投资模式和欧美模式有着截然不同的差异，在价值投资之外，能否抓住国内资本市场制度改革红利稍纵即逝的机遇是考验各家投资机构管理团队实力的关键所在，在此期间能否有充沛资金保障恰恰是实现管理层投资战略的核心之处。投中研究院认为就国内募资市场特点而言，针对不同募资阶段可以用以下几个关键词来表征：

首批募资“靠刷脸”，此时国内募资市场处于起步状态，决定成败的关键在于核心团队在 LP 群体中的信任度，对于很多机构而言，核心团队的一通电话之后大多可完成初次募资的计划；

次批募资“拼关系”，随着募资市场日趋升温，早期渠道已经无法满足日益增长诉求，能否借助机构投资人、第三方服务机构扩充实力是重中之重，而且很多其投资人的出资条件互为前提，在此过程中能够在合适的时点安排好不同渠道的协同募资尤为重要；

后续募资“看业绩”，对于投资者而言，收益回报比率是表征其前期投资决策的绝对标准之一，首批投资基金的清算成绩可为前几年的工作做一份概要总结，虽然无法表征该团队未来潜在投资业绩，但至少可以作为对其既往能力的有效判断。

伴随着大部分投资机构经过第一轮基金清算期，用量化指标考核投资团队实力已经有规可循，这便是中国私募股权投资市场募资的真实写照。经过一轮波浪起伏之后，中国市场的募资环境依然总体趋紧，造成 LP 投资热情低迷的关键因素在哪里？

---短期高回报梦想被打破！

曾几何时，眼红于数倍乃至数十倍的短期超高投资收益，大量非理性资金涌入市场，“期限错配”+“风险错配”构建一个注定破灭的全民 PE 神话。在无限风光背后，万余投资项目滞留机构手中，大量赶潮流而成立的投资基金站在股权投资舞台的边缘摇摇欲坠，如何生存？而退出业绩的尴尬进一步加剧了募资市场的无奈，进而推动投资机构以更清晰的目光把握投资潮流趋向，探索更加适合的募资渠道。

### 1.1 中国 LP 市场在盲动中成长

中国私募股权投资行业起步于上世纪九十年代，于本世纪初期步入快速成长状态，伴随着主板、中小板、创业板的开放，国企改革、Pre-IPO、大并购等投资模式相继涌现，私募股权投资市场逐步进化成型，成为资本市场扶持中国中小企业发展的重要力量之一。

作为金融服务市场的一份子，庞大资金池储备是保障后续工作顺利开展刚性诉求，资料显示，在欧美成熟 VC/PE 市场中，养老基金、FOFs、大型企业财团等机构投资者是最核心资金来源。而国内市场由于发展历史较短，在弯道超车阶段其 LP 组成架构与国外市场相比有着明显差异：早年间机构投资者稀少，在国内最为活跃的 LP 是江、浙、沪、晋、粤、京等地区较为富裕的高净值个人。

换言之，在此阶段具有一定风险承受能力的市场化资金在 LP 市场中话语权较弱，更多资金源于政府行政调配意志或者短期内以套取制度红利为目的快钱，这与股权投资市场的中长期风险投资特征相悖，此“资金错配”模式在 IPO 发行体制频现波折的环境下遭遇严峻考验，老基金 GP-LP 关系纠纷与新基金募集难得话题屡见不鲜。

近四五年来，社保基金、保险资金陆续放开对参与 PE 投资的限制，从资金体量上看，为中国 PE 市场注入数千亿的资金规模，但实际上由于传统体制束缚、保险机构特殊考核规则以及国内 PE 市场不成熟等原因，如此大体量的资金池开放仍属于雷声大雨点小的状态，股权投资机构全面推进机构化募资的目标并未实现，只是在局部市场中得以展现。

在这种情况下，保障募资是国内众多 VC/PE 机构的核心重任，除了依靠核心团队的人脉资源外之外，高薪聘用募资团队的探索不断提速，无论是内部渠道募资还是借助外部第三方资源，面对水涨船高的代销费用、LP 关系维护费用等募资成本，不少机构望洋兴叹，很多大型基金的募资计划一再延缓，“生不逢时”的感叹话语时常在市场内飘过……

## 1.2 第三方机构发挥担当重任

面对僧多肉少的募资市场困境，协作式募资套路颇受投资机构青睐，在自身直接募资渠道之外，借助第三方渠道已是绝大多数投资机构募资的必经之路。目前国内主要渠道为银行、证券、第三方理财机构、信托、FOFs，九鼎、赛富、德同等诸多机构都与银行渠道有深度合作。虽然受监管政策影响，商行柜台代销业务已被勒令叫停，但私人银行部门仍在运作，投中研究院掌握资料显示，当前多家银行与国内领先投资机构洽谈募资合作事宜，（稍后篇章进一步分析此类模式），这些现象传递出银行业意图在这一领域继续分羹的意愿。

除此之外，以诺亚财富为代表的市场化第三方理财机构在其中起到极其重要的作用。毋庸置疑，在目前市场状况下，第三方募资渠道的支持是近几年中国 VC/PE 募资市场快速膨胀的核心支柱。然而随着市场的发展和进化，第三方合作机构向上游渗透的意愿越来越强烈，为了加强风险控制和提高收益，第三方机构在严密保护 LP 资源的同时逐步向产品设计领域渗透，其与 PE 机构的合作变得越发微妙，部分过度依赖银行渠道和理财机构渠道的 VC/PE 逐步感受到越来越强烈的压力。

## 2. 因地制宜，在借鉴中成长

伴随着国内股权投资市场的变化，传统单一募资渠道正逐步发生变化。投中研究院认为，与欧美成熟市场相比，在国内现今融资环境下，获得中长期资金来源支持的难度依然很大，总体来看在募资对象、募资方式方面的探索逐步加快，用各种办法探索建立中长期资金池储备，其中不乏建立机构投资者战略合作联盟、组建综合性财富管理中心乃至步入资本市场募集永续资金等创新举措，以下从多个维度查看探索近况。

### 2.1 自建 PE 系财富管理中心

如前所述，在强化募资实力的过程中，VC/PE 投资机构都尝试过加大内部募资团队实力，经过一段时间的磨练后，很多机构的募资团队陷入进退两难的尴尬局面，虽然鼎晖等少数机构已建立较为完善的机制，但多数机构的财富管理中心色彩逐步淡化。一方面，整体募资市场处于近十年来的低谷期，中小机构很难获得大量“金主”的支持；另一方面，新业务开展亟需大量资金支持，虽然机构出资人日趋活跃，但受募资体制约束，大量个人投资人的支持不可或缺。

诚然，前两年自建财富管理中心类的业务部门对投资机构而言是募资压力下不得已而为之的举措。由于监管的政策和目前各种募资渠道的不可控性，机构自建财富管理部门核心目的是增强募资渠道控制力并降低募资成本。投中研究院 GP 专项调研成果显示，对于新人民币基金的募集，自行募集依然是 GP 首选，94%受访者将其作为可选募资渠道，这一比例相比去年有所增长，显示出 GP 对自有渠道的依赖有所加强。外部渠道来看，第三方理财机构和私人银行依旧是重要的募资渠道。与此同时，伴随着募资思路的转换，越来越多投资机构将更多精力和资源分配在投资者关系维护和拓展方面，其中自建财富管理中心是其中重要环节。

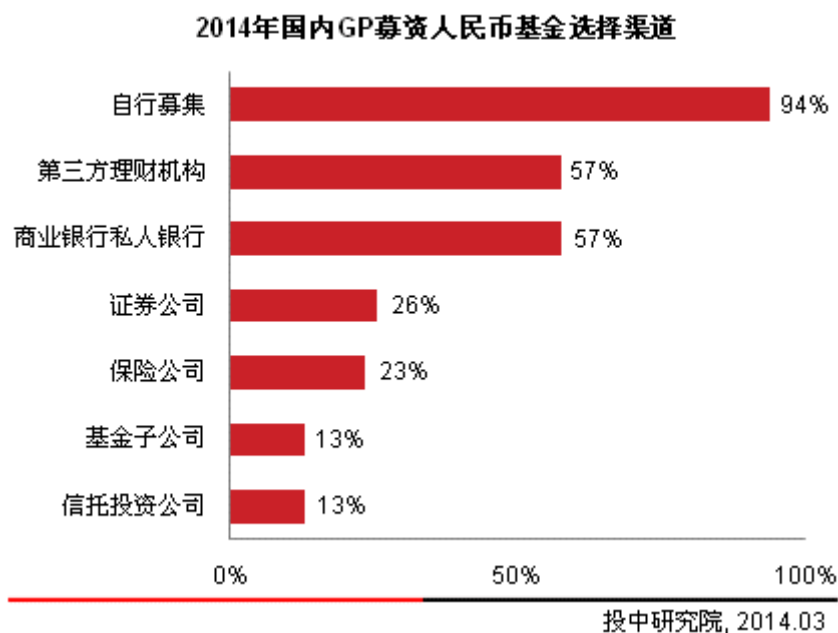


图 2.1.1 2014 年国内 GP 募资人民币基金选择渠道

投中研究院认为，当前 PE 系财富管理中心已朝两个方向发展：其一，以辅助部门的身份出现，围绕机构自身越来越庞大的募资需求，内部财富管理中心与外部第三方合作机构合力保障募资工作顺利实施；其二，以新业务的身份出现，在大资管理理念下，由股权投资业务向财富管理业务延展，构建多元化业务体系。无论选取哪种渠道，都对 PE 机构品牌影响力和团队专业运作实力提出高标准要求，就目前而言，只有少数机构能达到闯出一条新路，当然也不排除以 PE 机构参与投资或控股收购的方式将第三方理财机构纳入麾下。

## 2.2 借道基金子公司通道

2013 年，国信弘盛（深圳）基金近期募资 20 亿元，其中 3 亿元便是通过招商基金子公司招商财富以基金子公司专户计划形式进行募集，起点为 600 万元，期限为 5+2 年。此次，国信弘盛借道招商财富的意义在于，未来券商直投如中金佳成、平安财智、广发信德等机构均以及其他 PE 机构可通过基金子公司的通道，缓解募资的压力。

此前，证监会向各家证券公司发布“关于落实《证券公司代销金融产品管理规定》有关事项的通知”。通知表示，“考虑到合伙企业有限合伙份额形式的私募股权投资基金的监管机关和监管规则尚不确定，此类金融产品暂不纳入证券公司代销范围。银监会也向银行发出了售卖 PE 产品的禁令。两大监管部门禁令掐断了 PE 两大募资渠道，让不少券商直投



和 VC/PE 机构募资一度进入停滞状况。此次国信弘盛借道招商财富的尝试为不少券商系直投提供了新的募资方案。

专户计划在基金领域属于较为常见的产品，在产品本身并无太多创新之处，但通过基金专户产品募集 PE 资金属行业少见。此合作对于基金公司的确意义重大。在大资管的大背景下，各个平台业务的竞争异常激烈，大家都在寻找自己的独特进路和产品模式。如果可以广泛使用基金专户协助 PE 基金募集，无疑是为基金子公司的业务增加了新的思路。使用专户为一只基金募集更像是通道合作，但是如果可以通过专户募集资金投资多个基金，则成了天然的母基金业务，虽然基金子公司做母基金仍须在专业能力上补足，但这次实践操作无疑为开辟这一业务路线进行了很好的尝试。

## 2.3 发行中小企业债券

2013 年国务院及发改委曾发文，提出加大国家新兴产业创投计划实施力度、支持符合条件的创业投资企业发行企业债券，发改委要求加快审核专项用于投资小微企业的创业投资企业发债申请，支持符合条件的创业投资企业的股东或有限合伙人发行企业债券，用于投资创业投资企业。迄今为止，只有湖南高新投，广东粤科金融等少数机构发行此类债券。

从资金成本，募集方式而言，此类中期资金池（7-10 年期）对于改善创投机构资金流有很大作用。但此类发行门槛较高，一方面，这属于政府引导性质，除政府背景的创投投资机构参与外，市场化机构普遍反馈无意参加此类探索，另一方面，需要发行主体 AA 级以上信用，此标准进一步将有效范围进一步萎缩，故此类债券未来发行的数量不会太多。投中研究院认为，这是政府支持创业投资的一种有意义的探索，其模式有明显创新之处，但从市场应用角度看，短期内此模式很难大范围复制推广，期待未来能在审批环节进一步放开，让更多市场化的债券产品进入市场以鼓励 VC/PE 机构通过此模式获取资金。

\*\*\*\*\*

代表案例：

债券名称：2014 年湖南高新创业投资集团有限公司公司债券

发行总额：人民币 4.1 亿元。

债券品种的期限及利率：本期债券为 7 年期固定利率债券，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券在存续期内前 5 年票面年利率根据 Shibor 基准利率加上基本利差确定，基本利差区间不超过 3.76%，即簿记建档利率区间不超过 8.76%。



在本期债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调本期债券票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面年利率为本期债券存续期前 5 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

债券担保：本期债券无担保。

\*\*\*\*\*

## 2.4 长青基金—可遇不可求

基金存续期是多久？这是每个基金管理者被询问最多的问题之一。

三年、五年、七年……，多数基金会选择其一作为标准答案，除此之外也有不一样的答案。2005 年成立的高瓴资本(Hillhouse Capital Management)正试图将“长青基金”(Evergreen Fund)模式引入中国，凭借耶鲁大学投资基金办公室(Yale Endowment)提供的 3000 万美元起家的高瓴资本，到目前已 140 亿美元资产管理规模，IRR 接近 40%，其 LP 包括大学捐赠基金、家族基金、养老金、主权基金等在内的众多优秀机构投资者，在其超长期投资策略下，对优秀项目长期持有，已退出资金补充到基金池中继续投资，最大程度挖掘资本市场价值洼地的投资红利。

长青基金模式在海外较为常见，但在国内并不常见，这与国内资本供给环境有关，在当前大环境下，保险机构等中国机构投资者远不成熟，无论是市场化参与度还是内部考核体制都不足以支持在股权投资领域实施大比例资产配置，此模式只适用于个别可获得海外大型 LP 青睐的机构。而国内机构还需因地制宜选择中国式革新的长青基金之路，随后几种模式将重点探讨此领域的探索成效。

## 2.5 与一代企业家共创辉煌

前几年提起“Founder's Fund”概念或许还很难被市场认同，但眼下这种模式已经在股权投资领域受到越来越多的关注，以高榕资本为代表的新投资机构或新基金陆续在股权投资舞台上闪耀登场。以高榕资本为例，其资金主要来源于在互联网领域成长起来的第一批中国企业家，借助一代互联网大佬的经验和资源，挖掘互联网移动时代下的投资机遇。

作为一代成功企业家，无论出身互联网领域，还是医疗健康、节能环保等领域，都有类似的资产增值诉求，而股权投资恰恰是满足其诉求的重要方式之一，相对于其他 LP，这些企业家拥有丰富的创业经验、人脉圈、企业经营资源，会推荐优秀创业者给 GP 团队，

同时在投资过程中给予最接地气的创业经验支持。据投中研究院了解，目前多个投资机构尝试构建类似专注于某产业领域的投资基金，在纯资本运作之外，尝试更深入的资本与实体经济融合的模式。

## 2.6 拉拢实业资本集团

近两年来，A股IPO放行之路屡屡中断，庞大准IPO企业堰塞湖压力与日俱增，注册制实施步伐加快，但仍需一段时间耐心等待。与此同时，伴随着对A股上市公司并购审批解禁，围绕上市公司展开的国内大并购浪潮势头快速膨胀。

在此背景下，市场各方对于当下A股市场的高估值现象的担忧逐步加重，虽然证监会准备的注册制实施的初稿年底才能出炉，但注册制推进的大势已定，无论后续以何种方式推进，无论局部试点还是全面实施，在放松入口和打开出口的双重作用下，因传统体制壁垒造成的二级市场高估值（创业板尤为突出）必将在一两年内陆续滑落。

鉴于当前特殊环境，围绕上市公司并购整合为中心的“上市公司+PE”式合作基金迅速涌入市场。对PE机构而言，此模式可产生多重利好效应，其一，扩充融资渠道，据投中研究院统计，上市公司在多数此类合作基金中出资10-30%，部分基金出资比例高达五成以上；调控项目退出风险，该基金拟投资标的多数围绕上市公司拟并购方向展开，以上市公司收购+项目独立IPO等方式作为组合退出方式，在目前监管体制下，正常情况下其项目退出风险较之前Pre-IPO模式更低一些。

除了获得上市公司自有资金外，部分PE机构将新增募资渠道瞄向上市公司高管团队，围绕高管个人理财诉求，通过股票质押等方式获取资金已LP身份投入到PE机构新设立基金中，进一步加大PE机构与实业优秀人才的合作关系，提高基金实力，进而强化基金募集能力。

## 2.7 取道资本市场募集资金

如前所述，通过各种办法加强与LP群体对接面是缓解募资压力的有效手段，但随着国内市场环境的变化，相关模式也随之变化转型，后续基金在经济环境面临巨大挑战时仍或多或少会遭遇募资困难的窘境。如果能获取长期资金支持，则在根本上解决此类问题。按照国外PE运作方式，让PE机构主体或基金主体公开上市募集资金是一条本不错的选择。

2014年，九鼎投资在新三板挂牌上市，通过定增方式募集资金补充资本实力。与此同

时，中科招商也传出意欲新三板挂牌及主办上市的宏愿。投中研究院分析认为未来一段时间将出现一波取道资本市场募资的 PE 机构，但考虑到 A 股 IPO 市场千余家准排队企业的压力和年底前不足百家发行路条，PE 机构登录主板或创业板还需漫长等待，但这种模式确实开辟一条新型通道。

在准上市过渡过程中，登录新三板有多方面的收益：其一，实现募资的真实愿望，其中部分得益于对 PE 机构投资能力的肯定，部分得益于对 PE 机构以企业身份登录资本市场的高回报预期；其二，客观上改善既有 LP 份额的流动性，在梳理 LP 关系的同时改善 GP-LP 关系；其三，实现管理层激励，强化团队稳定性。

## 2.8 结构化产品设计探索加速

事实上，近年来，PE 机构在募资方面的创新一直没有停止，通过设立结构化基金、双 GP 基金等诸多模式的创新，创新了募资的方式。在优先/劣后投资架构方面已经出现诸多尝试，其中 2014 年 7 月九鼎投资公告披露的龙泰投资为其中代表。该投资公司注册资本规模为 26 亿元，其中九鼎投资以自有资金认缴出资 3.2 亿元人民币，占注册资本的 12.25%，其余投资人为部分大额出资人、公司所管理的基金部分所投企业的实际控制人。

序号	姓名/名称	认缴出资金额（万元）
1	北京同创九鼎投资管理股份有限公司	32,000
2	徐春林	20,000
3	安勇	10,000
4	陈松定	10,000
5	冯滨	10,000
6	龚雷海	10,000
7	嘉兴英飞投资中心（有限合伙）	10,000
8	李福华	10,000
9	凌琦	10,000
10	刘颖	10,000
11	钱国荣	10,000
12	厦门骏麒投资管理有限公司	10,000
13	山东金象泰置业有限公司	10,000

14	王尔平	10,000
15	无锡中住集团有限公司	10,000
16	吴延炜	10,000
17	叶根培	10,000
18	张宏	10,000
19	张泽培	10,000
20	张征	10,000
21	朱兴福	10,000
22	陈伟	5,000
23	刘进	5,000
24	吴志雄	5,000
25	冯源	3,000
合计		260000

表 2.8.1 龙泰九鼎投资有限公司投资规模与股权架构

该投资公司的主要投资方向是劣后投资，借助该平台，九鼎投资正式涉入劣后投资领域，为其所管理基金做结构化设计的一个举措。目前在私募股权基金市场上，不同的产品有不同的风险控制措施。对于优先/劣后的机构化设计，市场早已出现，但关注焦点多集中于优先领域，据投中研究院了解，银行理财资金池对优秀投资机构旗下基金的优先部分非常感兴趣，通过香港子公司或者其他内地通道的方式进入私募股权投资基金队伍中，目前多家银行积极与 PE 机构沟通寻找合适的合作机会。与之相对于，劣后投资部分多数处于被动处置的状态，一般由 GP 团队托底处理。

投中研究院认为，九鼎投资此举介入劣后投资市场为国内私募股权投资市场产品架构设计引入一股新风，未来有望刺激国内产品架构设计更加优化完善。不仅仅在常规股权投资领域广泛涌现类似创新步伐，即便在险资运用领域也出现类似创新举措。

险资产品创新的一个案例是京沪高铁股权投资计划。京沪高铁股权投资计划成立于 2007 年，由平安资产作为牵头发起人和受托管理人，7 家保险机构募集资金 160 亿元，以股权计划方式，投资于京沪高速铁路股份有限公司（以下简称“京沪公司”），持有京沪公司 13.91%的股权。京沪高铁股权计划是保险机构以股权方式投资国家重大基础设施的第一单，对保险资金投资相关行业和类似项目具有重要的示范作用和指导意义。

一是股权投资计划符合保险资产管理产品创新的方向。二是保险机构在京沪公司遇到

的一些问题，是垄断行业改革中的必然现象。三是保险机构参与垄断行业投资，必须要建立商业化、市场化的运作模式，要重点参与市场化运作程度相对较高的行业或企业，切实保护投资权益不受损失。

### 3. 固本溯源，回归投资本质

上述十个小节综合阐述了中国私募股权投资市场中募资过程的艰难坎坷路，并进一步挖掘剖析了众多优秀投资机构另辟蹊径所成的种种创新突破，在貌似无序的分析探讨中隐含着一条贯穿其中的主线——“投资本质”。

作为出资人，无论是机构投资人还是个人投资人，其向基金承诺并履行出资责任的核心动力在于该基金高投资回报的预期，既往十余年间，之所以出现波浪起伏的募资市场巨变，根源在于投资人的回报预期一直处于波荡起伏的波动之中。故而真正解决募资难题的核心在于对未来投资机遇的把握，对产品设计的拿捏，最后才是对各种渠道的构建与完善。

#### ➤ 创新核心在于顺应投资趋势

展望未来五到十年投资市场，伴随着发行体制改革逐步深入推进，投中研究院分析认为制度套利的空间越来越少，每种模式的可操作期限也将越来越短，或许部分机构/部分基金在其中能攫取暴利。但作为行业主流趋向，回归价值本质才是王者之道，无论是 Pre-IPO、准并购抑或其他投资模式均需围绕价值投资理念寻找合适机遇。

无论是发行债券还是登陆资本市场，在制度背书和上市回报预期刺激下，此类创新模式将吸募大量资金支持投资机构的下一步发展，跳出当前格局就远期来看，其投资人收益回报仍取决于投资机构未来五年乃至十年的稳健投资回报，故而能否把握未来逐阶段的投资潮流，能否站在浪花之上决定了当前乃至以后其他募资模式探索的发展空间。

#### ➤ 迎接机构投资人但勿过分依赖

社保基金、保险资金、引导基金、企业财团等大体量资金池已陆续与私募股权投资行业搭建对接桥梁，未来企业年金等也将逐步入市，类似利好消息值得投资行业庆贺，但仍需谨慎对待机构投资人的参与能力。就目前而言，多数类别的机构投资人在配置股权投资资产方面仍存在瓶颈，其机构资本运作考核体制以及管理层创新勇气都存在诸多局限，未来此领域的募资博弈还将持续一段时间，如何开发设计与不同类别机构投资人相匹配的产品是未来与之合作的关键所在。

➤ 坚守服务实体经济理念

经过多年探索，中国资本市场的 1.0 代成熟上市企业群 和 1.5 代 准成熟上市企业群已经形成大气候，这是中国未来经济走向的关键动力所在，在挖掘未来投资机遇过程中，很难绕过这些门槛，与之相对应，在未来拓展募资渠道的创新探索中，将很大程度围绕此领域展开，其中包括上市公司自有资金池、高管个人资金池，上市公司实业资源背书等。

研究垂询

宋绍奎 Sean Song（高级分析师）

Email: [sean@chinaventure.com.cn](mailto:sean@chinaventure.com.cn)

媒体垂询

于晓姣 Caroline

Tel: +86-10-59799690-681

Fax: +86-10-85893650

Email: [Caroline@chinaventure.com.cn](mailto:Caroline@chinaventure.com.cn)

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。投中集团为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

### 法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司（以下简称投中集团）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中集团，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中集团 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中集团同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

上海投中信息咨询有限公司  
ChinaVenture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层,100007  
电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040  
Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048  
电话: +86-755-33067695

媒体支持: 投资中国网

数据支持: CVSource 投中数据终端

