

科创投资八问

退出之困如何破题？

海通开元张向阳：

## 退出是一门艺术 专心专业专注穿越周期

对于许多一级市场的投资人来说，刚刚过去的2024年并不轻松。

14万亿元的私募股权投资市场临近“变局时刻”，前期集中成立的基金纷纷进入退出期，退出已成为悬挂在不少PE/VC机构头上的达摩克利斯之剑。

回购、转让、并购、出售、IPO……退出方式虽多，但经济转型叠加估值消化，对于许多投资人来说，把手中高价位买进的项目卖出一个好价格，是一件非常不容易的事。由于出资人看不到回款的希望，不少PE/VC机构甚至在2024年“零募资”“零出手”，处于停摆时刻。

“投资是一门艺术，退出更是一门艺术。”张向阳告诉中国证券报记者。作为一名从业30余年的资深人士，张向阳见证了行业诸多拐点。在他看来，拐点不等于终点，当下各方需要对退出问题“有决心”，“要有契约精神，一定要尽力帮助企业渡过难关，不能‘一诉了之’”。

在张向阳看来，要靠专心、专业、专注，才能留在“牌桌”之上，同时也要靠对信义义务的坚守，全力支持退出，实现机构生命力的延续。

● 本报记者 杨皖玉

## “退出要有决心”

问及当下身处私募股权投资行业的感受，张向阳用了“谨慎”一词。谨慎的背后，是行业再度临近周期的拐点。

2024年，行业难见“买买买”的口号，“卖卖卖”成为退出难的具体表征。许多机构投资态度谨慎，在退出上更是如履薄冰。清科数据显示，2024年行业新募集基金数量、规模分别同比下滑43.0%、20.8%，投资案例和金额同比降幅均超10%，成功退出的次数则下降6.3%。

“一只股权基金中，90%的项目是要退出的，因为基金约定了存续期，我们对出资人有信义义务，我们要遵守合同约定，要有契约精神。”张向阳表示，基金里可能有10%的项目，我们非常看好未来的发展，会和出资人沟通，考虑留下，不会立即退出；但为了确保基金的整体回报水平，基金的大部分项目都需要按期退出，让出资人实现“回款”。

海通开元成立于2008年，目前管理资产规模超600亿元，在管被投企业超过400家。在这一投资管理体量之下，张向阳直言，过去一年退出的压力比较大。

“这两年行业有许多鼓励政策出台，创业者的激情还在，投资机构手里也有大量



的现金，所以行业处于一个恢复期，未来肯定会越来越好。”在张向阳看来，虽然行业确实不如前几年那样红火，但需要看到政策的方向以及经济的韧性。

这种谨慎乐观的态度并非天生。回顾张向阳30多年的从业历程，他见证并经历了券商系股权机构在行业里的起起伏伏。

比如，在券商系股权机构“保荐+直投”的模式被叫停后，海通开元在行业中率先探索基于专业专注的市场化投资模式，成立专业化基金平台，强化自身的投资能力；再比如，近年来政府引导基金开始成为行业第一大出资主体，海通开元于2023年开始设立母基金，形成“母基金+直投”并重、互补的投资生态。

因此，拐点并不等于“终点”。面对行业当前退出难的困境，张向阳认为，首先，各方要有退出的“决心”，提高退出的意识，因为退出效果如何会直接影响到基金的收益，不要轻易错失退出的机会；其次，投资机构要投入人力物力，组建专门的退出团队，“我一般20%的精力在募资，30%在投资、20%在管理、30%在退出”；第三，要针对不同阶段和类型的基金制定具体的退出策略，且每个项目都具有特殊性，可能需要不断调整退出策略。

“投资是一门艺术，退出更是一门艺术。”张向阳说。

在海通开元内部，对于退出，公司会实实在在给予投资经理激励。“随着市场退出难度变大，我们有专门的退出奖金。”张向阳表示，要适当给予一些激励机制，发挥投资经理在退出上的积极性。

## 留在“牌桌上”靠专心专业专注

“勿盲从，忌善变。”这是2018年末，张向阳接受中国证券报记者采访时谈及的投资感悟。多年后，面对的市场环境、行业痛点已不尽相同，张向阳的回答却还是坚守自己的初心。“做自己熟悉的事情，专心、专业、专注，勿‘追风’，一定能够留在‘牌桌上’。”

归根到底，股权投资、创业投资机构想要生存下去，必须给出投资人赚到钱。

在张向阳看来，能够赚到钱的能力主要由专业性决定，“一位投资经理什么项

目都看、什么行业都看，对公司的研究一定不深”。

2010年开始，海通开元陆续成立多家专业化基金管理机构：海通吉禾聚焦医疗健康、现代农业和服务业；海通创新聚焦军工及军民融合、航天航空新技术；海通创意聚焦文化产业、互联网；海通新能源聚焦清洁能源、环保等新能源行业；海通并购聚焦并购、上市公司定增。

“我们很多投资经理是专业出身、产业出身，我要求他们投资只能聚焦两到三个行业，这样每个团队都能扎根行业，精耕细作，成为研究型的投资人。”张向阳表示。

与2018年相比，张向阳对行业逐渐“出清”的趋势更加确定。如今他认为，行业再度来到一个历史的拐点。

“一是机构在出清，没有能力、融不到钱的机构会慢慢‘出局’；二是新生力量不断增加，比如国资类机构；三是投资阶段、投资方向发生变化，投早、投科创。行业发展正处在一个拐点。”他这样判断。

或许从实际统计数据来看，行业的出清并不会十分明显。张向阳认为，一些机构由于没有募资、投资活动，旗下多是“僵尸基金”。“投资都会遇到失败的项目，但投资一定要做好善后，而且是尽力去做。”张向阳认为，投资机构一定要有契约精神，要履行信义义务。

“回购也是对出资人的信义义务，但退出时是否要执行也是一种策略。回购是一种权利，执行时我们也会具体项目具体研究，有些公司经营得还可以，只是遇到了暂时的问题，我们觉得帮助它度过了眼前的难关，可能未来会发展的更好，如果让公司马上回购，这个公司可能就不行了，所以必须要一起协商，想办法提供服务解决问题。有的项目，不排除度过了难关之后，还会提前还款实现退出的可能。”张向阳说，一定要尽力帮助企业，对项目负责就是对投资人负责。实际上很多项目强硬执行回购，起诉后也收不回钱，只是从形式上履行了责任，并不是一种真正负责任的态度，所以从退出策略来说，不能简单“一诉了之”。

## 发挥区域投资“穿针引线”作用

投资是一门艺术，退出是一门艺术，管



视觉中国图片

理也是一门艺术。管理地方政府基金更是一门艺术。

2020年，海通开元成为国家中小企业发展基金首批九家基金管理人之一。此后，海通开元逐渐布局区域基金业务。2023年，海通开元在上海、安徽、湖北多地频频出手。

当被问及“和地方政府合作如何考虑退出问题”时，张向阳表示，作为券商系股权投资机构，与地方政府合作成立基金，投资最大的问题在于如何发挥券商系机构在招商引资方面“穿针引线”的作用，而不是简单的退出。

“我们与地方政府在某些方面的投资理念是相同的，都想扶持优质的企业，只不过在实际操作中，如何为一些地区引进此前没有的先进企业，对投资机构的能力是一种综合考验。”张向阳说。

他认为，这种能力是一种服务能力，而不是简单的投资，“这种能力包括丰富的人脉关系，多元的信息来源，以及对地方产业有深入的理解”。

对于券商系股权投资的优势所在，张向阳表示，海通开元是券商背景出身，在行业发展方向的把握上存在优势，能够为企业提供资本市场的全方位金融服务和资本运作方案。当被问及对海通开元的未来展望，他希望坚持投资逻辑，发挥独有的券商股权投资优势，支持国家战略产业发展，服务集团业务。对于私募股权投资市场，他相信一定会有更好的未来。

## 昔日“团宠”遭弃 公募重仓股腾挪新路径曝光

● 本报记者 张韵

2024年四季度以来，多只基金抱团重仓的个股出现持续下跌，其中不乏热门的人工智能（AI）标的。机构精挑细选后的抱团重仓股为何持续调整？背后是否有基金减持的因素？昔日备受推崇的抱团股为何遭到抛售？基金又将手里的“投票权”转向哪些新去处？

近日，天相投顾统计的公募基金（积极投资偏股型基金）2024年四季报数据揭开了答案一角，部分基金抱团重仓股回调背后确有减持因素存在。数据显示，2024年四季度遭公募基金减持市值居前的个股大多出现回调，多只个股跌超20%；期间获公募基金增持市值居前的标的普遍出现不同程度的上涨。公募辗转腾挪，抱团重仓股已从光模块、新能源、白酒板块转向半导体板块以及港股品种。

## 昔日“团宠”遭减持

天相投顾数据显示，2024年四季度公募基金减持市值前50名的个股中，仅有5只当季获得涨幅，其余个股悉数下跌，36只个股跌幅超过10%。

其中，2024年二季度末跻身公募基金前十大重仓股，并凭借光模块行情备受市场关注的中际旭创，到了2024年四季度末已退出前十大重仓股行列，退居第21位，成为2024年四季度公募基金减持市值最高的个股。2024年四季度，公募基金对“中际旭创”几乎是“砍半”式减持。相较于2024年三季度末，2024年四季度末持有该股的公募基金数量减少至326只，降幅超50%，持股数量减少超8000万股，降幅接近50%，总市值由此前的逾270亿元减少至114亿元左右，降幅超50%。公募大手笔减持或在某种程度上解释了中际旭创2024年四季度跌幅超20%的原因。

2024年四季度遭公募基金减持市值居第二位的阳光电源，其股价当季跌幅也超过20%。公募基金在此期间减持阳光电源超9000万股，持仓市值减少超140亿元，持股基金数量减至不到250只。阳光电源也在2024年四季度末退出了公募基金前十大重仓股行列。

此外，紫金矿业、贵州茅台、新易盛、五粮液等多只个股2024年四季度跌超10%背后，同样有公募基金减持的迹象。公募基金2024年四季度减持紫金矿业、贵州茅台市值均超过百亿元。

## 大举增持半导体板块

公募减持昔日“团宠”后，又将资金转向何方？数据显示，2024年四季度公募基金增持市值居前五位的个股，除了小米集团外，几乎清一色为半导体标的。

其中，寒武纪成为2024年四季度公募基金增持市值最高的个股。相较于2024年三季度末，2024年四季度末持有寒武纪的基金数量翻倍。寒武纪也从2024年三季度末的公募基金第35大重仓股一举成为第七大重仓股。

不过，从持股数量来看，2024年四季度末公募基金持有寒武纪的股数并未增加，反而略有减少。由此推断，公募基金持有寒武纪市值的提升或更多是寒武纪自身股价上涨带来的。

半导体板块代表性标的中芯国际、中兴通讯均在2024年四季度获得公募基金大手笔增持，合计持股市值较2024年三季度末增超160亿元。A股上市的中芯国际获公募基金增持超5000万股，增幅超70%，持股市值增超70亿元，持有该股的基金数量从2024年三季度末的不足百只，骤增至2024年四季度末的超350只；公募基金对港股上市的中芯国际增持力度尤甚，相较于2024年三季度末增持超1亿股，持股市值增超40亿元。中兴通讯也获公募基金增持超1亿股，持股市值增超50亿元。

值得注意的是，2024年四季度，公募基金对港股的增持力度较为明显。小米集团、吉利汽车、舜宇光学科技、理想汽车、比亚迪电子、金山云等多只港股获公募基金翻倍式增持，其中，小米集团、吉利汽车、金山云均获超2亿股的增持。

## 资金辗转腾挪

从2024年四季度公募基金增持市值居前的标的来看，呈现出减持光模块、新能源、白酒板块，增持半导体标的以及港股资产的迹象。公募调仓换股背后究竟有何考量？

以光模块为例，该板块2024年四季度以来持续回调，有基金经理在接受中国证券报记者采访时表示，该板块跑输更多可能是筹码结构的问题。2024年三季度末，市场对于光模块板块的交易过于拥挤。叠加彼时英伟达新款产品因部分问题导致出库推迟，也在一定程度上对板块形成拖累。但是可以看到，光模块板块内部表现亦有分化。

中欧景气精选混合的基金经理张宇明在2024年四季报中表示，2024年三季度以前，AI主要的景气方向是光模块。在此之后，特别是2024年四季度，资金攻击目标切换到了产业链的其他方向，比如电路板、芯片等。不过，公募基金2024年四季报显示，仍有不少基金经理对光模块板块行情抱有期待，他们认为以当前较低的估值水平来看，光模块行情仍有上行空间。

多位基金经理也在2024年四季报中提及配置半导体板块的主要考量。例如，嘉实新兴景气混合发起式的基金经理戴金娟表示，半导体行业持续展现出较高的景气状态，因此保持了对于半导体行业的较高比例配置。景顺长城产业臻选一年持有混合的基金经理管成表示，随着国内半导体产业的快速发展以及芯片制造企业的扩产计划，市场对半导体设备的需求将持续增长，半导体行业前景可期。

## “500亿俱乐部”盛况不再

## 顶流主动权益基金经理管理规模生变

● 本报记者 王宇露

公募基金2024年四季报出炉。据Wind数据不完全统计，百亿级主动权益基金经理不足80人。与前几年相比，顶流主动权益基金经理的管理规模出现较大变化，“千亿俱乐部”已消失不见，曾经成员约10人的“500亿俱乐部”目前仅存一人。与此同时，被动指数基金逐渐崛起，千亿级被动指数基金经理阵容日益庞大。业内人士认为，尽管被动投资的价值依然不可否认。

## 百亿级主动权益基金经理不足80人

据Wind数据不完全统计，截至2024年四季度末，百亿级主动权益基金经理共计70余位（仅统计在管基金主要为普通股票型和偏股混合型产品的基金经理，剔除在管基金主要为偏债、被动指数或量化管理产品的基金经理）。

其中，易方达基金张坤成为唯一的“500亿级”基金经理；景顺长城基金刘彦春、中欧基金葛兰管理规模均超过400亿元；兴证全

球基金谢治宇、广发基金刘格崧、易方达基金萧楠、汇添富基金胡昕炜和中欧基金周蔚文管理规模均超过300亿元。

此外，华商基金周海栋、易方达基金陈皓、富国基金朱少醒等基金经理的管理规模均在200亿元至300亿元之间。总体来看，共有18位基金经理的管理规模在200亿元以上。

## 千亿级被动指数基金经理涌现

与前几年相比，顶流主动权益基金经理的管理规模普遍缩水。时过境迁，“千亿俱乐部”如今已消失不见，“500亿俱乐部”也仅有一个成员。不过，也有一些百亿级基金经理2024年四季度的管理规模有所增长，如银河基金郑巍山、信达澳亚基金冯明远、万家基金莫海波、华夏基金屠环宇等。

与此同时，被动指数基金逐渐崛起。Wind数据显示，截至2024年四季度末，华泰柏瑞沪深300ETF规模已超过3500亿元，易方达沪深300ETF规模也达到2400亿元，华夏沪深300ETF、嘉实沪深300ETF、华夏上证50ETF、南方中证500ETF规模均超过1000亿元。

从被动指数基金经理来看，华泰柏瑞基金柳军2024年四季度末的管理规模超过4400亿元，易方达基金余海燕管理规模超过3700亿元，易方达基金庞亚平、华夏基金赵宗庭、华夏基金徐猛、易方达基金成曦的管理规模均超过2000亿元，还有多位被动指数基金经理的管理规模超过千亿级。

## 主动管理产品仍有吸引力

在2024年被动指数产品的“狂欢”之下，主动权益投资何去何从的讨论愈发激烈。

业内人士认为，被动投资的进攻势头难以阻挡。当前，被动产品竞争已经趋于白热化，不少基金公司大举布局指数产品，各类细分的行业主题指数也成为兵家必争之地。有基金人士表示，从美国市场的发展情况来看，被动股票基金规模已经超越了主动基金。对于国内市场而言，未来随着市场的不断完善及有效性的提升，主动基金获取超额收益的难度将越来越大。另外，随着未来买方投顾的逐渐兴起，指数基金凭借风格稳定、持仓透明及费用低廉等优势，有望获得更多资金青睐。