

# 私募股权投资门槛或提升

## 行业热议影响与机会

□本报记者 杨皖玉

近日,证监会就《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)公开征求意见,引起私募股权投资行业广泛讨论。中国证券报记者注意到,征求意见稿中有关个人投资者的出资门槛意见成为讨论焦点。一方面,单个投资者参与私募股权、创投基金的“入场券”由100万元提升至300万元,另一方面,个人LP(有限合伙人)参与单一项目基金的门槛提升至1000万元。

对此,业内形成观点鲜明的两方。一方认为,提高个人LP投资门槛,有利于保护个人投资者,通过减少专项基金来避免因投资过于集中带来的风险,进而促进行业投资专业化、机构化;另一方则认为,个人LP投资门槛大幅提升,加速私募股权投资行业市场化资金的出清速度,但对早期创业企业融资造成压力,可能会对创新投资形成抑制,同时,以专项基金为主要生存方式的GP(一般合伙人)或将被加速出清。

### 个人LP出资门槛成焦点

12月8日,证监会就《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。其中,对于三十八条、四十一条关于单个投资者的出资要求,私募股权投资行业产生了热议。

具体来看,征求意见稿第四十一条明确,单个投资者投资于单一私募股权投资基金的实缴金额不低于300万元,此前,私募股权基金针对单个投资者的这一“出资门槛”为100万元。这意味着,无论是机构LP还是个人LP参与私募股权、创投基金的“入场券”都要从100万元提升至300万元。

此外,第三十八条对“单一项目基金”进行了明确定义,即单一私募基金80%以上基金财产投向单一标的的私募基金。其中,单个自然人投资者即个人LP,投资“单一项目基金”时,实缴规模不得低于1000万元。

综合来看,本次征求意见稿整体上提升了单个投资者参与私募股权、创投基金的投资门槛,同时大幅提升了个人LP参与“单一项目基金”的门槛。个人LP若想参与私募股权、创投基金的投资,需要“更有实力”。

中国证券报记者注意到,行业议论的焦点聚焦在个人LP“单一项目基金”的最低出资要求。

据了解,目前行业里针对上述变化形成意见鲜明的两路观点:赞成提高“单一项目基金”个人投资者门槛的机构人士认为,此举有利于保护个人投资者,通过减少专项基金来避免因投资过于集中带来的风险;反对者则认为,这一调整不利于早期天使投资,将压缩个人LP的生存空间,会增加个人LP分散风险的难度,同时,以专项基金为主要生存方式的GP或将加速出清。

### 提升行业机构化专业化程度

“专项基金是一念天堂、一念地狱。”某创投机构董事长对中国证券报记者表示,在私募股权投资中,风险是绝对的,收益是相对的。因此分散配置应是私募股权、创投基金最基本的投资理念之一。专项基金由于投资标的过于集中,导致基金丧失了分散风险的功能,GP专业管理能力无法得到体现,风险直接传输给投资者。

在私募股权投资行业,“单一项目基金”常被称作“专项基金”,相较于“盲池”组合的私募股权、创投基金,“单一项目基金”常以“明池”

资产的形式受到个人LP的欢迎,因为此类基金兼具投资标的明确、投资规模较小的优势。

“并没有‘一竿子打死’专项基金,而是提高个人LP参与专项基金的投资门槛,有利于控制社会风险,保护风险承受能力较低的自然人的。”某投资人表示,出资几百万元的专项基金自然人可能自身对项目的判断能力没有那么高,目前大环境不确定性高,一级市场不适合个人LP直接参与。

### 行业担忧个人LP分散风险难度增加

中国证券报记者采访发现,行业认为,个人LP投资门槛大幅提升,加速私募股权投资行业市场化资金的出清速度,不利于早期创业企业融资,可能会进一步减少早期创新投资的空间。与此同时,业内认为,专项基金是市场化选择的结果,保护个人投资者需要循序渐进,门槛的提高需要一定的缓冲时间。

“中小微企业早期直接融资只能靠股权融资,股权融资融的不仅是钱,更是钱背后的产业资源。”某VC创始人表示,个人LP是早期天使投资最常见的资金来源。

某投资人认为,提高个人LP参与私募股权投资基金的投资门槛,其实是增加了个人LP风险分散的难度,会抑制市场上个人LP的资金。“投资人如果有1千万元,以前能投10个基金来分散风险,现在只能投3个基金,甚至一个专项基金,风险相对集中了。”他说。

“100万元增加到300万元会导致一定资金退出市场。专项基金个人LP门槛大幅提升至1000万元,节奏和步伐有点大。”前述VC创始人表示。

## 品牌工程指数 多只成份股逆市上涨

□本报记者 王宇露

上周市场震荡调整,中证新华社民族品牌工程指数(简称“品牌工程指数”)报1548.91点。从成份股的表现看,中际旭创、芒果超媒、中国软件等成份股表现强势;贵州茅台、中际旭创、药明康德等部分成份股获北向资金净买入。展望后市,机构认为,全球资本配置利于权益资产的拐点或将来,应保持战略上的乐观。2024年A股大概率处于估值扩张的环境,成长板块或将迎来一波持续时间较长、幅度较大的行情。

### 多只成份股获北向资金增持

上周市场震荡调整,上证指数下跌2.05%,深证成指下跌1.71%,创业板指下跌1.77%,沪深300指数下跌2.40%,品牌工程指数下跌2.29%,报1548.91点。

从成份股的表现看,上周品牌工程指数多只成份股表现强势。具体来说,中际旭创上涨17.50%,排在涨幅榜首位,芒果超媒上涨12.49%居次,中国软件涨超10%,宝信软件、盾安环境、金山办公分别上涨8.86%、7.00%和3.90%,天士力、珀莱雅、科大讯飞、迈瑞医疗涨逾2%,老凤祥、石头科技、格力电器涨逾1%。四季度以来,品牌工程指数多只成份股跑出独立行情,其中,智飞生物上涨27.88%,领涨各成份股,盾安环境和卓胜微分别上涨18.17%和16.54%,韦尔股份、康泰生物、迈瑞医疗、苏泊尔和信立泰也涨逾10%。

上周北向资金净流出57.87亿元,同期品牌工程指数多只成份股仍获北向资金净买入。Wind数据显示,上周北向资金净买入贵州茅台14.24亿元,净买入中际旭创、药明康德、韦尔股份均超8亿元,净买入宁德时代6.07亿元,净买入中微公司、北方华创分别达4.78亿元和4.05亿元,净买入阳光电源、迈瑞医疗均超3亿元,净买入康泰生物和卓胜微均超2亿元,石头科技、科大讯飞、亿纬锂能、复星医药、恒瑞医药等多只成份股也获净买入超1亿元。

### 成长风格行情或来临

A股近期走势不尽如人意,市场信心仍在恢复中。华夏基金表示,在当前位置,一定要保持战略上的乐观。从股债性价比角度,目前万得全A的股债收益差为0.75%,处于近20年的15.4%分位,处于绝对的底部区域。从资产比较角度,美联储政策迎来拐点,目前市场已将其首次降息时间预期大幅提前至2024年5月,全球资本配置利于权益资产的拐点或将来。

从策略角度展望2024年,华夏基金认为,明年的三因素组合是公司业绩上行、流动性下行、风险偏好平稳修复。基于其估值预测模型,明年A股大概率处于估值扩张的环境。在这一组合下,成长优于价值,低估值分位资产显著占优,景气投资有效性回升。在风格策略层面,华夏基金看好科技创新成长。

方正富邦基金的基金经理于润泽表示,市场对经济预期一再下修,目前已经降到比较低的位置,也影响了成长风格的表现,但我国经济的韧性很可能超乎市场想象。因此,从当前时点来看,依赖于业绩或基本面的板块均有较高的投资价值,只需要等待“发令枪响”,而其中弹性最好的就是成长板块,或将迎来一波持续时间较长、幅度较大的行情。

# 拼多多登顶中概新龙头 各路机构频频加码

□本报记者 葛瑶 见习记者 王诗涵

近期,中概股龙头老大易主。截至12月8日美股市场收盘,拼多多市值达1846.20亿美元,市值超阿里巴巴近12亿美元。

除了受益于自身发展策略和海外增长曲线,拼多多大涨同样离不开国内私募和外资巨头的资金支持。拼多多早已成为这些机构的“押宝”主阵地:今年第三季度,拼多多超越阿里巴巴成为海外基金的头号中国重仓股。机构普遍认为,拼多多的海外业务Temu,将成为各方机构的主要关注点。

### 内外资“包围”拼多多

随着拼多多第三季度报告业绩超预期,公司市值于上周超越阿里巴巴,成为美股市场市值最大的中概股。

拼多多大涨背后,隐现中资私募和外资巨头的推波助澜。2023年三季度披露的美股持仓文件显示,多家外资巨头加仓拼多多。“科技捕手”柏基投资三季度期间最大的一笔增持便瞄准了拼多多,买入450万股,持股数量环比增14.44%。这是柏基投资连续第二个季度加仓拼多多,拼多多也成为其美股配置中的第七大重仓股,期末持股市值近35亿美元。

此外,海外两大资管巨头贝莱德、先锋领航双双增持拼多多股份。截至三季度末,二者的持仓市值分别达27.3亿美元、23.6亿美元。另外,富达、瑞银、高盛等机构的拼多多持股市值也均超过10亿美元。

另一方面,景林、高瓴等中资私募巨头同样重仓拼多多。拼多多位列景林资产、高毅资产的美股配置头号重仓股,截至三季度末,景林资产持有拼多多近516万股,持仓市值约5亿美元,几乎为景林资产美股持仓的20%;高毅资产持有市值超1亿美元的拼多多股份,占其美股持仓的35%;高瓴旗下HHLR持有拼多多市值高达7.2亿美元。不过,三季度期间,仅景林资产加仓45万股,高毅资产与HHLR则一起减持拼多多股份,或有一定概率踏空四季度的上涨行情。

### 老龙头退位

拼多多于2018年7月26日赴美上市。在2020



视觉中国图片

年第四季度末,拼多多一举成为了高瓴资本、景林资产和高毅资产的美股第一大重仓股,老中概股龙头阿里巴巴则被上述机构减持。当时,拼多多还是桥水基金、喜马拉雅资本等外资基金的重仓股。

根据美国市场的13F历史数据,拼多多与阿里巴巴的机构持股市值一直有较大差距,但在2022年第三季度骤然缩小。Wind数据显示,2022年第二季度,拼多多的机构持股市值约183.5亿美元,仅为阿里巴巴机构持股市值的32.4%;而在该年第三季度,阿里巴巴的机构持股市值从566.3亿美元大幅缩水至293.3亿美元。

在今年第三季度以前,阿里巴巴始终保持着外资基金头号重仓中概股的地位。Wind数据显示,今年第二季度,共有1027家外资机构持股阿里巴巴,合计持股总市值达324.6亿美元;拼多多持股机构390家,以226.22亿美元的持股总市值位列第二。截至第三季度,拼多多持股机构增加至461家,以426.3亿美元的持股总市值,超越了持股总市值395.2亿美元的阿里巴巴。

### 海外业务强劲增长

拼多多第三季度财报显示,公司2023年第三季度营收为688.4亿元,较上年同期增长94%;归

属于普通股股东的净利润为155.37亿元,同比增长47%。关于收入猛增的原因,拼多多联席CEO赵佳臻表示,系消费环境持续改善叠加公司高质量发展战略执行的共同结果,只不过“高质量发展战略回报比我们预想的要来得更快”。

分析人士认为,拼多多海外业务Temu的商品交易总额及利润率超出预期,Temu作为第二曲线拉动了拼多多的业务增长。Temu业务也成为众多机构关注拼多多后市的聚焦所在。近日,大华继显发表报告指出,已将Temu的贡献纳入了对拼多多的估值,相信拼多多已为Temu推动新一轮复苏增长做好了准备;麦格理发表研究报告指出,看好拼多多在国内市场和海外扩张之间的平衡策略。上述两机构均调高了拼多多的目标股价。

大华继显同时提醒称,业务急速扩张也将带来隐忧,例如Temu的盈利能力能否持续。海通国际发表报告表示,拼多多的业务或受到不确定因素的影响,下调其目标股价。晨星公司分析师也指出,与希音(Shein)、全球速卖通(AliExpress)和其他电子商务公司的竞争加剧,也可能阻碍Temu的业务进一步增长。