



势不可挡，未来可期 ——CVC 的发展之路

联合资信 工商评级二部 | 孔祥一 伦海玲

CVC（Corporate Venture Capital）指企业风险投资，CVC 与传统风险投资（IVC）相比，在投资目标、投资领域等方面均存在差异。自 1998 年萌芽起，CVC 已经成为中国股权投资市场中的中坚力量。截至 2024 年上半年，中国有近 8000 家产业集团参与过 CVC 投资，累计投资案例超过 3 万起，投资金额达到 2.75 万亿元人民币。本文回顾了 CVC 在中国的发展历程，从参与主体数量、投资案例数量、投资金额、投资主体背景、投资行业分布等方面分析了 CVC 在中国的发展现状，并梳理了影响 CVC 的经济背景和政策环境，以及 CVC 的主要投资模式。尽管中国股权投资行业和 CVC 都处于调整期，但预计 CVC 在股权投资市场中的活跃度将进一步提高，专业化、市场化程度也将不断提升。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、CVC 的界定及特征

CVC (Corporate Venture Capital)，即企业风险投资。根据哈佛大学 Henry W. Chesbrough 教授 (Chesbrough, Making Sense of Corporate Venture Capital) 对 CVC 的定义，CVC 指直接投资于外部创业企业的企业基金，不包括企业内部投资或通过第三方的投资，通常主要针对非金融企业。根据定义，CVC 首先是一类资本，在实际应用场景中，CVC 也指一种投资行为或进行这种投资行为的投资机构。在中国股权投资市场中，CVC 也被称为产业资本、战略投资者等。本文研究的 CVC 指具有明确主业，以战略投资或财务投资为目标，通过自身或子公司/平台进行对外股权投资活动的非金融产业集团（以下简称“产业集团”）。

CVC 与传统意义上的风险投资 (Independent Venture Capital，即 IVC) 相比，在资金来源、投资目标、投资领域等方面都存在着差异。在讨论这些差异之前，我们需要了解 CVC 的设立和投资动机。面对变化的市场环境和激烈的市场竞争，产业集团于内需要不断进行技术革新、技术研发，于外需要进行横向和纵向的产业链延伸来获取新技术、新产品，究其根本，是对剩余利润空间和更长企业生命周期的追求。因此，CVC 更侧重于围绕母公司或所属集团的主业和经营活动进行投资，与此同时获取财务回报、增加集团利润规模，而 IVC 的投资目标比较单一，以追求财务回报为主要目的；在资金来源方面，CVC 的资金主要来自母公司或所属集团，部分组织形式下需要外部资金，因此募资压力较小，而 IVC 的资金来源为有限合伙人，募资压力较大；在组织形式方面，CVC 较为灵活多样，而 IVC 通常采用 GP-LP 的合伙制。

图表 1 • CVC 与 IVC 的主要差异

项目	CVC	IVC
投资目标	战略目标为主，兼具财务回报	财务回报为主
资金来源	自身/集团	社会资本
投资领域	围绕母公司或所属集团的主业及产业链	多元化
组织形式	较为多样	合伙制为主

资料来源：公开信息，联合资信整理

二、CVC 在中国的发展历程及发展现状

CVC 在中国虽起步较晚，但其发展历程与中国股权投资市场紧密相关。时至今

日，CVC 的投资数量和投资金额在整个资本市场中占比均较高，CVC 已经成为中国股权投资市场中不可忽视的新兴中坚力量。与此同时，随着进入调整发展期，越来越多的实体产业集团开展 CVC，并更多地选择高科技行业、先进制造行业进行投资。

（一）CVC 在中国的发展历程

在全球范围内，CVC 最早可追溯到 20 世纪初美国商业巨头杜邦公司对通用汽车的投资，彼时通用汽车成立不过六年，该笔投资不仅使得杜邦公司获得了丰厚的财务回报，也扩大了对自身产品的需求。此后，CVC 在全球范围内经历了 1914—1977 年的萌芽阶段和 1978—1994 年的发展阶段，在 1995—2001 年步入非理性繁荣时期后，进入到 2002 年至今的独角兽时代。

CVC 在中国的发展历程与中国股权投资市场的发展紧密相关。经过三十余年发展，中国股权投资行业经历了萌芽起步阶段（1992—2008 年）、蓄能发展阶段（2009—2014 年）、调整发展阶段（2015 年至今）。CVC 的起步较晚，直至 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初才开始萌芽。1998 年，福建实达集团股份有限公司¹投资了刚成立仅半年的北京铭泰科技发展公司并成立实达铭泰公司，对汉化软件市场进行开发，这一投资行为被业内普遍视为中国第一个较大规模的 CVC 案例；2000 年，刚成立不久的阿里巴巴参与投资了海尔旗下智慧品牌“海尔智家”，该笔交易也是“阿里系”的 CVC 首秀；同年，北京用友幸福投资管理有限公司²作为主体投资了四川成都的理财软件公司——财智软件。过去二十多年间，CVC 伴随中国股权投资行业不断发展，经历了萌芽期、起步期、发展期，现正处于调整发展期。时至今日，中国 CVC 已经初具规模，并成为资本市场中不可或缺的中坚力量。

萌芽期（1998—2008 年）：中国 CVC 投资活跃度较低，市场体量较小，参与者以外资为主，且以财务投资为目标。本土企业中，只有联想控股³和复星集团投资较为活跃。

起步期（2009—2014 年）：在起步期的六年间，外资在华投资力度因金融危机影响而减弱，中国本土 CVC 投资活跃度明显增加，与此同时 BAT 等互联网企业迅速崛

¹ 福建实达集团股份有限公司成立于 1988 年 5 月，1996 年 8 月在上海证券交易市场上市，是国内 A 股上市的首家 IT 企业。

² 领先的企业管理软件和企业移动应用、企业云服务提供商——用友网络科技股份有限公司的控股子公司。

³ 为便于阅读，本文对部分知名的产业集团以简称代表

起并通过股权投资加快业务布局，与联想控股、复星集团等多个企业共同成为中国 CVC 投资的重要参与者。2009—2014 年，中国 CVC 投资案例数量和投资金额实现快速攀升，分别年均复合增长 51.22% 和 53.47%。

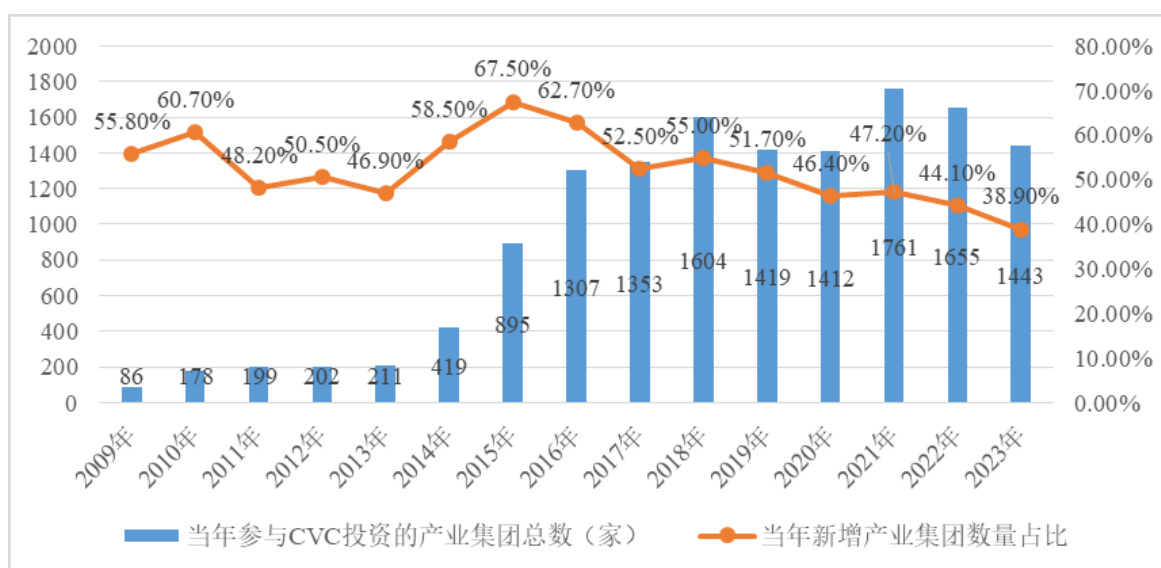
发展期（2015—2019 年）：随着 2015 年“双创浪潮”兴起，中国 CVC 投资案例数量和投资金额保持快速增长，并在 2017 年达到了投资金额的高峰 3925.22 亿元，同比增长 37.07%，是 2014 年的近五倍。一方面，互联网背景下快速成长起来的“大厂”如美团、字节跳动等参与到了股权投资中来；另一方面，不同行业背景的龙头企业和科技公司也逐步开展 CVC 投资，例如信息技术行业的华为、汽车行业的比亚迪、房地产行业的保利集团等。

调整发展期（2020 年至今）：随着近年来中国陆续出台多项指导和规范互联网平台经济发展的政策文件，以及对互联网企业的反垄断监管进一步加强，互联网企业开始收缩投资规模；同时，在外部环境压力以及优化、稳定产业链和供应链的政策导向下，越来越多的实体企业通过各种途径参与股权投资活动，且投资领域“脱虚向实”。2020 年至今，中国 CVC 投资案例数量和投资金额总体呈现下滑趋势（2021 年受益于中国股权投资市场整体回暖，CVC 投资活跃度有所反弹），CVC 进入调整发展期。2021—2023 年，中国 CVC 投资案例数量和投资金额分别年均复合下降 17.64% 和 19.57%。

（二）CVC 在中国的发展现状

下图展示了 2009—2023 年中国参与 CVC 投资的产业集团数量及当年新增产业集团数量占比，其中新增产业集团数量占比很好地反映了 CVC 的活跃度。从下图可以看出，中国参与 CVC 投资的产业集团数量自 2014 年开始呈现快速增长；2015 年，当年新增的产业集团数量占比达到了 67.5%，此后至 2019 年，这一占比始终保持在 50% 以上；2023 年，这一占比回落到 38.90%。

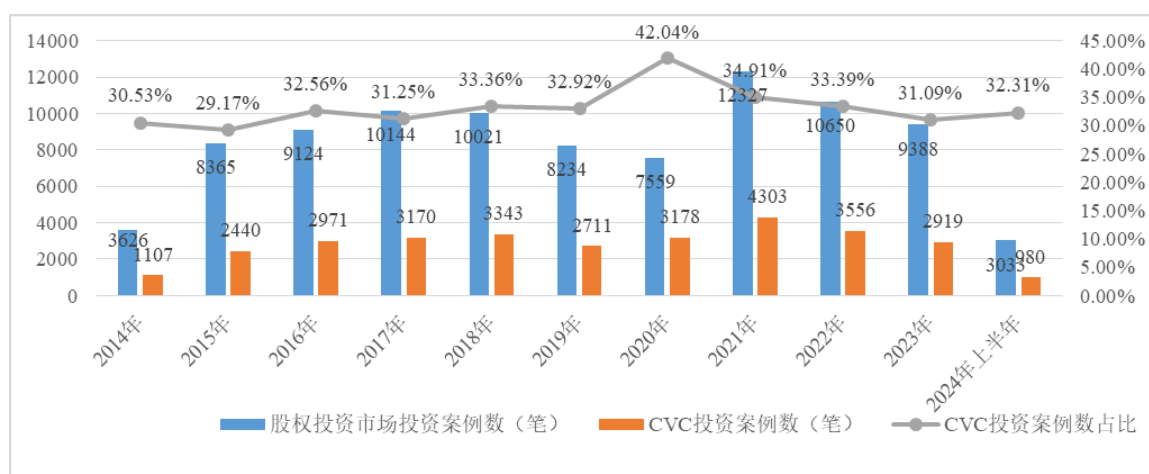
图表 2 • 2009—2023 年中国参与 CVC 投资的产业集团数量及当年新增产业集团数量占比



资料来源：公开信息，联合资信整理

投资案例数和投资金额也是市场活跃度的重要体现。图表 3 和图表 4 反映了 2014—2024 年上半年 CVC 投资案例数和投资金额在中国股权投资市场中投资案例数的占比。正如前文所述，中国 CVC 投资在国家创业创新政策驱动下，自 2015 年进入爆发式的增长期，2020 年以后投资案例数和投资金额总体呈现下滑趋势（除 2021 年外）。

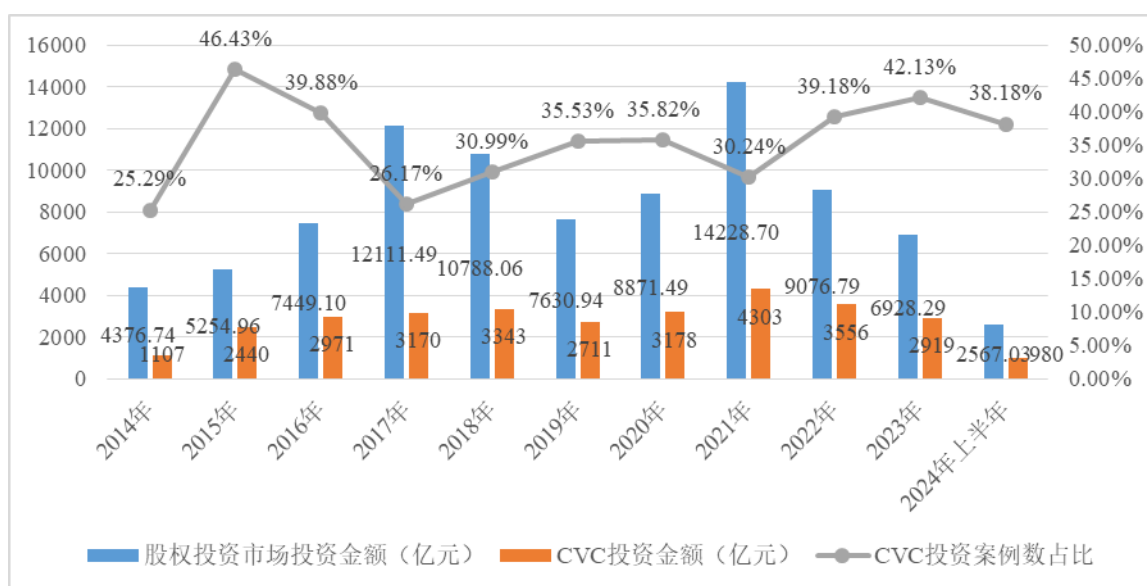
图表 3 • 2014—2024 年上半年中国股权投资市场和 CVC 投资案例数比较



注：仅包含企业直接或通过控股子公司参与的投资，不包含投资外部子基金进行的间接投资

资料来源：公开信息，联合资信整理

图表 4 • 2014—2024 年上半年中国股权投资市场和 CVC 投资金额比较



注：仅包含企业直接或通过控股子公司参与的投资，不包含投资外部子基金进行的间接投资
资料来源：公开信息，联合资信整理

截至 2024 年上半年末，中国共有接近 8000 家产业集团直接或通过下属投资平台参与过股权投资，合计完成 CVC 投资案例 33151 起，披露的累计投资金额达到 27548.83 亿元人民币。

投资主体所处行业方面，在现阶段股权投资市场中，参与 CVC 的产业集团主体可以根据主营业务特点划分为互联网企业 and 非互联网企业。根据公开数据，截至 2024 年上半年末，中国股权投资市场活跃的产业集团 CVC 中，互联网企业占 11.9%。在非互联网企业中，科技公司占 21.4%，与中国科技强国、产业链转型升级的宏观发展方向保持一致。互联网企业投资活跃度较高，据统计，三家头部互联网企业（BAT）累计总投资笔数在 3000 笔左右，占 CVC 投资案例总量的近十分之一。

图表 5 • 截至 2024 年上半年末中国 CVC 投资活跃的产业集团投资次数

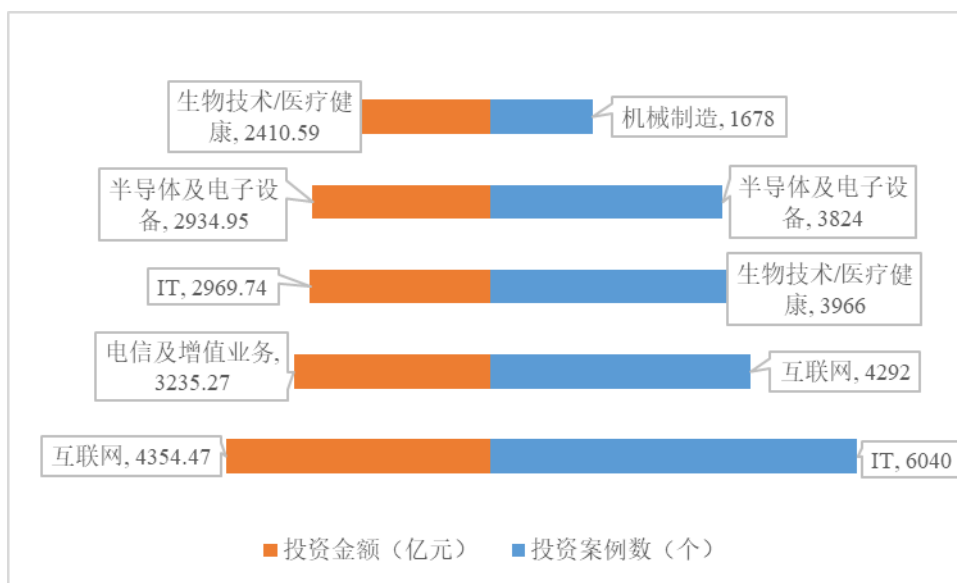
产业集团所处类型和行业		产业集团简称	总出资次数（笔）
互联网		腾讯	1000+
		阿里巴巴	400+
		百度	400+
非互联网	科技公司	联想控股	1000+
	综合产业集团	复星集团	700+
	科技公司	小米	500+
	综合产业集团	软银	400+
	汽车	上汽	400+

农牧	温氏	300+
地产	保利	280+

资料来源：公开信息，联合资信整理

资金投向行业分布方面，根据清科研究中心的统计数据，从投资案例数量来看，2020 年以来生物技术/医疗健康行业和 IT 行业始终为投资热门行业，而半导体及电子设备行业投资热度大幅提升，与股权投资市场的整体行业热度基本一致。相比之下，金融、互联网、娱乐传媒等行业的投资热度逐渐衰退，CVC 的对应投资案例数量呈明显下降趋势。截至 2024 年 6 月末，中国 CVC 累计投资案例数前五大行业依次为 IT、互联网、生物技术/医疗健康、半导体及电子设备和机械制造；累计投资金额前五大行业分别为互联网、电信及增值业务、IT、半导体及电子设备和生物技术/医疗健康。总体看，CVC 更偏向于高科技行业、先进制造行业。

图表 6 • 截至 2024 年上半年末中国 CVC 累计投资行业前五名情况



资料来源：公开信息，联合资信整理

三、CVC 的经济背景和政策环境

在世界经济低迷、地缘政治冲突复杂多变的背景下，中国出台了多项关于稳定产业链和供应链的相关政策，对 CVC 的发展起到了积极的作用。而 CVC 重要性的提升也促使多地出台鼓励 CVC 参与股权投资市场的政策。

在介绍 CVC 发展历程的内容中，我们已经提到了一些政策背景。可以说，政策的支持与引导在 CVC 的发展历程中扮演着举足轻重的角色。

在世界经济低迷、地缘政治冲突复杂多变的背景下，保证本国产业链、供应链的安全、稳固，是国内改革发展的重要任务。近年来，国家各部委先后出台多项政策，以促进上下游企业业务建联，推动形成安全可靠的产业链、供应链。在政策的扶持和引导下，“延链”“补链”“强链”“固链”逐渐成为中国股权投资的重点方向，而背靠产业集团的 CVC，在产业链相关投资中的重要意义愈发凸显。而互联网 CVC 活跃度整体下降也与政策倾向不无关系。在推动赋能实体经济的政策环境中，为规范和引导资本的健康发展，针对平台经济的反垄断政策密集出台，如 2021 年 2 月国务院反垄断委发布的《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》（国反垄发〔2021〕1 号）强调“防止资本无序扩张，支持平台企业创新发展”。

图表 7 • 2021 年以来促进 CVC 发展的相关政策

时间	发文机构	政策标题/会议	主要内容
2021 年 2 月	国务院反垄断委员会	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	保护平台经济领域公平竞争，防止资本无序扩张，支持平台企业创新发展。
2021 年 3 月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》		坚持经济性和安全性相结合，补齐短板、锻造长板，分行业做好供应链战略设计和精准施策，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链。推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜。
2021 年 12 月	国家发展改革委等九部门	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	鼓励平台企业开展模式创新；鼓励创业投资、股权投资（基金）等加大投入科技创新领域，支持企业科技创新。探索推动平台企业与产业集群合作。
2022 年 4 月	中央政治局第三十八次集体学习		依法规范和引导中国资本健康发展，发挥资本的积极作用；强化反垄断，防止资本无序扩张，有效防范风险，维护市场公平竞争；着力防范和化解金融风险，克服经济脱实向虚的倾向。
2023 年 9 月	国务院国资委、工业和信息化部	中央企业产业链融通发展共链行动启动会	通过合资建设、增资扩股、投资并购等方式广泛合作，在产业补链、延链、升链、建链方面加快打造一批示范项目。发挥龙头企业产业主导作用，强化产业链供需协同；加强与各类所有制企业在新领域新赛道上的合作，大力发展战略性新兴产业，加快形成新质生产力。
2024 年 3 月	2024 年政府工作报告		推动产业链供应链优化升级；鼓励发展创业投资、股权投资，优化产业投资基金功能；要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力
2024 年 6 月	国务院办公厅	《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》	鼓励行业骨干企业、科研机构、创新创业平台机构等参与创业投资，重点培育一批优秀创业投资机构，支持中小型创业投资机构提升发展水平。

资料来源：各政府部门网站，联合资信整理

近两年，各地方政府对 CVC 的关注度逐渐提升，上海、深圳等地纷纷出台了各项鼓励 CVC 参与股权投资市场的政策。

图表 8 • 部分地方政府对 CVC 的支持政策

时间	发文机构	政策	主要内容
2024 年 1 月	上海市人民政府办公厅	《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干意见》	支持产业链链主企业开展 CVC，对其设立的 CVC 机构可比照股权投资机构享受专项扶持政策；吸引 CVC 基金在沪发展，支持链主企业设立独立管理人开展专业化运作，其发起设立 CVC 基金适用股权投资基金快速通道机制，推动本市各类产业园区与 CVC 基金合作联动，放大产业链集聚效应。
2024 年 10 月	深圳市市委金融办	《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案（2024-2026）（公开征求意见稿）》	支持产业链主企业、上市公司开展企业风险投资（CVC），推动我市产业链主企业、大型科技企业和上市公司围绕产业链上下游开展企业风险投资（CVC）、参与上下游协同创新；探索设立面向 CVC 机构的专业化母基金，联合产业龙头、上市公司等共同出资设立一批“链主”基金，推动重点产业“补链强链延链”。

资料来源：各政府部门网站，联合资信整理

四、CVC 的投资模式

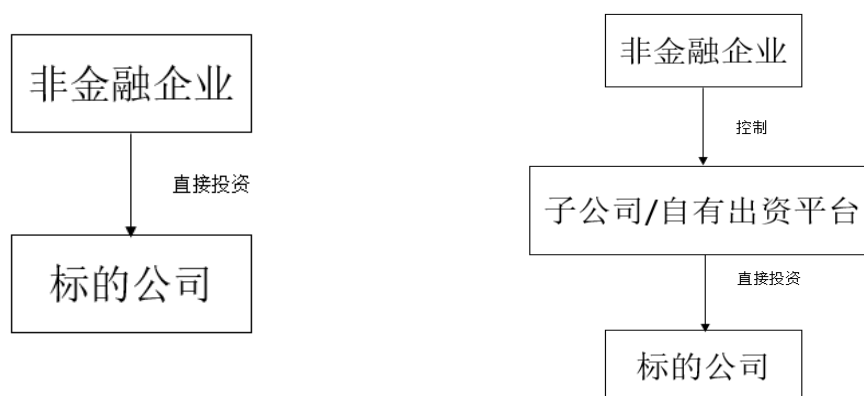
CVC 的投资模式较为多元和灵活。通过资本是否直接投资于标的公司，可以将 CVC 的投资模式划分为直接投资和间接投资。直接投资模式即企业通过内部的战略投资部门或者通过单独设立子公司直接投资于标的公司；间接投资模式即企业单独或者联合几家公司以有限合伙人的身份共同设立创业投资基金，或设立母基金，并委托第三方投资机构来进行管理。现阶段，CVC 机构通常选择直接投资和间接投资双轮驱动的投资路径。

（一）CVC 直接进行股权投资

非金融企业通过内部的战略投资部门或者通过单独设立子公司进行直接投资是最传统的 CVC 投资模式。例如，中国长江三峡集团有限公司（以下简称“三峡集团”）是全球最大的水电开发运营企业和中国领先的清洁能源集团，以长江中上游梯级水电开发与运营为重点业务，同时探索沿江产业链合理延伸新业务。三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）是三峡集团新业务培育、财务性投资和资本运作服务平台，依托三峡集团在水电、清洁能源等方面较强的资源优势、专业技术背景，三峡资本重点投向“风光氢储”四大绿色能源领域以及新能源产业链新技术、新材料、新商业模式，同时积极布局战略新兴产业、落实三峡集团与地方政府及其他中央企业

战略合作项目。三峡资本成立以来已陆续投资了包括福建福能股份有限公司（600483.SH）、北控水务集团有限公司（00371.HK）、广东省风力发电有限公司等多家产业链上下游企业。

图表 9• CVC 直接进行股权投资模式示意图



资料来源：联合资信根据公开信息整理

（二）CVC 间接进行股权投资

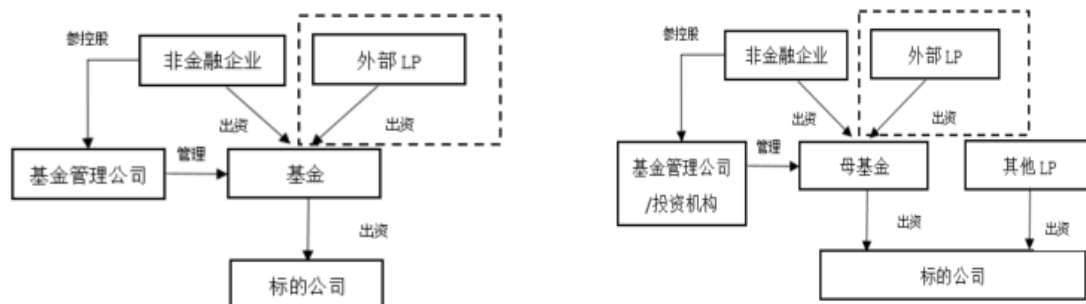
通过直接或间接出资股权投资基金，以有限合伙人的形式参与到股权投资市场中来（即仅做 LP），已愈发成为产业资本参与股权投资的一种通用方式。这种投资方式拓宽了资金渠道，也便于 CVC 机构借助专业投资机构的投资和管理能力，降低整体投资风险，增加财务性投资收益。但该模式下，CVC 机构无法绝对把控底层投资标的的投资及退出节奏，也可能面临基金的投资标的与所属集团的主业和战略目标协同度不足，以及投资回报不达预期的风险。

因此，受对战略协同性要求的影响以及参与股权投资程度的不断加深，CVC 机构也逐步开始通过设立并管理基金进行间接股权投资，而设立的基金又可以分为直投资基金和母基金。对于直投资基金，非金融企业一般作为发起方和主要 LP 之一（有时为独资），其参控股的备案基金管理公司作为基金管理人；设立母基金的情况下，非金融企业参控股的备案基金管理公司为母基金的基金管理人，由非金融企业对母基金独家出资，再由母基金投资于子基金（约定条件下也可直接投资于标的公司），外部 LP 投资于子基金。整体而言，通过基金进行间接投资更便于非金融企业进行风险隔离，丰富了资产配置组合、扩大了投资布局。

仍以三峡资本为例，除直接股权投资外，三峡资本还通过参股基金进行间接股权投资。三峡资本投资的基金分为管理类和参与类，其中管理类基金的管理人由三峡资本控股的基金管理公司担任，负责基金的项目筛选和管理等工作，三峡资本作为基金的 LP 参与出资，其他出资方主要系项目合作方，多为中央企业、地方政府平台及金融机构等，主要投向清洁能源、储能、新能源、新材料及节能环保等三峡集团主业相关产业。例如，江峡清洁能源股权投资基金（天津）合伙企业（有限合伙）（以下简称“江峡清洁能源基金”）系三峡资本出资设立的母基金（出资比例为 98%），三峡资本全资企业三峡（北京）私募基金管理有限公司为江峡清洁能源基金的管理人。江峡清洁能源基金投资了睿清（天津）产业投资基金合伙企业（有限合伙）（子基金）、溧阳天目先导电池材料科技有限公司（标的公司）等。截至 2024 年 3 月末，三峡资本管理类和参与类基金实缴规模合计约 140.92 亿元，其中管理类实缴规模合计 65.52 亿元；2023 年，三峡资本两类基金合计获得还本和收益分配分别为 15.91 亿元和 5.34 亿元，整体收益和资金回笼情况较好。

再如中国建材集团有限公司（以下简称“中建材集团”）旗下全资战略投资平台中建材联合投资有限公司（以下简称“中联投”）按照“直投+基金”的模式围绕中建材集团主业开展投资业务。直投方面，中联投于 2014 年首次入股碳纤维材料龙头企业中复神鹰碳纤维股份有限公司（以下简称“中复神鹰”），在此之前的 2007 年，中建材集团旗下的中国复合材料集团有限公司已经完成对中复神鹰的增资扩股，中复神鹰于 2022 年 4 月正式登陆上海证券交易所科创板；间接投资模式包含通过组建并管理专项基金开展基金投资，其中，中联投通过全资基金管理公司管理的国材股权投资基金（济南）合伙企业（有限合伙）为专项投资山东天岳先进科技股份有限公司（以下简称“天岳先进”，688234.SH）而设立，天岳先进是中国最早同时布局导电型碳化硅衬底和半绝缘型碳化硅衬底产品的企业之一，在碳化硅衬底技术研发和产业化生产方面具有领先优势。虽然上述两项代表性投资带来的财务回报在中建材集团体系中占比很低，但均符合中建材集团“致力于新材料业务实现高端化、量产化、全球化”的战略目标。

图表 10 • CVC 通过发起设立基金间接进行股权投资模式示意图



资料来源：联合资信根据公开信息整理

五、CVC 的发展趋势

（一）CVC 在股权投资市场中的活跃度有望进一步提升

股权投资能为企业特别是创新企业长期发展提供支持，是加快助推新生产力发展的重要助力，而在产业升级、国产代替等主流投资理念的引领下，资产端偏好也由互联网转向先进制造等领域。尽管近三年中国 CVC 投资数量和规模均有所下降，CVC 在投资端的灵活性、资本的耐心程度和背靠产业集团的先天优势，仍将成为其在中国股权投资市场中地位日益突出的关键有利因素，预计将有越来越多的实业产业集团参与到股权投资活动中来，出资也将更加长尾化。

（二）专业化、市场化程度不断提升，CVC 投资逐渐 VC 化

对于许多发展较为成熟的非金融企业来说，在积累了相当的投资经验后，不管是从投资战略角度还是财务回报角度，已经不满足于仅依靠集团内部资金或仅围绕集团产业链上下游进行投资。部分产业集团设立了更为市场化、专业化的投资机构开展 CVC 投资，且获得了较好的投资成效，打响了品牌知名度。中国 CVC 的头排兵联想控股于 2001 年成立联想投资进入股权投资领域，2012 年，联想投资正式更名为“君联资本”，现如今，“君联资本”已经是中国顶尖创业投资机构。由华为控股全资控股的 CVC 机构“哈勃投资”在华为遭美国制裁背景下应运而生，哈勃投资在过去 5 年专注半导体芯片行业投资，助力华为实现半导体自主可控，凭借深厚的专业背景和严谨的投资决策程序，哈勃投资已收获 15 家上市公司，被誉为 IPO 收割机。2022 年 1 月 14 日，哈勃投资也完成私募股权、创业投资基金管理人备案，进军私募股权投资行业。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。