



江苏创业投资

JIANGSU VENTURE CAPITAL

2021 年第 1 期（总第 203 期）

江苏省创业投资协会 主办 2021 年 1 月 31 日

目录

投融资动态.....	3
江苏省 1 月投资事件一览.....	3
毅达资本投资智能控制器企业恒巨电子.....	3
天辰生物完成超亿元 A 轮融资.....	4
GGV 纪源资本领投：蛙声科技完成近亿元 A 轮融资.....	4
人工心脏研发公司“心擎医疗”获超亿元 B 轮融资.....	5
新美光半导体完成超 1.5 亿元 A+轮融资.....	6
专注纳米银导电膜，诺菲纳米完成数亿元 C+轮融资.....	6
创投资讯.....	7
半导体激荡：全球产业链重构 国产替代加速.....	7
证监会出手加强私募基金监管 明列“十不得”禁止性要求.....	14
注册制下借壳上市进入冰河期 资本市场并购重组或将迎来优化19	
创投公司上市通道或将打通 募集资金“脱实向虚”仍是严控红线23	
专访金镒资本创始管理合伙人杨焱：积极拥抱消费新趋势带来的	

产业投资机遇.....30

投融资动态

江苏省 1 月投资事件一览

毅达资本投资智能控制器企业恒巨电子

1 月 6 日消息，近日，毅达资本完成对昆山恒巨电子有限公司（简称：恒巨电子）近亿元人民币投资，共同探索健康运动新方向。

恒巨电子成立于 2006 年，是一家集研发、生产、销售为一体的高新技术企业，拥有十五年智能控制器的开发经验。公司主要产品包括运动控制器、运动控制模块以及配套运动交互软件 APP 等，主要应用于跑步机、动感单车、椭圆机、划船器等健身器材，客户覆盖全球一线运动器材品牌商，在细分行业市场占有率超过 40%，专业化优势突出。

近年来，恒巨电子在自主创新过程中不断投入研发资源，成功打造了行业首款运动控制专用驱动 SOC 芯片。该芯片的推出，不仅可以极大地提高恒巨电子智能控制器的标准化程度和生产效率，也将引领健身器材控制领域新标准的制定。

天辰生物完成超亿元 A 轮融资

天辰生物医药(苏州)有限公司(以下简称“天辰生物”，前身为龙行生物)宣布完成 A 轮融资，融资金额超亿元。本轮融资由东方富海领投，仙瞳资本、常熟创投、永石资本和新华创跟投。天辰生物致力于在自身免疫疾病领域研发具有差异化的新一代大分子抗体，其多个项目即将进入临床阶段，此次募集的资金将主要用于支持公司在研产品的临床申报以及后续临床实验的快速启动，并基于公司的技术平台开发新的候选产品，进一步丰富公司目前的研发管线。

GGV 纪源资本领投：蛙声科技完成近亿元 A 轮融资

今日苏州蛙声科技有限公司（以下简称“蛙声科技”）官方宣布已经完成近亿元人民币的 A 轮融资，本轮投资由 GGV 纪源资本领投，钟鼎资本、远望资本跟投。融资资金将用于新产品研发、销售渠道拓展、品牌宣传与推广等。

蛙声科技成立于 2018 年 5 月，由美国西北大学计算机专业博士，原 Microsoft、Amazon 资深工程师辛鑫创立。公司定位于远程协作解决方案提供商，具备行业领先的全双工声学技术、有效噪声抑制技术、说话人追踪技术和国内首创的多麦克风阵列级联技术。成立至今的两年多时间里，蛙声科技顺利完成了云视频会议硬件完整产品线布局，推出了专注

于企业会议室场景的终端品牌 Hamedal（耳目达），品类涵盖会议摄像头、麦克风、一体机等，构建了全方位、多层次的音视频会议产品矩阵，并形成了一系列覆盖大、中、小型会议室的硬件解决方案，以满足不同用户的会议空间。

人工心脏研发公司“心擎医疗”获超亿元 B 轮融资

1 月 11 日消息,苏州心擎医疗技术有限公司(以下简称“心擎医疗”)完成超亿元 B 轮融资,由极光创投领投,苏高新创投跟投,老股东国仟创投、安吉云朔、泰煜投资继续支持。本轮融资将主要用于现有多个产品线的研发、临床试验及生产扩张投入。

心擎医疗于 2017 年 5 月在苏州高新区成立,主要研发针对急性心源性休克、心脏术中循环保护、急重症器官衰竭患者等临床场景下的体外生命支持设备。公司现阶段主产品线包括微创介入式人工心脏、体外全磁悬浮人工心脏、新一代体外膜肺氧合系统(ECMO)等。心擎医疗分别于 2018、2019 年完成天使轮与 A 轮融资。天使轮由国仟创投领投、泰煜投资跟投。A 轮由幂方资本领投、华泰大健康基金与国仟创投跟投。

新美光半导体完成超 1.5 亿元 A+轮融资

1 月 12 日消息，新美光（苏州）半导体科技有限公司宣布完成超 1.5 亿元人民币 A+轮融资，本轮融资由中信建投资本领投，元禾重元、三花弘道、大来资本等联合跟投，其中老股东继续追加投资。截止目前，新美光半导体一年内连续完成三轮融资，累计融资规模已超 2 亿元人民币。

据悉，新美光本轮融资主要用于刻蚀用单晶硅部件的研发和量产，及整合一家等离子刻蚀机上游关键零部件供应商。整合后将完善新美光在中国半导体设备上游核心零部件及耗材的产业布局。伴随融资完成，新美光核心产品将正式量产并形成稳定销售。

专注纳米银导电膜，诺菲纳米完成数亿元 C+轮融资

苏州诺菲纳米科技有限公司（简称“诺菲纳米”）完成了数亿元 C+轮融资。投资方为建银苏州科创基金、英华资本和元禾控股等。

诺菲纳米成立于 2012 年初，是国内唯一具备纳米银导电膜完整自主知识产权的显示材料企业，主要从事纳米银材料研发、生产与应用。公司的主营产品为触控显示用纳米银透明导电薄膜及触控模组解决方案，产品均已实现量产。诺菲

纳米生产的纳米银材料主要用于中大尺寸的触控屏、折叠屏、智能玻璃等应用中，可在教室、会议室等场景使用。

创投资讯

半导体激荡：全球产业链重构 国产替代加速

巨头的排位、供应链的重塑、计算架构层面的竞争、国产替代的浪潮，都在持续进行当中，2021年的局面将更加挑战和复杂。

2020年半导体世界风起云涌，突然的疫情打乱了产业回暖的预期，政治因素介入的中美科技摩擦愈演愈烈。在动荡的环境下，半导体巨头开启了并购大幕，随之而来的是芯片架构 ARM 崛起、第三代半导体材料兴起、IoT 需求急剧上升……新格局的集结号正在吹响，全球产业链正在重构，2021年，产业将继续激荡。

全球纷争的局面之下，中国对于半导体、集成电路的关注度和支持度更上一层楼，国产替代已经势在必行，但是替代并非一朝一夕之功，我们要面对的是10年、20年、30年甚至更久的长跑；另一厢，欧洲也在加大投入，近期媒体报道称，德国、法国、西班牙等其他13个欧盟国家，已经联手投资处理器和半导体技术，以赶超美国和亚洲，预计将投入1450亿欧元。

可以看到，在中美的博弈过程中，欧洲政府、企业们也颇为忌惮对决的后果，开始探索新路径，欲减少对美国等

地区供应链的依赖，从区域内部到全球市场，半导体行业都处在变动、重塑中。而在这样特殊的十字路口，半导体的需求还在不断增长，景气度正在回升，业内的竞争也更显激烈，面对着“硅”世界的演化，巨头们已经展开新一轮的卡位布局。

并购汹涌 产业链重构

回看 2020 年的重磅收购，ADI 宣布收购 Maxim（约 210 亿美元）、英伟达要拿下 ARM（约 400 亿美元）、AMD 要买下赛灵思（约 300 亿美元），SK 海力士拟将英特尔的闪存业务（约 90 亿美元）收入囊中、Marvell 要收购 Inphi（约 100 亿美元）、环球晶圆收购 Siltronic（约 45 亿美元），以上交易总额就已经超过了 1000 亿美元。当然一些收购还需要面临审核，但是并购的势头还会继续，若美国企业的收购均成功，那么美国就拥有了几乎全部的半导体核心技术，产业链实力进一步增强。

以英特尔、AMD 和英伟达为例，北京汉能投资董事总经理陈少民在一场演讲中谈道，三者呈现三强鼎立之势，都对数据中心、边缘计算进行了超前布局。英特尔旗下有 Altera、eAsic、GPU，AMD 有赛灵思和 GPU 组合，英伟达和 ARM 组成新阵营。一方面英特尔的地位遭遇挑战；另一方面，三巨头都有各自思量提前筹谋，未来将会进一步降低

AI 芯片的门槛，在新一轮竞争力的比赛中，他们依旧跑在前列。

一位半导体行业资深分析师就告诉 21 世纪经济报道记者：“并购是为了追求成长，目前全球半导体是稳定的行业，当然中国半导体行业例外，中国市场还在持续成长。但是预计快则三年，慢则五年，中国半导体行业也会开始有不少收购案。比如因为科创板的关系，不少公司会有更多的资金，国际并购之后，中国并购案会陆续上演，中国也会开始进入优胜劣汰的阶段了，会从芯片设计行业开始。”

一边是半导体产业内部的整合，另一边则是美国对于中国科技产业打压带来的产业链变动，以华为为首的中国企业寻找着新的供应商链条，欧洲的供应商们也在思考“去美化”的问题，国内苹果产业链在逐渐往国外迁移，美国政策引发的蝴蝶效应还在继续。

作为资本密集、智力密集、产业链高度协作的产业，半导体圈内并购不断，资本市场活跃，如今面临新变局。“半导体既是一个高科技行业，从机械制造行业发展过来，历史比互联网行业要悠久得多，同时它又像传统行业，在全球产业链的框架之下，上下游紧密联系配合。同为高科技行业，半导体是传统高科技企业，不像互联网有大量的开源技术，而是有很高壁垒，有很多技术封锁，新晋者很难挑战巨头，

培育需要时间，这个产业需要供养。”一位半导体业内人士向 21 世纪经济报道记者分析道。

不论是全球还是国内，巨头的排位、供应链的重塑、计算架构层面的竞争、国产替代的浪潮，都在持续进行当中，2021 年的局面将更加挑战和复杂。

国产替代加速华为中芯存变数

再看国内，一方面国内半导体的投资在不断增长，有投资者指出，2019 年一级市场上半导体并不火热，但是 2020 年，半导体相关投资力度迅速上涨至第一。但是另一方面乱象不断，一些项目真假难辨，其中有矛盾和反差之处。从背景看，国内半导体产业面临的局势也更加复杂，首先是美国打压带来的产业链压力，首当其冲的华为和中芯国际都处在不确定当中，国产替代的脚步在加快。

近日，清华大学教授魏少军在接受媒体采访时表示，中国芯片产业在当前的处境下带来的反弹影响深远，将会加速国产及欧日韩元器件作为替代。同时，他提到，中国 28nm 芯片产业链有望在 1-2 年内走向成熟。

在魏少军看来，原来中国整机企业不太（愿意）使用国产元器件，现在则发生了一个根本变化，开始主动使用国产元器件。“从供应链的安全来说，它要去寻找一种替代的方

案，当然也不局限于在国内自己的元器件，还包括其他国家和地区比如欧洲、日本、韩国的元器件作为替代。”

虽然国产替代是大家期待，但是这仍需要长久的体系化的培育，韩国押上国运倾力投入半导体产业方得到当今地位，日本也是几经波折建立起较完善的半导体产业链壁垒，中国的国产替代任重道远，同时多位专家也提到，需要联合能够联合的合作伙伴，扩大朋友圈。

而国产替代的一大催化因素就是美国“实体清单”等相关管制，华为之后，中芯国际近期也被列入名单当中，在 2021 年中，两大巨头也成为两大核心变数，一方面，美国换届选举后对于中国科技企业的举措也有可能发生变化，但无论最后取向如何，需要重新探讨就有一定的缓冲时间来准备；另一方面，和合作伙伴一起建立去美化、自主化的产线绝非易事。

TrendForce 集邦咨询指出，自 2020 年 9 月 10 日中芯国际首次传出可能被列入实体清单后，其主要美系客户高通、博通即陆续规划转单，甚至包括中国厂商兆易创新也已调整将主要配套生产交由华虹集团。而 2020 年 12 月 18 日正式被美国商务部列入实体清单后，规定美系供应商都需申请许可才能对其出货，其中，10nm（含）以下先进制程设备皆被全面拒绝核发许可。

目前中国自产设备仅可提供最先进的 90nm 产线，短期内欲达成半导体产线全自主化的可能性极低，中芯国际目前尚无 10nm 以下产品进入量产，同时往后制程研发及扩产皆会面临更多阻碍。此外，目前最大隐忧在于设备耗材及化学原物料，虽然中芯国际正积极导入中国自产设备及化学原物料，但导入情况仍未明朗。

华为也在继续求生存，并在半导体领域持续扎根，解决芯片难题。华为旗下的哈勃科技投资有限公司已经投资了不少产业链公司，比如近期披露的国产 EDA 企业九同方微电子，以及宁波润华全芯微电子设备有限公司，国产替代将是一场持久的供养。

数字化推动硅需求 2021 年产能依旧紧缺

与此同时，产能不足的问题将继续影响半导体产业。

一方面，数字化生活为半导体产业带来强劲需求和新机遇，数据中心、智能汽车、可穿戴设备、智能家居等 IoT 品类对于各类芯片、电子元器件的需求大幅度提升。

比如 5G 手机中的硅含量将大大提升，Sumco 预计 5G 智能手机升级将拉动需求，单机的 DRAM、Camera 硅含量翻倍，NAND 硅含量增长至 8 倍；恩智浦半导体全球销售与营销执行副总裁 Steve Owen 就曾对 21 世纪经济报道记者表示，将来的电动车里可能会配有 1000 美元的半导体产品。

另一方面，面对剧增的需求，全球却产能紧缺，国内的产线产能也供不应求，紧缺程度大。SEMI 预测，2021 年晶圆代工厂（Foundry）会继续出现供给紧迫的现象，2020 年的晶圆代工市场会较上年增长 20%，工厂会收到客户的大批量订单，因而导致满负荷运转、供给紧凑。受到美国制裁的中芯国际的客户应该会去寻找新的代工厂，某种程度上对晶圆代工的需求会出现增长。同时，由于 PMIC、DDI、MCU、传感器的需求增长，200mm Foundry 的供给尤其紧迫。

导致产能紧缺有多方面因素，除了扩产不够外，还有疫情、美国打压、提前备货等等原因。目前来看，紧迫的状况还将持续到 2021 年。

展望 2021 年，TrendForce 集邦咨询针对需求端做出三项假设，首先，疫苗效果及副作用仍有不确定性，疫情带来的联网及宅经济需求将维持一定力道；再者，中美贸易摩擦未见转机；最后，全球经济历经 2020 年的停滞，预期 2021 年将有所回温。目前预估各项终端产品包含智能型手机、服务器、笔电、电视、汽车等皆将在 2021 年有 2%~9% 不等的正成长，除上述终端产品带动的零组件需求，通讯世代交替，5G 基站、WiFi 6 布局也会持续发酵，带动相关零组件拉货力道持续。因此，预估 2021 年晶圆代工产值可望再创新高，年成长近 6%。

芯谋研究预计，产能不足带来的紧张会传导到 2021 年，“据说封装厂和制造厂产能已经预定到 2021 年年中，由此看来短期内产能紧张难以缓解，我们预计 2021 年上半年产能依然非常紧张，但下半年可能有所缓解。”

“预计成熟工艺和 8 英寸产能依然紧张，尤其是 55nm 和 180nm，除了 8 英寸产线全都面临紧张局面，12 英寸产线的成熟节点也会紧张。同时要关注美国政府的更迭或许对华为策略有所更新，一旦生变，则会给系统制造需求端、自主可控芯片供给侧的走势带来很大影响，”芯谋研究还指出，“国内扩产依然在继续，中芯国际和华虹半导体是中流砥柱，二者分别贡献了超过 34%、18% 的已有产能。尤其是华虹半导体新增产能发力，贡献了 35% 的新增产能。此外在新增产能上，联电、粤芯、华润、新芯的力度也很大。”

来源：21 世纪经济报道

证监会出手加强私募基金监管 明列“十不得”禁止性要求

此次《规定》发布最大的看点，莫过于形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。

整体来看，《规定》发布后，未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行私募基金业务活动。

1月8日，证监会发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称《规定》）。对此，证监会表示，新规旨在进一步加强私募基金监管，严厉打击各类违法违规行为，严控私募基金增量风险，稳妥化解存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益。

自2013年纳入证监会监管以来，私募基金行业取得快速发展，在促进社会资本形成、提高直接融资比重、推动科技创新、优化资本市场投资者结构、服务实体经济发展等多方面发挥着重要作用。数据显示，截至2020年底，在基金业协会登记的私募基金管理人2.46万家，备案私募基金9.68万只，管理基金规模15.97万亿元。

但在行业快速发展的同时，包括公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行登记备案义务、错综复杂的集团化运作、资金池运作等乱象也时有发生。近年来阜兴系、金诚系非法集资、操纵市场等典型风险事件也引来了监管足够的警惕。

证监会相关负责人表示，要全面总结私募基金领域风险事件的发生特点和处置经验，通过重申和细化私募基金监管的底线要求，“让私募行业真正回归‘私募’和‘投资’的本源，推动优胜劣汰的良性循环，促进行业规范可持续发展”。

借贷、担保、明股实债遭明令禁止

此次《规定》发布最大的看点，莫过于形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。

整体来看，《规定》发布后，未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行私募基金业务活动。

在业务范围上，《规定》要求管理人聚焦投资管理主业，围绕私募基金管理开展资金募集、投资管理、顾问服务等业务，不得管理未依法备案的私募基金，不得直接或者间接从事民间借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、众筹、场外配资等任何与私募基金管理相冲突或者无关的业务。

具体到私募基金投向上，《规定》也在着力引导私募基金回归证券投资、股权投资等，重申了投资活动“利益共享、风险共担”的本质。

其中明确，严禁使用基金财产从事借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，严禁投向类信贷资产或其收（受）益权，不得从事承担无限责任的投资，不得从事国家禁止投资、限制投资以及不符合国家产业政策、环保政策、土地管理政策的项目等。

但与此同时，遵从商业惯例，《规定》允许私募基金以股权投资为目的，为被投企业提供短期借款、担保。不过，借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%。

而私募基金管理人股权结构也被要求应当清晰、稳定。私募基金管理人在登记时应如实披露其出资结构，不得有代持、循环出资、交叉出资、层级过多、结构复杂等情形，不得隐瞒关联关系或者将关联关系非关联化。

值得一提的是，同一单位、个人控股或者实际控制两家及以上私募基金管理人的，还需说明设立多个私募基金管理人的合理性与必要性，全面、及时、准确披露各私募基金管理人业务分工。

证监会方面透露，对于能够建立良好内部治理和风控体系的集团化私募基金管理人，“可给予差异化监管，实现扶优限劣”。

这样的激励制度也体现在“新老划断”问题上。《规则》中表示，针对不符合规定的存量私募基金管理人，通过实行新老划断、设置过渡期等予以分类处理。同时将结合整改情况，对主动提前完成整改的私募基金管理人，给予适当的差异化监管和自律安排。

资金池业务、自融行为不得开展

立足私募基金“非公开募集”本质，《规定》还细化重申了私募基金募集过程中的禁止性行为要求。

包括不得提供多人拼凑、资金借贷，不得向不特定对象宣传推介，不得直接或者间接向投资者承诺保本保收益，不得夸大宣传、虚假宣传，以及不得设立以从事资金募集活动为目的的分支机构以及突破投资者人数限制等内容。

值得注意的是，在合规投资者的范围的认定上，《规定》表示，国务院金融监督管理部门监管的机构依法发行的资产管理产品、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者，不再穿透核查最终投资者。

“这意味着 QFII、RQFII 未来投资私募不再穿透核查，不合并计算投资者人数，对私募基金引入长期资金而言是一大利好。”有北京地区私募基金从业者评述道。

除私募基金募集过程中的禁止性行为外，《规定》还明列了十三条私募基金管理人及其从业人员的禁止性行为，包括对不同私募基金单独管理、单独建账、单独核算；开展或者参与具有滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价等特征的资金池业务；以套取私募基金财产为目的，使用私募基金财产直接或者间接投资于私募基金管理人、控股股东、实际控制人及其实际控制的企业或项目等自融行为等内容。

“私募基金将进入强监管时代。”华宝证券认为《规定》的制定主要是为了规范私募投资基金业务活动，进一步加强私募投资基金监管，严厉打击各类违法违规行为，严控私募基金增量风险，稳妥化解私募基金存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益，整体将完善私募基金的监管体系。

证监会方面也表示，下一步将按照“建制度、不干预、零容忍”总体要求，进一步完善私募基金法律法规体系，夯实加强私募基金监管的制度基础。同时，证监会将加大政策支持力度，统筹加强私募基金监管和促进行业规范可持续发展，进一步发挥私募基金在提高直接融资比重、支持创新创业、服务实体经济和居民财富管理等方面的重要作用。

来源：21 世纪经济报道

注册制下借壳上市进入冰河期 资本市场并购重组或将迎来优化

尽管价值不断降低，但壳资源不会全然消失，多位投行人士都表示，有一些资产不适于 IPO 的严格要求，可能还是要依靠壳平台路径。

壳彻底不值钱了。

随着注册制改革持续推进、退市新规正式施行、面值退市迈向常态化，此前备受关注的借壳上市已经进入冰河期，

借壳上市数量持续下滑，而最终完成借壳上市的企业更是寥寥无几。

一位摩根士丹利华鑫证券的投行人士表示，借壳上市已经是并购重组里的非主流事件，A股壳资源价值将继续走低，A股壳生态正在加速重构。

一位投行专业人士在微博上公开发表了《由冷及冻-随便写写 2020 年 A 股并购重组市场》的评论帖子，明确表示，“并购重组在会项目到了个位数，与同期的 IPO 和再融资相比，并购重组市场显著边缘化。七年后，市场回到了从前模样”，并特别感叹，“别谈借壳了，绝对的非主流事件。”

借壳上市数量不断下滑

证监会数据统计显示，2020 全年共有 396 只新股相继登陆沪深市场，募资金额接近 4700 亿元，上市企业数量和募资总额均为近 10 年来新高。

但并购重组市场却不温不火，和以往动辄股价翻倍的走势相比，2020 年的并购重组交易并没有引发市场较大关注，股价普遍表现平淡。

值得一提的是，并购重组里借壳上市数量急剧下滑。Wind 统计数据显示，仅 6 家企业在 2020 年完成借壳上市，分别是：天下秀、万邦德、罗欣药业、天山铝业、浙农股份和 ST 宏盛。

比起借壳上市的高峰期 2015 年的 34 家企业已然大幅下滑，相比 2019 年的 9 家也下滑比例超过 33%。

在这 6 家借壳上市的企业中交易金额过百亿的仅天山铝业一例，以往数百亿的借壳上市已不复存在。

2020 年 7 月，天山铝业借壳新界泵业的方案正式完成。根据方案，新界泵业通过重大资产置换、发行股份购买资产、股份转让三项交易，装入天山铝业 100% 股权。在此次交易中，天山铝业估值为 170.28 亿元。交易完成后，上市公司主营业务变为原铝、预焙阳极、高纯铝、氧化铝以及铝深加工产品与材料的生产和销售。

对此，投行人士表示，在试点注册制改革的大背景下，大批龙头公司都会选择直接上市，借壳的资产或多或少是 IPO 有点障碍的企业，巨头不选择借壳，借壳市场自然冷清。

小盘股壳资源价格降低

曾几何时，核准制下 A 股上市平台被看作一种稀缺资源，以致一些上市公司沦为“绩差股”后仍受资金追捧。

中泰证券首席经济学家李迅雷表示，作为注册制的配套，市场化的退市制度对 A 股市场长期存在的“壳股”现象将起到釜底抽薪的作用。过去买了股票被套了就一直拿着等解套这种操作将不可行了，因为差股票很可能像香港市场上的“仙股”一样无人问津，最后只能退市。

李迅雷认为过去一些业绩很差、市值很小的上市公司经常被关注，也有不少最后通过借壳上市实现华丽转身。因此，A 股的小市值股票成交活跃度和市值占比都一直偏高。以市值中位数以下的股票的市值占比为例，A 股明显高于美股等成熟的资本市场，未来业绩差的小公司将进一步受冷落。

21 世纪经济报道记者也了解到，截至 1 月 11 日，A 股市场股价不到 1 元的仙股共有 12 只，其中股价最低的*ST 海创 B 股价收报 0.102 元。

深圳资深投行人士也表示，注册制改革的推进，会大幅降低壳资源价值。未来纯壳估值将逐步向港股的壳价估值靠拢。港股主板壳目前估值为 4 亿至 5 亿港元，创业板为 1 亿至 2 亿元。

尽管价值不断降低，但壳资源不会全然消失，多位投行人士都表示，有一些资产不适于 IPO 的严格要求，可能还是要依靠壳平台路径。

限制绩差公司重组与借壳上市大势所趋

深圳证监局原局长张云东在接受媒体采访时曾公开表示，资本市场是优胜劣汰、优化资源配置的场所，但是以往退市制度过于宽松，留给一些人较大运作空间，“空壳”被追捧，“保壳”“卖壳”“借壳”乱象层出不穷。

因此，应该严格限制绩差公司重组与借壳上市，同时实施坚决的退市制度。

2020年12月31日，沪深交易所发布了覆盖全市场的新退市制度，并且自发布之日起生效实施。本次新退市制度改革完全借鉴了科创板与创业板新退市制度规则，在主板和中小板全面实施，也就是说，新退市制度早于注册制实行了全市场覆盖。

随着注册制改革的不断推进，资本市场并购重组或将迎来优化，规范性也随之提升，业内人士指出，在上市公司不断扩容的背景下，将会有更多基于收购标的产业价值的买壳，不是并购重组，而是产业整合，“壳价格降低对于产业整合来说算是利好，因为围绕上市公司收购整合的成本及阻力降低，有利于产业整合交易。”

来源：21世纪经济报道

创投公司上市通道或将打通 募集资金“脱实向虚”仍是严控红线

未来注册制下如何平衡信息披露与私募基金特性，仍是监管需要关注的重点。

私募股权基金上市再被重提。

1月8日，深圳市地方金融监管局发布《关于促进深圳股权投资持续高质量发展的若干措施（征求意见稿）》，并公开向社会征求意见。除一系列利好“募投管退”的举措外，

征求意见稿中还特别提出“探索优秀股权投资管理机构上市制度安排”。

事实上，这并非唯一的风向。

“去年下半年监管层也在探讨资管机构上市的可能性。”有接近监管层的私募股权人士对记者表示。

“自 2015 年末证监会叫停私募股权投资机构挂牌新三板以来，PE/VC 上市这件事已经多年没有被重提。这次虽然不是证监会系统发声，但也代表了监管对此态度的软化。但现在只是明确了方向，未来如何解决 PE/VC 上市中包括信披在内的问题，还需要证监会给出答案。”有北京地区私募股权基金相关负责人称。

而据 21 世纪经济报道记者了解，此前遭证监会立案调查的明星 PE 九鼎集团，其调查结果有望于近期出炉。结合证监会刚刚发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，在进一步规范私募行业，对行业旧案定性之后，私募股权基金上市或正迎来新的开端。

曾经的“先行者”们

私募股权机构链接中国资本市场的故事由来已久。

2014 年 4 月 29 日，九鼎集团正式挂牌新三板，这也是国内私募基金管理机构“亲身”链接资本市场的首次尝试。

与此同时，作为新三板 PE 的先行者，九鼎集团还在挂牌时首创了基金 LP 持有份额转换为股权的方式。公司在挂牌前即公布定增方案，提出以每股 610 元的价格向 138 名股东发行 579.8 万股股份。其中大部分定增对象是九鼎集团所管理基金的过往 LP，这些 LP 以其持有的基金份额估一个基础值，再置换成九鼎集团的股份。这样的手法让九鼎在新三板的第一笔融资就高达 35.37 亿。

“对于有套现需求的 LP 来说，置换为股权更加适合减持退出。对于私募机构来说，将已有的有限合伙人转成股东，可以迅速扩大资产负债表，当时几乎没有人质疑过 LP 转股是否合理。”上述私募股权基金相关负责人回忆称。

有国内某中小券商投行负责人就指出，LP 转股也意味着有些可能投资失败、无法退出的项目会通过 LP 转股的形式注入了挂牌公司，风险转嫁到二级市场投资者身上。“私募机构的估值也在这个过程中炒得很高，实控人的个人财富暴涨，我们当时测算九鼎估值几乎相当于黑石基金。”

就在挂牌后首轮融资拿下 35.37 亿资金后，九鼎集团在 2014 年又迅速开启了 22 亿元的第二轮融资。此次融资由认购方现金购买，创下了当时新三板上定增募资的最高纪录。至 2015 年 11 月初，九鼎集团再次宣布完成了一笔总规模为

100 亿的融资，成为了新三板历史上累计融资额最大的企业之一。

而九鼎的一系列资本运作也令行业振奋，后续包括中科招商、硅谷天堂、信中利等私募股权机构均奔新三板而来。据 2015 年全国股转系统披露的数据显示，当年全年新三板完成融资 1216 亿，而包括九鼎投资、中科招商等多家私募机构的融资累计超过了 300 亿元。

但从各家机构募资之后的动作来看，似乎只有较少募集资金真正流入了实体经济。

九鼎集团就在获得巨额融资后先后拿下了公募基金和券商的牌照。巅峰时期，九鼎集团旗下还拥有九信资产、中捷保险经纪、九恒金服、借贷宝等子公司，逐渐构筑起全牌照的金控版图。公司还在 2015 年通过收购上市公司中江地产更名为九鼎投资，实现曲线上市。

另一家具有代表性的私募股权机构中科招商，则是在拿下公募基金牌照后，选择在股市剧烈波动后大规模抄底众多股权分散、市值小的上市公司。其在凶猛融资百亿后，成为包含多元化投资业务的金融集团。

“新三板市场上私募股权机构利用资本市场加大杠杆频繁融资，最终又拿这笔钱去做金融业务，这与脱虚向实的要

求相悖，这也引来了后续监管的关注。”泽浩投资合伙人曹刚指出。

2015 年末，证监会宣布暂停私募基金管理机构在新三板挂牌和融资，并对前期融资的使用情况进行调研。而后续随着股转系统对挂牌私募机构的整改，监管对金控集团政策的收紧，曾经辉煌的新三板挂牌私募也落得一地鸡毛。其中，中科招商因整改不合规遭股转公司摘牌，九鼎集团则在出售部分进入资产后，因涉嫌违反证券法律法规，被证监会立案调查。

上市风向或正改变

九鼎等一众私募带来的影响过于深远，以至于监管在此后的数年间再未重提私募股权基金上市的话题。直到此次深圳金管局发文，提出探索优秀股权投资管理机构上市制度安排。

“实际上据我了解，去年下半年监管也在探讨资管机构上市的可能性。”有接近监管的私募股权人士表示。

对于私募基金行业上市的必要性，深创投董事长倪泽望曾表示，私募基金是一个周期性的行业，上市募集的资金可以作为 GP 的长期核心资金带动更多的 LP 资金，有助于形成长期资本，活跃资本市场的流动性。

而另据 21 世纪经济报道记者了解，证监会对九鼎集团的立案调查结果也将于近日公布。

“九鼎违法违规的事件被定性后，后续如何规范私募股权机构就会变得有的放矢。配合深圳金管局的文件，监管层或许会进一步出台细则，解决私募股权机构募资使用不透明的问题，打通上市通道。”有北京地区资深投行人士称。

值得一提的是，就在 1 月 8 日，证监会发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，新规进一步加强了私募基金监管，严厉打击各类违法违规行为。

具体而言，除首次对私募基金名称作出类型分类的要求外，新规还明令禁止了借贷、担保、明股实债、资金池业务、自融等一系列违法违规行为。

“发布新规规范、解决陈年旧案，将一系列事件联系起来看，监管层对创投上市的态度或许真的在转变。”上述资深投行人士也表示，虽然监管层对私募股权机构上市的态度有所软化，但募集资金脱实向虚依然是不能触碰的红线。“一个是募集资金的使用，一个是再融资的要求，都需要进一步明确。”

在上述中小券商投行负责人看来，未来注册制下如何平衡信息披露与私募基金特性，仍是监管需要关注的重点。

“此前九鼎们募集资金后去布局 P2P，甚至在二级市场上炒壳，无疑跟国家扶持创新创业实体经济的政策不合，必须要通过信息披露或者监管将其主业聚焦在实体经济投资上。但作为管理他人资金的私募股权机构，很难直接通过信息披露说清楚每一笔资金的去向，其中涉及股权投资的内幕敏感信息又该如何处理，这些都需要进一步的平衡和明确。”该负责人表示。

除此以外，太平洋证券投行部董事总经理王晨光则提出，从以往 PE 机构参与上市公司股权投资的案例来看，未来私募股权机构上市还将面临实控人认定的难题。“许多创投公司采用的是合伙制，或者股权结构更为复杂，出现多层次嵌套的情况。公司实控人的认定与控制权的稳定性，也是监管关注的焦点。”

上述北京地区私募股权基金相关负责人则指出，此次深圳金管局提出探索“优秀”股权投资管理机构上市，“且不说优秀如何界定，目前来看应该只有形成一定业务规模且业绩波动较小的机构才有希望上市，最终上市的家数不会太多。”

“从新三板挂牌私募股权机构的乱象，到现在推动上市，监管层的改革不可能一蹴而就。但在注册制全面推行与私募基金管理进一步规范的大背景下，监管层的风向与思路或许正在改变。”上述北京地区资深投行人士表示。

专访金镒资本创始管理合伙人杨焱：积极拥抱消费新趋势带来的产业投资机遇

“虽然说近两年由于去杠杆、资管新规等因素，股权投资行业募资处于‘寒冬’，但我们仍然非常坚定要创业，打造新一代的本土 PE 基金。”杨焱回忆起创办金镒资本的心路历程时说。

“虽然说近两年由于去杠杆、资管新规等因素，股权投资行业募资处于‘寒冬’，但我们仍然非常坚定要创业，打造新一代的本土 PE 基金。”杨焱回忆起创办金镒资本的心路历程时说。

刚刚过去的 2020 年，不仅有名创优品、完美日记、泡泡玛特等一批新消费品牌登陆资本市场。更有喜茶、元气森林等公司仍在高速增长，它们是新消费市场的弄潮儿，正不断刷新行业的纪录。

值得注意的是，虽成立只有两年时间，金镒资本已经收获了多家上市公司，具体包括世界级消费品牌名创优品与全球生物科技龙头华熙生物。同时，金镒还有多家被投资企业完成了更高估值的新一轮融资。

在新消费巨浪中，金镒资本看到了哪些消费新趋势与投资新机会？当众多机构布局消费赛道，金镒资本的核心竞争

力如何体现，又如何投资到头部项目的？近日，金镒资本创始管理合伙人杨焱接受了 21 世纪经济报道的专访。

逆势创业，打造新一代本土 PE 品牌

记者在一间会议室内见到杨焱，她妆容精致、穿着靓丽。一个半小时的交谈过程中，杨焱言语直爽，热情干练，展现出了独特的人格魅力。

“虽然说近两年由于去杠杆、资管新规等因素，股权投资行业募资处于‘寒冬’，但我们仍然非常坚定要创业，打造新一代的本土 PE 基金。”杨焱回忆起当时创办金镒资本的心路历程，“我们要结合当前的时代机遇与十几年的专业经验和生态，参与推动中国的消费升级和产业升级发展。”

从全球最大的 PE 投资机构，到自己创立 PE 基金，杨焱坦言，中间既有很强的延续性，也有很大的差异性。“我们对金镒的顶层思考很多，这个过程中要做的事情很多，但是‘日拱一卒，功不唐捐’，团队每天都非常有意义，都有新的收获。”杨焱说。

研究驱动，深度布局消费升级、产业升级赛道

在投资方向上，金镒资本锚定投资消费升级和产业升级领域两大赛道。具体在消费升级领域，金镒资本秉承着深度研究驱动的价值投资理念，重点关注五大消费新趋势。

杨焱称，第一大新趋势是新消费者和新消费需求的产生。随着新一代消费者（80后、90后、00后）成为消费主力军，他们的消费习惯发生根本变化。

第二个消费新趋势是新流量池和新渠道的更迭。杨焱谈到，每次渠道和流量变迁都会带来新机会。第三个消费趋势是内容和产品设计成为新品牌的核心竞争力。第四是新供应链的产生。名创优品这样的消费企业也借助中国的供应链优势，将产品带到海外。

第五，理性消费也是巨大的趋势和结构性大机会。除了对消费升级领域有深入研究，金镒资本同样重视产业升级领域带来的投资机会。

杨焱表示，新科技比如5G、大数据、云计算、人工智能等都是新时代的新基础设施，是新一轮产业变革的重要驱动力，团队也有积极布局。

合作心态、生态赋能——投资头部项目的“密钥”

华熙生物是金镒资本在消费赛道的典型投资案例，它的发展也顺应了上文提及的新消费者和新消费需求、新流量和渠道、新内容、新供应链等诸多新消费趋势。

回忆起当时和赵燕董事长的交流过程，杨焱多次提到“partnership 合作心态”与“生态赋能”。

“我以合作伙伴的心态和赵董交流，企业家在企业成长周期可能会遇见地各种问题和挑战，然后毫无保留的跟他分享我们团队在过往投资案例中，协助企业在成长期、成熟期、并购期、转型期解决各种难题的经验。”杨焱回忆称。

金镒资本在 2019 年初投资华熙生物，当年 11 月，华熙生物在科创板正式上市，成为科创板成长性和盈利能力名列前茅的企业。以公司现在市值计算，金镒资本在这笔交易中已经获得丰厚的账面回报。

这只是金镒资本众多投资中的一个缩影，体现了他们希望持续在消费升级和产业升级领域，投资更多处于稳健高速增长期的企业，成为企业家友好的 **partner**，并为企业带来价值赋能。

来源：21 世纪经济报道

《江苏创业投资》联系方式：

江苏省创业投资协会

地址：南京市虎踞路 99 号高投大厦

邮编：210009

电话：025-83303470

E-mail: jsvca2000@163.com;

网址: www.js-vc.org