

2022 年 9 月 28 日

战略发展部 投研模块

闫超

2022 年受疫情反复、经济下行等因素影响，国内 PE 市场承压——募资、投资与退出都变得比以往更加艰难。而私募股权二级市场 (PE Secondary Market) 则在逆周期的过程中迎来快速发展。北京、上海、南京相继落地首支 S 基金，国内专业 S 基金集中涌现，其中不乏国资、外资等机构身影。最近还传出国内头部 VC/PE 机构涉足 S 交易方面的消息。一时间，“S 交易”、“S 基金”成为创投圈的“热搜”词条。但市场对 S 交易仍不太熟悉，甚至把 S 基金误解为“接盘侠”…… 本文将从市场概述、交易特征、关键环节与核心能力要求 4 个维度聊聊国内 S 交易市场。

## 国内 GP 主导 S 交易渐成主流，S 市场迈向快速发展期

**S 交易指私募股权二级市场交易，分为份额交易与资产交易。**其中，份额交易主要指从已有 LP 手中购买相应的基金份额，而资产交易专指从 GP 手中购买基金中部分或所有的投资组合。

**从交易模式看，分为 LP 主导与 GP 主导两类，前者以份额转让为主，后者以资产包交易、基金接续与重组交易模式为主。**国内 S 交易从 2013 年前后出现，其初衷是为解决 LP 的流动性诉求，因此国内最初 S 交易是以 LP 主导。然而，随着近些年国内“高龄”基金集中到期，GP 主导的基金接续与重组、资产包出售等复杂 S 交易在国

内相继出现，S 交易呈现机构化、专业化发展态势。2021 年 GP 主导 S 交易占比稳步提升，其中 85%增量是更专业的接续型 S 基金。

**S 基金指一类专注于私募股权 S 交易的基金产品。**与传统 PE/VC 基金不同，S 基金主要通过买入二手份额，等待对应项目退出或份额溢价出售获利，是一种特殊的母基金。**近些年，S 基金渐受机构青睐并非偶然，既有产品自身优势，也有外部驱动的因素。**产品方面，S 基金整体风险可控、现金回流较快、收益相对稳定，满足机构配置需求。首先，S 基金风险可控源于其底层资产非盲池、透明度较高，并且投资策略通常采用更稳健的分散化资产配置；其次，S 基金通常在 PE/VC 基金成立 3-4 年后进入，存续期短，因而现金回流更快；另外，S 基金的收益表现相较稳定，与折价收购、资产退出确定性高等因素密不可分。外部驱动方面，基金到期的接续诉求，政府、金融机构的退出诉求，以及私募股权转让平台陆续设立等外部因素，共同推动国内 S 基金的快速发展。S 基金由此变得“家喻户晓”。

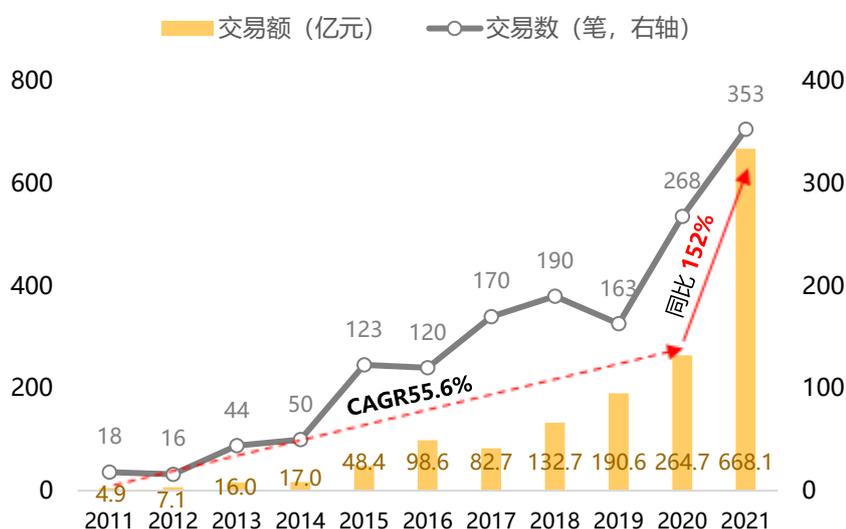
**尽管国内 S 市场起步晚，与国外成熟市场相比仍有距离，但市场差距正逐步缩小。**国外 S 市场始于上世纪 80 年代，领先国内市场 30 余年，市场差距具体表现在集中度、渗透率、交易模式与平台服务四方面——1) 国外 S 基金募资前 10 占比 72%，机构化头部化特征明显，国内 S 交易方相较分散；2) 国外 PE 二级市场交易渗透率达 10%，而国内 S 渗透率仅 3%；3) 国外交易模式更复杂，比如捆绑型、接续型等 GP 主导的复杂交易模式占 50%，而国内目前仍以 LP 份额转让为主；4) 国外 S 市场估值定价、中介服务更成体系，国内目前三

方专业机构仍比较少，项目信息不对称、定价缺乏标准等问题仍存。尽管前路漫漫，但是差距更是动力。近年，国内 S 市场在内外部因素的推动下，迈向快速发展期，与国外 S 市场差距有望进一步缩小。

## 科技、医疗项目备受机构青睐，但疫情下买方出价更谨慎

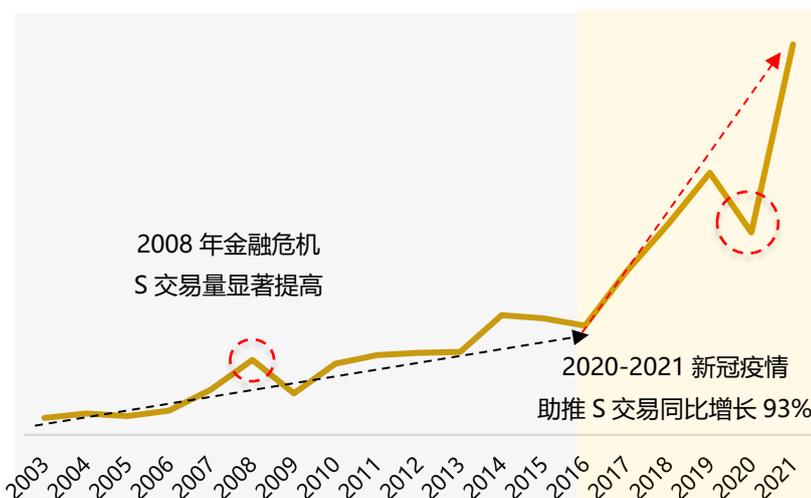
成交“量”方面，2021 年国内私募股权 S 交易量迎来爆发式增长。2021 年国内 S 交易额跃升至 353 亿元，同比增长 152%，超过近 10 年约 56% 的 CAGR 增速。对比 2021 年全球 S 交易约 93% 同比增速，尽管均受到 2020 年疫情封控影响，但国内 S 交易发展态势依然不落下风。

图1：国内私募股权二级市场交易统计



数据来源：ZERONE、远洋资本战略发展部

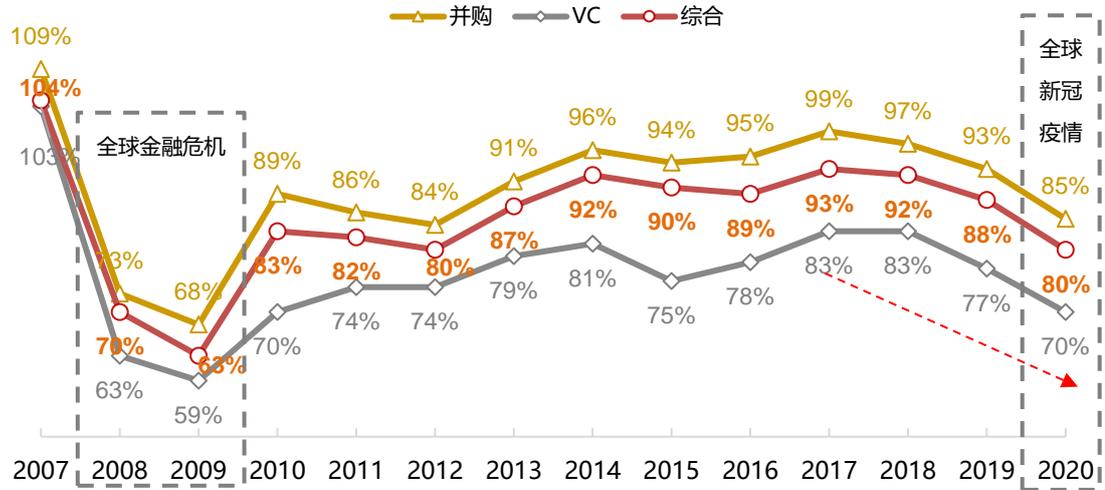
图2：全球S交易数量趋势\*



注：\*根据当年 S 交易金额、NAV 交易综合价格估算得出  
数据来源：Jefferies、Greenhill、Cogent Partners、远洋资本战略发展部

**成交“价”方面，面对经济下行压力，买方出价谨慎，综合报价降至 8 折以下。**回顾全球 S 交易走势不难发现，在经济低迷期（如 08 年次贷危机、20 年新冠疫情），S 交易量的阶段性抬升往往是因为卖方有较强的资金回笼等流动性诉求。而买方面对这一时期市场环境与供需关系的剧烈变化，报价更为谨慎。例如，2008-09 年 S 平均报价（相对于 NAV）由此前的 104%骤降至 63%；2020-21 年受疫情影响价格也普遍在 8 折以下。

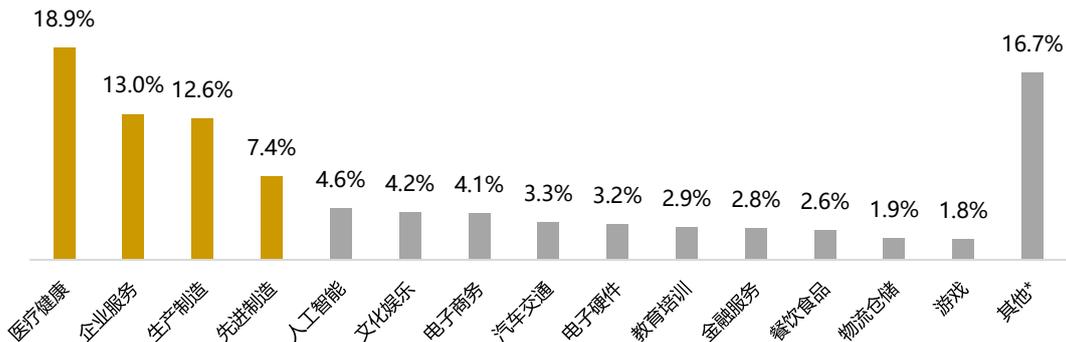
图3：各年度S交易平均报价（相对于NAV）



注：因国内数据缺少权威统计，此处数据为全球数据  
数据来源：Greenhill、清科、远洋资本战略发展部

**行业特征方面，科技、医疗更受青睐。** S 交易热门赛道依次为医疗健康、企业服务、先进制造，合计占比超过 50%。这一方面和近些年国家鼓励科技创新有关，另一方面也源于该类标的在资本市场退出和回报预期的高确定性。

图4：2021年S交易标的行业赛道分布



注：\*其他行业包括消费升级、物联网、房产家居、生活服务、旅游户外、能源环保等，占比均低于 1.5%。此处合并统计  
数据来源：ZERONE、远洋资本战略发展部

**市场玩家方面，个人与企业投资者最活跃，母/S 基金、金融机构参与度显著提升。** 首先，个人与企业投资者交易决策流程简单、交易灵活度高，使得个人及企业参与 S 交易数量最多，合计占比近 50%。

其次，金融机构、母/S 基金等机构投资者受政策鼓励、自身投资策略调整等内外因素影响，2021 年参与 S 交易明显增多。其中，金融机构 S 交易额占比最高（约 24%），2021 年母/S 基金、金融机构 S 交易额较 2020 年分别提高 15、5 倍。

图5: S交易参与方类别分布  
(数量)

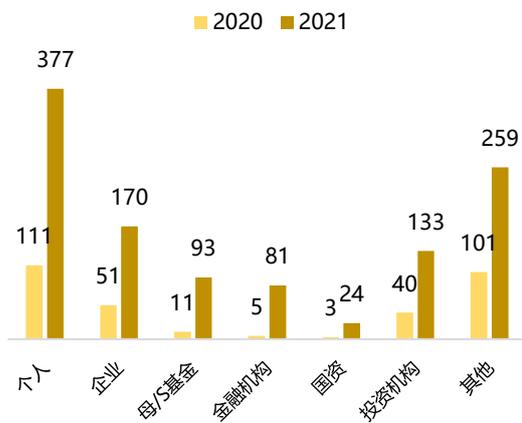
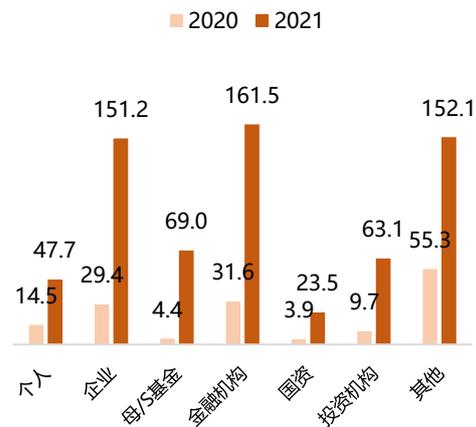


图6: S交易参与方类别分布  
(金额, 亿元)



数据来源: ZERONE、远洋资本战略发展部

**交易基金类型方面, PE/VC 基金更受青睐, 退出期基金占比 70%。**

PE/VC 基金, 尤其是处于退出期的基金, 盲池风险小, 被投企业更成熟, 之后退出安排、回报预期更明确, 因而在 S 交易基金类型中的占比较高。

图7: S交易基金期限分布  
(按数量)

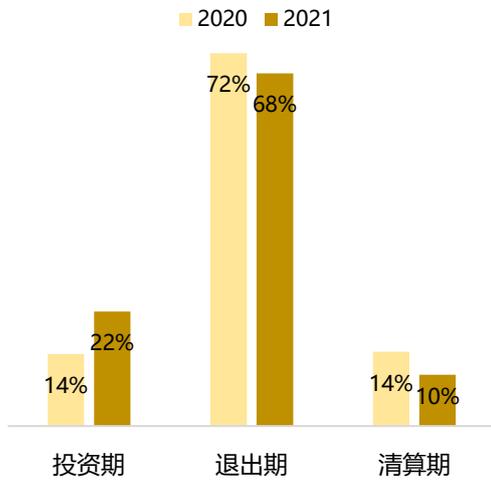
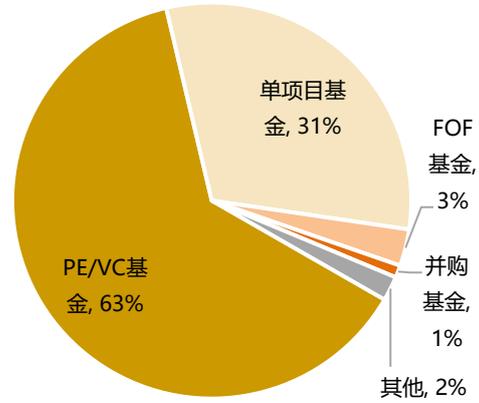


图8: 2021年S交易标的基金类型  
分布 (按数量)



数据来源: ZERONE、远洋资本战略发展部

**从单笔交易看, 金额分布呈哑铃结构, 专业机构倾向大额交易。**

其中, 单笔 3000 万以下交易占比 45%, 主要由个人 LP 参与; 而单笔 2 亿元以上交易占比 21%, 其中金融机构、母/S 基金贡献最多, 更偏向大额交易, 这与机构摊薄研究、尽调、决策和投后管理成本等诉求有关; 而处于 3000 万-2 亿中间段的单笔交易占比 33%。

图9: 2021年S交易单笔金额  
(数量占比)

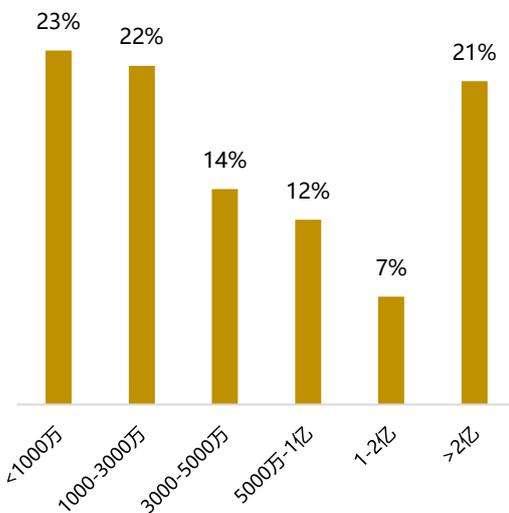
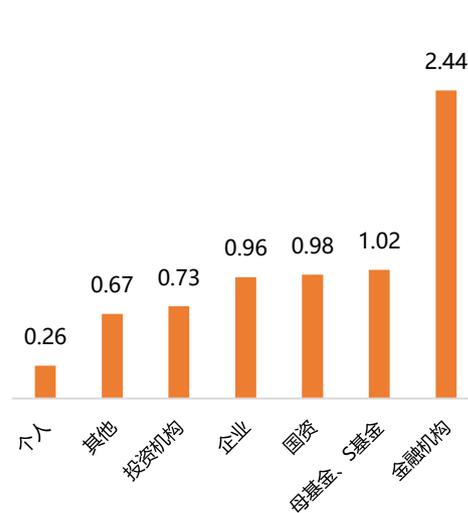


图10: 2021年S交易各LP平均  
单笔金额 (亿元)

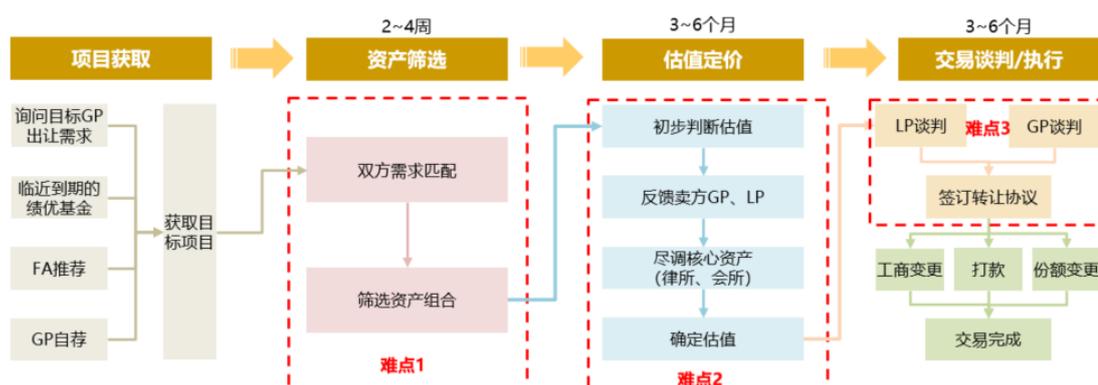


数据来源: ZERONE、远洋资本战略发展部

## 资产质量是买方关注焦点，估值定价则是双方主要分歧点

**S 交易从买方视角来说，包括项目获取、资产筛选、估值定价、交易谈判 4 个主要环节。**对卖方而言，前期资产组合与定价、后期交易谈判阶段更加重要。从交易周期来看，**S 交易平均耗时约 6-12 个月**，其中资产尽调估值、交易谈判耗时较长，均要 3-6 个月左右。如若 S 交易周期过长 (>1 年)，不仅会影响对底层资产质量的判断，且易受市场环境的潜在影响，不利于 S 交易落地。

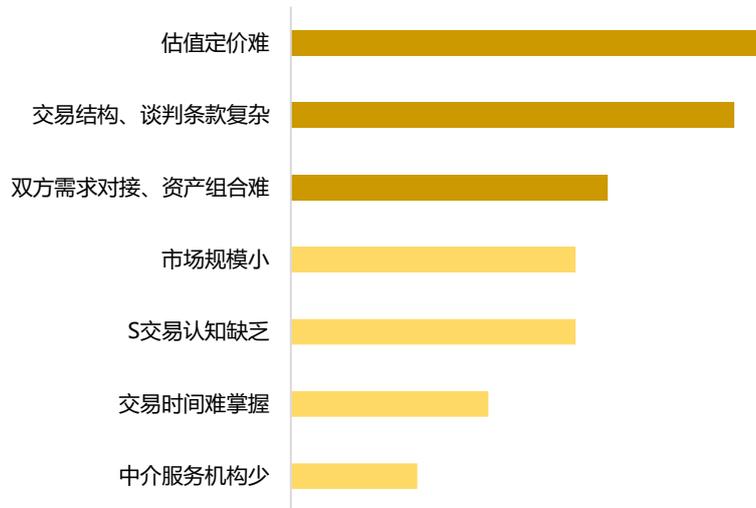
图 11: S 交易环节与难点示意图



数据来源：投中、远洋资本战略发展部

**资产估值定价难、条款谈判复杂、双方需求对接难是当下 S 交易的重难点，也是 S 交易失败的主要原因。**具体而言，估值定价环节的难点在于买卖双方估值分歧大、底层资产不透明、定价标准不统一等等；交易谈判环节的难点有结构与条款设置较复杂、市场专业服务不够等方面；而资产筛选环节也存在资产组合难匹配等问题，进而增加双方协商难度。

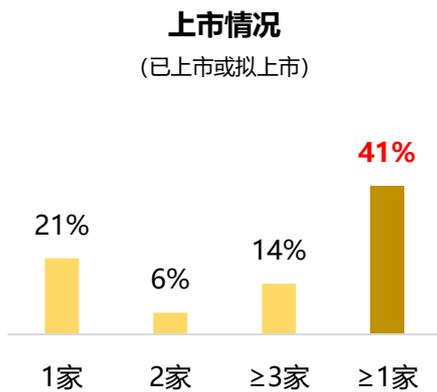
图12：私募股权S交易主要难点排序



数据来源：投中、专家访谈、远洋资本战略发展部

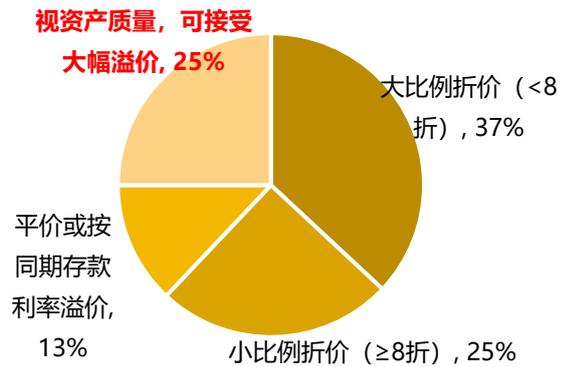
关于 S 交易核心主要归纳为以下两点。首先，**底层资产质量是 S 交易买方的核心关注点**。从过往 S 交易底层资产的上市情况来看，2021 年约 41% 的资产组合中至少含有一家上市公司，说明买家更关注底层资产质量，如规模成长性、盈利性以及上市可行性。而对于更优质底层资产，买方还能接受一定程度的溢价。其次，**价格是交易成功的关键**。无论是估值定价还是交易谈判阶段，价格一直是交易双方关注的重点，尤其在经济下行阶段，价格往往成为交易双方的主要分歧点。

图13: 2021年S交易底层资产



数据来源: ZERONE、远洋资本战略发展部

图14: S交易买方价格偏好占比



## S 交易并不容易, GP 相关能力建设也非一日之功

过去一年,随着国内外多方机构涌入国内 S 市场, S 交易玩家更加理性,对 GP 能力要求也更高:

- 1) **广泛的资源与项目获取能力:** 目前母/S 基金 GP 人脉资源丰富,在项目获取方面更具优势,而其他机构也开始注重项目与资源端的广覆盖,通过 FA 渠道、搭建资源库等方式不断提升自身的项目获取能力。
- 2) **准确的估值定价能力:** 估值定价不仅间接影响交易成功率,更直接决定买方未来投资收益。因此,对资产价格的判断并不局限于估值模型本身,更重要的是基于直投经验、产业理解准确衡量底层资产当前估值与未来价值。
- 3) **出色的方案设计与商务谈判能力:** S 交易双方难免存在资产需求与价格预期分歧,在这种情况下,结构设计与交易谈判能力就显得至关重要——一边通过合理的交易方案

设计协调好各方利益，另一边通过积极谈判推动交易达成，缩短交易周期。

总之，国内 S 市场的快速崛起不仅丰富了 PE 股权项目的退出渠道，而且满足了各机构在资金回流、策略转换等方面的诉求。然而，做好 S 交易并不容易。除要求机构具备资源获取、估值定价、方案谈判等专业能力外，还需要国内 S 市场在第三方服务、交易场所、交易制度等市场配套服务日趋完善。