

# 资金“换场”奔赴“明池资产” S市场大玩家云集

□本报记者 杨皖玉

随着新质生产力赛道的逐渐开拓,私募股权创投市场上的各类资金已深感“换场”的必要性。在这个过程中,底层资产明晰、能够折价买入的S基金(私募股权二级市场基金)成为险资、银行资金、国资等“新玩家”青睐的对象。

业内人士表示,险资和国资一般青睐于“硬科技”S交易(私募股权二级市场交易),因为这类资产具备较好的成长性与流动性。随着S市场迎来新的“玩家”,S交易中资产定价难、信息不对称等固有难题也出现了新的挑战。

## 险资国资入局S交易

日前,中保投资公司携手新华保险、中汇人寿设立智集芯基金,出资额逾20亿元成功受让上海国际集团持有的上海集成电路产业投资基金份额。中保投资称,这是继沪硅产业、中芯国际、华虹半导体之后,又一重大项目落地,是其助力国资盘活再投入,持续践行国家半导体自主可控战略、坚定支持上海集成电路产业高质量发展战略的又一重要体现。

资料显示,上海集成电路产业投资基金设立于2016年,基金底层项目涵盖芯片制造、设计、装备、新材料等半导体产业链的“链主”企业及龙头企业。中保投资公司曾于2021年设立中保投资齐芯基金,承接了上海集成电路基金12亿元份额,较早开启了引导险资等一揽子资金以S基金方式支持国家核心战略发展的业务模式。中保投资表示,未来公司将支持国家集成电路产业发展,并加大力度为保险行业探索更多S基金领域的优质投资机会。

2024年,金融机构、政府资金正在成为S基金市场上的主要玩家。比如,今年前三季度,市场上规模最大的S基金是由四川产融发展资管公司设立管理的一只50亿元规模的S基金。

执中ZERONE表示,从市场感受来看,一方面,越来越多的资产持有者希望尽快出售其资产;另一方面,尤其是资金规模较大的买方,如保险公司和AMC等,则面临没有足够优质的资产可供投资的困境。截至三季度末,今年股权类基金份额交易主要由金融机构、政府资金及企业投资者参与。

“从去年至今,受到政策鼓励和推动,国资正在不断入局S基金市场。在股权创投市场呈现出国资占主导的情况,在S基金市场上也是如此,各个地方首只S基金今年来不断诞生。”晨哨集团CEO王云帆在第三届中国私募股权基金流动性峰会上表示。上海股交中心党委书记、董事长徐军也表示:“据我们观察,S交易买卖双方中,国有背景的参与者在金额上占大头,达到八成以上。”

9月,天津市首只国资参与的私募股权S基金——海泰科勒基金成立,注册资本为2.3亿元。该基金由天津国资海泰资本与科勒资本共同设立,旨在通过引入外资私募资本,投资国内私募股权二级市场。此外,四川首只S基金规模达15亿元,由6家国资企业联合出资。今年注册成立的安徽首只S基金,规模28亿元,合肥国资



视觉中国图片

是主要投资人。

## 金融机构与S交易双向奔赴

“随着市场环境的持续演变,私募股权基金的退出机制面临着新的挑战与机遇。”上海市闵行区虹桥镇人民政府副镇长潘游涌表示,S基金和并购基金作为私募股权市场退出的重要渠道,其灵活性与专业性为投资者提供了多元化的选择路径,对于优化资本结构、提升资本效率有重要意义。

深创投S基金负责人吕豫表示,近两年S市场发生很大变化,买卖双方参与这一市场的动力越来越大,因为很多投资机构深刻感受到了“换场”的必要性。随着新质生产力赛道的逐渐开拓,新的投资方向逐渐明晰,投资机构手里的资产如果不快速换仓,他们的投资人可能没有那么多的耐心了。吕豫进一步表示:“险资或者银行AIC(金融资产投资公司)参与S交易是一个非常明智的选择,因为S基金的底层资产、仓位都非常清楚。”

对于金融机构参与S交易青睐的

投资方向,银河投资副总经理陈嘉翊表示,他所在的银河投资一方面倾向硬科技项目,底层资产里有升级资产,另一方面偏向于需要流动性支持的项目,比如地方政府前期投资的大量项目需要流动性支撑时,他们可以介入支持。“因为我们聚焦困境业务或者资产纾困,参与S基金交易,我们的自有基金出资比例能够达到50%。”他说。

陈嘉翊还表示,其所在机构的资金性质并不追求超高回报,但风险厌恶程度较高。

徐军表示,对于金融机构来说,他们拥有体量较大的资金,需要丰富投资渠道。长期资本的形成需要长期投资,比如险资、银行资金。这其中,S市场需要做的是如何通过创新S基金产品形成资金接续,促进长期资本的进一步形成,这是需要不断探索的方向。

## 资产定价等难题仍待破解

随着险资、国资等主要玩家的入局,S交易中资产定价难、信息不对称等难题也出现了新的挑战。

“从投资机会看,新质生产力是S交易的大方向,这些底层资产如何做交易时打折是比较难的,但对于买方来说,溢价交易也很难。”博华资本的管理合伙人张俊才表示,新质生产力的项目往往具备高科技、高效能、高质量的特征,具备较好的成长性,因此具备流动性,是银行资金、保险资金看好的大类资产。

此外,启明创投合伙人于佳认为,受到退出渠道不确定性的影响,信息不对称问题在S交易里也比较显著。“S基金里涉及很多项目,买卖双方会对其进行分类,比如没有上市可能性的项目的价值会被买方‘直接等于零’,但站在卖方或者投资机构的角度来说,可能还会上市的,这些项目的价值如何判断?”于佳表示。

“人们常说,买的不如卖的精,信息的不对称、不透明是导致S交易买卖双方产生价格分歧最重要的原因,大家不是在充分信息沟通后进行项目定价。”纽尔利资本董事总经理陈宇这样表示。

# 看好明年上半年AI行情 私募机构调仓动作频频

□本报记者 刘伟杰

近一个月来,不少上市公司密集发布回购公告,一些私募机构的最新调仓情况浮出水面。其中,不乏冯柳等知名基金经理管理的产品出现调仓动作,而这些操作多以小幅减持或保持仓位不变为主。

随着2025年渐行渐近,多家私募机构表示,对明年上半年的市场行情保持乐观预期,在政策持续发力和市场流动性充裕的推动下,经济持续复苏将成为股市上涨的驱动力,整体机会将大于挑战;主要看好新质生产力领域中的绩优成长股及消费板块,重视AI产业的趋势机会,AI技术进步将改造千行百业。

## 科技赛道近期密集调仓

12月21日,海康威视公告显示,截至12月19日,冯柳管理的高毅邻山1号远望基金持有该公司3.919亿股,较三季度末减持超2000万股。根据公司前不久披露,截至12月9日,该产品持有海康威视3.939亿股,这表明,冯柳在十天内减持了约200万股。

依米康近期发布公告称,截至12月9日,思懿投资安欣十七号私募基

金继续持有该公司690万股,中睿合银稳健11号私募基金较三季度末减持超300万股;巴克莱银行则退出了该公司前十大股东榜,这意味着其在四季度以来至少减持了66万股。

此外,截至12月2日,机器人概念股科大智能获数字矩阵尊享3号私募基金持有约716.6万股,持仓较三季度末保持不变。截至11月21日,另一家涉及算力概念的恒润股份,获得易凡7号私募基金继续持有约2495万股。

截至11月18日,一家涉及AI硬件方向的工业设备公司开勒股份,获得致丰稳健私募基金新进买入60.26万股,而赵诣管理的泉果旭源三年持有在三季度末以167万股新进入前十大股东榜后选择继续持有;另一只私募产品磐耀新力量私募基金在三季度新持有约132万股,但目前已退出该公司的前十大股东榜单。

明泽投资董事总经理马科伟表示,预计2025年AI领域将开启应用大爆发。在他看来,AI应用的商业模式正逐步确立,并开始进入快速推广期。其中,AI在文化和医疗领域的替代效应最为突出,AI广告营销、AI教育以及AI眼镜等细分市场的发展速

度尤为迅猛。

正圆投资总经理廖茂林称,明年上半年看好科技创新里面的AI硬件和锂电新能源等方向,明年一季度AI硬件会有大量产品和应用涌现。目前来看,落地最快的是AI眼镜等相关产业。AI应用方向和发展前景已经相对明确,明年需要的是AI硬件和软件生态的结合,实现产业化落地。

## 医药和大消费调仓活跃

根据丽珠集团公告,截至12月17日,该公司获得瓴仁卓越长青二期私募基金继续持有近510万股,但阿布达比投资局、瑞士联合银行集团分别较三季度末减持约136万股和34万股。另据申联生物披露,截至11月25日,冷杉2号私募基金在四季度减持该公司超130万股。

截至11月20日,纺织服装板块的恒辉安防遭中证乾元恒利持盈一号私募基金、信安成长一号私募基金减仓,前后两只产品分别较三季度末减持约17万股和44万股。随后公司又披露,截至12月2日,前者已退出前十大流通股东榜,后者仍继续持有约60万股。

明世伙伴基金权益投资副总监

张妍哲表示,明年上半年比较看好大消费和科技板块,预计明年将有积极的财政政策出台,不仅会继续支持“两重”和“两新”,可能还会扩大消费补贴的范围。当前大消费板块估值普遍较低,明年可能有更佳表现。

张妍哲进一步表示,科技板块比较好AI和商业航天相关投资机会。在AI方面,字节跳动对AI的大规模投入可能会带动其他互联网厂商以更加积极的姿态布局AI,推动中国AI产业链的发展;在商业航天方面,相关软硬件公司值得密切关注。

## 明年有望继续诞生AI爆款应用

近年来,ChatGPT和Sora等AI爆款产品相继出现,明年是否还会出现其他AI应用类爆款产品?同时,以半导体为代表的科技股行情成为A股在四季度的“主线”,展望明年,科技股行情会更侧重于算力端还是应用端?

多位私募人士认为,目前海外AI应用已进入商业验证和变现阶段,预计明年上半年AI应用爆款继续出现的概率较大。同时,预计国内基座大模型也将在明年迎来快速发展期。马科伟表示:“OpenAI计划推出

全新AI助理产品Operator,字节跳动也推出了3D生成模型、AI玩具、AI耳机等产品,预示着AI应用将进入一个百花齐放的阶段。”对于明年上半年的投资展望,马科伟表示,其将重点聚焦于新质生产力中的绩优成长方向,如AI+、人形机器人、军工等行业;同时,也会关注悦己消费、宅男文化等新消费领域,以及并购重组主题;此外,中长期会配置高股息、低PB的红利方向。

张妍哲表示,展望明年,预计算力板块会有较好的表现,海内外大厂算力支出维持高位,尤其是微软、字节、腾讯、特斯拉的投入较为可观。AI应用方面弹性更佳,预计明年AI应用将开始大规模推广,呈现多点开花的趋势,在营销、办公等领域有望加速落地,同时端侧AI也将快速发展,AI PC、AI手机、AI眼镜、AI玩具等新产品蓬勃发展。

悟空投资市场部总经理吴智勇则表示,明年将更加重视AI产业趋势机会,AI技术进步将改造千行百业,目前仍处于渗透初期,增长空间非常大,可以持续发展的时间也足够长,投资机会丰富,市场会给相关产业趋势进行积极定价。