特别评论

2026 年 4 月

中诚信国际

中国投资控股企业

2025 年投资控股与股权投资市场回暖转型，资本向硬科技集聚、盈利与投资同步提升，融资结构持续优化但仍存业绩分化、收益承压及偿债能力波动等风险；2026 年行业迈入耐心资本主导新周期，聚焦长期价值，资金与退出机制逐步完善，需关注相关企业专业投资能力、流动性和抗风险能力。

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	13

摘要

- 2025 年投资控股型企业加快转型，呈现质量优先、产业赋能、资本与科技治理协同的发展趋势。政策持续优化推动并购市场显著回暖，交易规模与活跃度大幅提升，资本加速向硬科技与新质生产力领域集中。同时需关注实体子公司业绩分化、投资收益承压、现金流紧张、政策支撑不足及各类投资与合规风险等问题。
- 2025 年中国股权投资市场募、投、退全线回暖，呈现人民币基金募资回升、硬科技投资占比超六成、退出案例大幅增长且渠道趋于多元的格局，国资与政策成为核心驱动力量。尽管市场整体回暖，但仍面临退出渠道依赖度高、退出压力较大等问题。
- 2026 年创投行业迈入耐心资本主导新周期，募资端国家级长钱基金与风险分担机制重塑资金结构，投资端聚焦硬科技与产业升级，退出端多元化通道加速成型。具备产业资源整合能力与硬科技研判实力的机构将占据主导，行业从短期套利全面转向长期价值逻辑。
- 2025 年以来，投资控股企业与股权投资企业均依托资本市场回暖、项目退出加速实现盈利高增，在政策支持与耐心资本注入下投资提速、融资结构持续优化。同时债券发行规模稳步增长，发债利差呈先收窄后走阔的 V 型走势，未来融资有望由政策驱动转向市场驱动，但需持续关注其多元布局下的投资管理、流动性与抗风险能力。

联络人

作者

企业评级部

李雪玮 010-66428877-535

xwli@ccxi.com.cn

毛 铭 010-66428877-325

mmao@ccxi.com.cn

其他联络人

王梦莹 010-66428877

mywang01@ccxi.com.cn

主要关注因素

2025 年投资控股型企业加快转型，呈现质量优先、产业赋能、资本与科技治理协同的发展趋势。政策持续优化推动并购市场显著回暖，交易规模与活跃度大幅提升，资本加速向硬科技与新质生产力领域集中。同时需关注实体子公司业绩分化、投资收益承压、现金流紧张、政策支撑不足及各类投资与合规风险等问题。

2025 年作为“十四五”规划收官之年，投资控股型企业围绕国有资本布局优化、科技创新赋能、产业转型升级三大核心目标，按照巩固发展成果、深化改革创新、培育增长动能的总体要求，扎实推进各项战略落地。行业整体呈现出三大转型趋势：发展导向由规模扩张转向质量优先、结构优化；投资模式由财务投资转向产业赋能、生态构建；运作方式由单一资本运作转向资本+科技+治理+ESG 协同发力。其中一般投资控股型企业侧重产业整合与实体赋能，股权投资类企业侧重资本撬动与科技布局，重点布局 AI、高端制造、绿色能源等赛道[1]。

“国九条”、“并购六条”等政策落地一年以来，政策效应持续释放，2025 年 5 月，新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》正式发布，大幅简化审核流程、新设简易程序并延长股份注册有效期，同时优化支付机制、锁定期安排，放宽财务与同业竞争等监管要求，显著提升并购重组制度包容性与操作灵活性。随后北京、上海、广东、深圳、江苏等省市相继出台配套举措，从优化审核流程、创新并购融资工具、设立产业并购基金、完善国资考核与尽职免责等方面形成政策支持体系，并购市场政策环境持续优化，我国并购市场活跃度与交易规模均显著提升。根据清科研究中心统计，2025 年我国企业参与的并购案例总量达 2,800 起，涉及交易总金额超 9,641.35 亿元人民币，同比分别增长 19.9%和 60.7%。同时并购市场集中度提升，大额案例频发，百亿以上规模案例超 10 起。2025 年大额并购案例集中于装备、金融、能源及矿产、半导体等领域，产业整合成为核心驱动力，如国联民生证券并购民生证券、兖矿能源并购山东能源西北矿业。同时，产业资本与金融资本加速向新能源、智能制造、数字经济等新质生产力领域布局，典型案例包括阿维塔与赛力斯并购引望智能、海尔并购汽车之家。国寿、平安、博裕资本等金融机构深度参与实体产业并购，形成了产融协同服务实体经济的新格局。此外，VC、国资机构等多元主体频繁现身大额交易，参与方式也日趋多样，通过设立并购基金或依托产业投资平台开展投资。**中诚信国际认为**，政策红利令企业参与并购的时间与制度成本大幅降低，且通过与地方国资、险资共同设立并购基金等方式，可有效分散投资风险、拓宽投资渠道；但半导体、医药生物等科技领域，因标的轻资产、高成长特性导致估值分歧较大，同时市场活跃度提升或进一步加剧推高投资成本，需关注投资风险、资金平衡情况及投后业绩实现情况。

从投资主体来看，在产业整合需求持续释放与政策利好叠加的背景下，投资控股型企业通过

[1] 本文将投资控股企业划分为一般投资控股企业和股权投资企业，其中，一般投资控股企业为通过控股或参股等方式进行股权为主的投资活动，投资方向或业务领域多元化，本部不从事或仅从事少量具体生产经营活动，主要进行股权管理和资本投资运营，较少参与产业类子公司的日常经营活动的企业；股权投资企业主要通过直接投资或基金投资等方式从事以股权投资为主的投资管理活动，以小股比、非上市股权投资为主，基本不从事具体的生产经营活动。

获取标的企业战略控制权，与传统 VC/PE 形成互补共生、分层发展。该模式的核心并非单纯依赖资本运作，而是投资控股型企业在拥有长期稳定的资金与清晰的产业战略前提下，完善投管退闭环，通过对被投企业全周期管理与价值创造，进而实现投后价值运营与产业赋能。在当前经济发展逻辑转型、产业结构持续升级背景下，随着政策性红利的持续释放，投资控股型企业或将持续分化，头部产业集团竞争优势更为显著。但控股类资产流动性较弱，退出渠道相对有限；同时，产业协同不足、管理能力缺失易导致价值重塑不及预期，这对投资主体产业研究能力、投后管理能力及稳定的政策环境等多方面提出更高的要求。

表 1：2025 年我国并购重组部分代表性案例情况

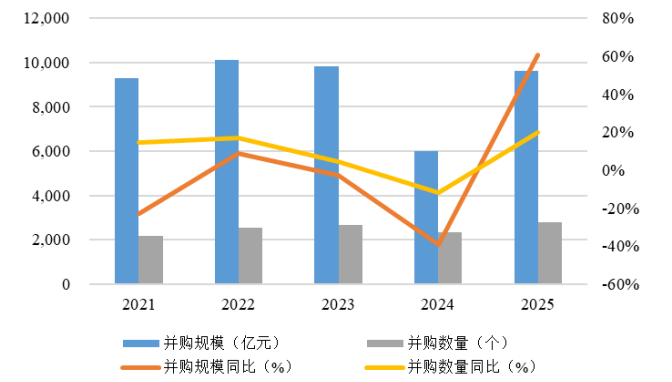
披露时间	交易双方企业性质	收购方	收购方区域	被收购方	被收购方所属行业	收购目的	交易概况
2025 年 1 月 20 日	收购方：地方国资平台；被收购方：上市公司	黄山开投	安徽省黄山市	光洋股份	汽车零部件（精密轴承）	契合地方新能源产业布局，整合汽车轴承优质产能，完善本地新能源产业链配套	以 11.57 亿元现金收购光洋控股 81.667%股权，通过该主体间接掌控光洋股份 24.70%表决权，完成对标的公司的控股，2025 年 1 月 20 日完成交割
2025 年 1 月 23 日	收购方：地方国资平台；被收购方：上市公司	合肥创新投（合肥产投集团旗下）	安徽省合肥市	文一科技	半导体（半导体封装设备）	整合合肥集成电路上下游产业链，助力打造“中国 IC 之都”，突破半导体行业垄断格局，落实地方国企改革与产业高质量发展战略	2024 年 10 月签署股份转让及表决权委托协议，2025 年 1 月 23 日完成股份过户，以 6.6 亿元受让 17.04%股份，原控股股东剩余 5.10%股份表决权委托给收购方，成为标的公司控股股东，合肥市国资委为实际控制人
2025 年 3 月 30 日	收购方：地方国资平台；被收购方：上市公司	黄山开投	安徽省黄山市	锐新科技	电力电子及汽车零部件（散热器、汽车轻量化部件）	卡位新能源产业刚需赛道，获取电力电子散热器、汽车轻量化部件优质产能，完善地方新能源产业布局	以 7.25 亿元拿下锐新科技 29.99%股权，实现控股，2025 年 8 月中旬完成股权过户
2025 年 9 月	收购方：私募股权投资机构；被收购方：上市公司	基石资本	广东省深圳市	香农芯创（原聚隆科技）	半导体（芯片分销）	深化半导体产业链布局，依托标的公司平台整合半导体分销资源	基石资本此前以 11.04 亿元获得标的公司 39.43%股权成为控股股东，2025 年持续深化控股布局，依托标的公司完成半导体产业链资源整合，实现企业从传统制造向半导体赛道的转型
2025 年 10 月	收购方：地方国资；被收购方：上市公司	池州投科	安徽省池州市	宝利国际	化工（原）、半导体（拟转型）	将标的公司打造为地方新兴产业资本平台，布局半导体赛道，抢抓半导体国产替代机遇，推动地方新兴产业发展	池州投科（市国资委控股）完成对宝利国际的控股，计划向标的公司注入安芯电子等半导体核心资产，并提供 20 亿元新质生产力基金支持，助力标的公司从化工向半导体赛道转型，标的公司已收购宏泰科技 2.6354%股权布局半导体产业链
2025 年 12 月	收购方：私募股权投资机构；被收购方：企业	启明创投	上海市	天迈科技	智能交通	布局智能交通赛道，通过深度赋能实现标的公司价值重塑，获取智能交通领域产业发展红利	启明创投以 5.42 亿元完成对天迈科技的控股收购，后续结合产业资源为标的公司提供运营与发展赋能，推动企业价值提升

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

投资方向则出现显著切换，2025 年以高端制造、工业自动化为主的机械制造领域爆发，同比大幅增长 60.7%；电动化、智能化引领汽车行业同比增长 48.5%；而在政策和碳中和驱动下，清洁技术首次进入前五；AI、软件等 IT 行业持续活跃，但细分赛道分化明显；此外，半导体及医疗行业在 2024 年高基数后回归理性，买卖双方预期错位使得数量明显下滑，行业进入存量整合。整体来看，无人机、机器人、新材料等硬科技领域实现高速增长，资本正从虚拟端走向实体应用端，新材料、光学光电等上游领域则因供应链安全和国产替代需求获得资本关

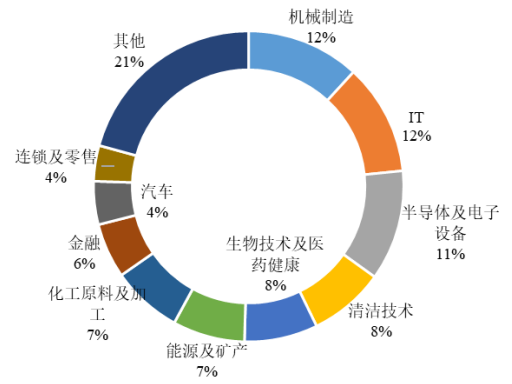
注。中国创投市场逐步告别以往依赖商业模式叙事与规模扩张的发展路径，转向以核心技术研发与实体经济深度融合为导向的发展模式，硬科技领域成为资本布局的核心方向。2025 年央企战略性新兴产业投资总额达 2.5 万亿元，占央企总投资比重 41.8%，首次突破 40%，新兴产业营收规模超 12 万亿元，连续三年每年增 1 万亿元，“十四五”累计投资超 10 万亿元。此外，国有一般投资控股企业深化“两非”（非主业、非优势）、“两资”（低效、无效资产）清理，回笼资金投向战略领域，推进“三个集中”，落实“十四五”国有资本布局优化要求；民营一般投资控股企业则持续减持非核心资产，聚焦主业与高协同项目，提升资产质量。

图 1：近年来中国并购市场情况



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 2：2025 年中国并购数量行业分布



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

中诚信国际也关注到，2025 年宏观经济复苏不及预期，市场需求乏力、产业链上下游传导不畅，叠加实体产业周期波动加剧，导致投资控股型企业旗下子公司业绩分化明显。部分子公司受行业周期下行、原材料价格波动、市场竞争加剧影响，营收增速放缓、盈利下滑甚至出现阶段性亏损，直接影响控股企业投资收益，且分红兑现不足导致现金流回笼滞后，制约资金周转与后续投资布局。尽管“国九条”、“并购六条”等政策释放红利，但国有资本科创投资容错机制仍在持续完善，部分国有控股企业布局硬科技领域趋于谨慎；实体产业升级配套政策衔接不足、落地缓慢，难以支撑子公司技术与业态转型。此外，并购市场活跃带来估值分歧与投资风险，控股型投资对企业投后管理能力提出高要求；部分企业因布局硬科技面临资金紧张，退出渠道仍有压力。

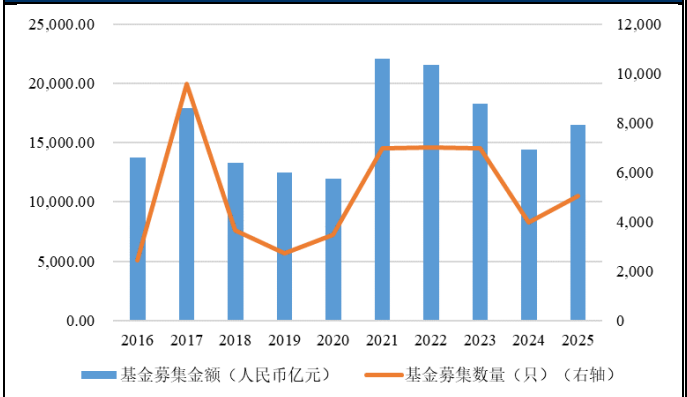
2025 年中国股权投资市场募、投、退全线回暖，呈现人民币基金募资回升、硬科技投资主导、退出案例大幅增长且渠道趋于多元的格局，国资与政策成为核心驱动力量。尽管市场整体回暖，但仍面临退出渠道依赖度高、退出压力较大等问题。

2025 年中国股权投资市场整体呈现募、投、退全线回暖态势，硬科技投资占比超六成、退出结构优化、国资与政策驱动成为核心特征。

从募资来看，根据清科研究中心数据，2025 年我国股权投资市场人民币基金募资规模止跌回升，外币基金募集持续低迷，大额基金规模集中度显著下降，2025 年共 29 只基金新募集规模在 50 亿元及以上，同比下降 21.6%；大额基金募集金额为 1,946.16 亿元人民币，同比下滑

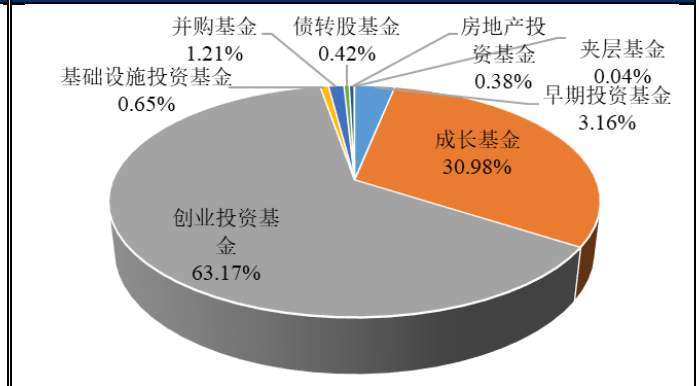
36.3%。同时，规模在 10~50 亿元的基金募集数量及金额有明显增长，同比分别提高 34.7%和 29.6%。从募资类型来看，创业投资基金数量维持首位，其中国字头基金密集设立且规模庞大，各类央企、地方政府、险资母基金也相继落地，市场化性质的国资基金亦在多地密集成立，为市场注入大量长期资金。债券市场成为创投募资新渠道，专项债投向引导基金实现全国首次落地，科创债的发行也从试水走向常态化。S 基金迎来井喷式发展且国资成为主导力量，产业资本保持活跃，产业龙头密集设立基金，头部机构完成多轮基金募集，多家机构启动新募资计划也让 2026 年募资市场具备回暖预期。此外，2025 年并购基金虽规模不大，但数量同比增长 74.3%，6 支百亿级航母基金入场标志着并购基金进入重资本时代，而这些基金全部带有鲜明的产业指向性和地方国资背景，国资已经不再满足于做财务投资人，而是更主动地通过并购基金来引导产业落地和整合，此外，CVC（企业风险投资）出资并购基金的占比接近 32%，较上年提升了近 10 个百分点，而传统 PE/VC 和母基金占比则有所下降。

图 3：近年来中国股权投资基金募集情况（包括早期投资、VC、PE）



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 4：2025 年中国股权投资基金类型分布（按募集数量，只）



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

表 2：2025 年我国创投相关政策法规情况

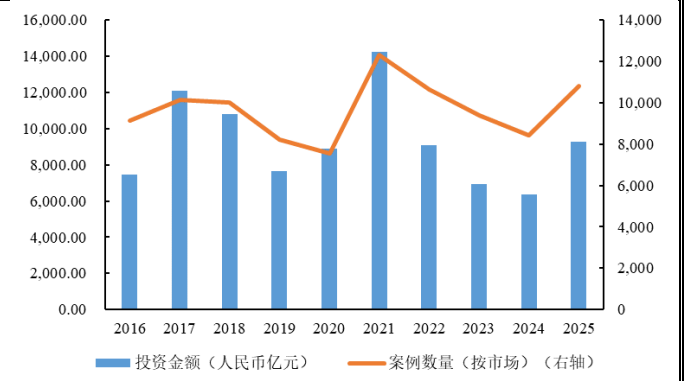
发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2025/1/7	国务院办公厅	《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》中国政府网	从定位、统筹布局、市场化运作、退出机制、风险防控等 7 方面提出 25 条措施：聚焦重大战略与薄弱环节，发展耐心资本，支持新质生产力；明确基金设立分级审批，对创投类基金差异化管理；优化退出渠道，鼓励 S 基金、并购基金，完善多层次资本市场；健全容错机制，不简单以单项目/单年度盈亏考核
2025/4/3	中国证监会	《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》中国证券监督管理委员会	围绕准入、展业、责任、退出、组织创新五大方向修订：提高准入门槛，强化实质展业与风控能力要求；要求风险隔离，基金财产与其他托管财产严格分开；压实托管人责任，私募证券投资基金实行一托到底；健全退出机制，新增未实质展业、持续不达标、主动注销三类取消资格情形；允许优质机构设立全资托管子公司
2025/5/14	科技部、央行、金融监管总局、证监会、发改委、财政部、国务院国资委（七部门）	《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》中国政府网	聚焦创投、信贷、资本市场、保险、财政、统筹、生态 7 方面，推出 15 项举措：发挥国家创投引导基金作用，支持 S 基金、创投发债；优先支持硬科技企业上市，提升区域性股权市场服务能力；用好贷款贴息、风险补偿、税收优惠等财政工具；构建全生命周期、接力式科技金融服务体系
2025/6/18	中国证监会	科创板“1+6”改革举措（《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》）中国政府网	“1”：设置科创成长层，重启未盈利企业适用第五套上市标准中国政府网“6”：配套改革：1.第五套标准企业试点资深专业机构投资者制度；2.优质科技企业试点 IPO 预先审阅机制；3.扩大第五套标准至 AI、商业航天、低空经济等前沿领域；4.支持在审未盈利企业向老股东增资扩股；5.完善再融资与战略投资者认定中国政府网

			6.丰富投资产品与风险管理工具
2025/6/27	财政部、税务总局、商务部	《关于境外投资者以分配利润直接投资税收抵免政策的公告》（2025 年第 2 号）国家税务总局深圳市税务局	2025.1.1~2028.12.31 期间，境外投资者用境内居民企业税后利润再投资，符合条件可享 10%企业所得税抵免；投资范围：增资、新建、非关联方股权收购（不含多数上市公司股份，战略投资除外）；投向：鼓励外商投资产业目录内产业；持有期：连续≥5 年；抵免：按**投资额 10%**抵免当年应纳税额，不足可结转

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

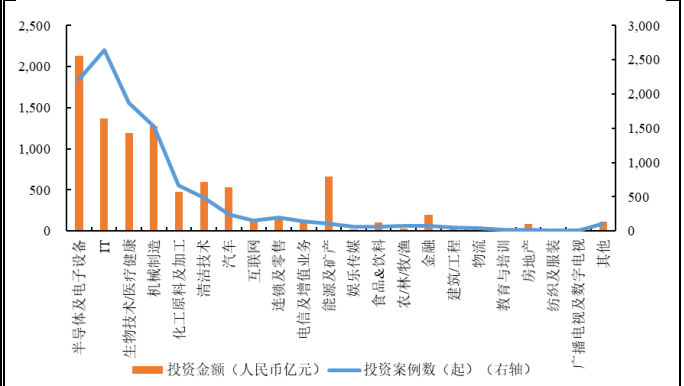
2025 年投资端活跃度明显回升，结束了近三年的回落态势，据清科研究中心数据，2025 年股权投资总额（披露）达 9,287.16 亿元，同比增长 45.6%，投资案例数 10,795 起，同比增长 28.4%。投资方向仍重点投向 AI、半导体、高端制造、生物医药、量子科技、6G 等硬科技赛道，其中硬科技领域投资占比超 60%。从投资结构看，2025 年呈现出“早期重质、成长期放量”的特征，早期投资更加注重技术壁垒和创新能力，早期投资交易数量占比 27%，规模占比 9%；A 轮交易数量占比 47%，规模占比 39%；B 轮交易数量占比 13%，规模占比 21%。此外投资模式持续创新，采用“基金+直投+生态”组合，母基金、产业基金、专项基金扩容，撬动社会资本参与科创投资，健全多层次资本市场、引导社会资本支持科技创新。

图 5：近年来中国股权投资市场投资情况（包括早期投资、VC、PE）



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 6：2025 年中国股权投资市场投资行业情况

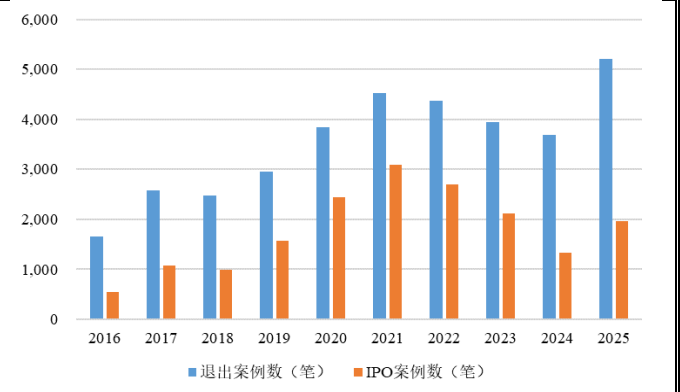


数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

从退出情况来看，2025 年中企境内外 IPO 均呈现回暖态势。根据清科研究中心统计，2025 年中企境内外上市共有 247 家，同比增加 26.7%；首发融资额约合人民币 3,266.32 亿元，同比增加 126.4%，在 IPO 及并购市场回暖等因素推动下，创投行业迎来存量基金退出高峰期。2025 年共发生 5,211 笔退出案例，同比上升 41.0%；其中，被投企业 IPO 案例数近 2,000 笔，同比上升 46.8%。从退出方式看，目前已基本形成 IPO、并购、S 基金（私募股权二级市场基金）、回购等多元退出渠道，其中 IPO 仍然是私募股权创投基金最重要的退出渠道。同时，随着“并购六条”落地、《上市公司重大资产重组管理办法》修订完成以及基金份额转让制度健全等政策发力，并购、S 基金交易有所增长，但整体仍处于发展初期。此外，退出压力仍然较大，截至 2025 年末共计 3.81 万只基金进入退出期和延长期，对应规模达 17.60 万亿元（其中延长期 7.38 万亿元、退出期 10.22 万亿元），远超投资期基金规模（9.51 万亿元）。值得注意的是，并购市场尚未成熟，S 基金流动性不足，中国一级市场长期依赖 IPO 作为单一退出渠道，国有投资机构在面对 DPI（投入资本分红率）以及资金回笼期限的考核压力，迫使 GP

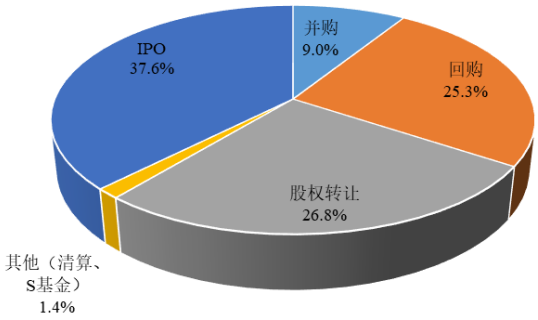
在条款设置上将回购成了唯一写在合同里的确定性退出路径。但科技初创企业大多为长周期，或将因触发回购而面临破产风险的。2025 年 12 月中基协发布《私募股权创投基金投资条款提示》以规范股权回购条款，要求践行长期价值投资、科学设款禁违规操作，触发回购后兼顾多方利益，鼓励协商调整约定，引导行业回归股权投资本质、平衡投融资风险收益。在未来仍有待具体投资条款设计、国资容错以及退出通道等持续完善。此外，硬科技项目投资风险高、回报周期长，投后赋能能力不足，部分基金“募投管退”循环不畅，同时量化投资的快速发展也带来了新的风险管控挑战。

图 7：近年来中国股权投资市场退出情况（包括早期投资、VC、PE）



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 8：2025 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



数据来源：清科研究中心，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2025 年股权投资市场企稳回升，进入强监管、重价值、科技主导、国资引领的新阶段，但在全球经济增长放缓、地缘政治冲突、贸易摩擦等背景下，仍需要关注政策调整以及市场竞争等变化对相关债券发行人的投资项目退出回报预期、资产轮动和盈利能力的影响。

2026 年创投行业迈入耐心资本主导新周期，募资端国家级长钱基金与风险分担机制重塑资金结构，投资端聚焦硬科技与产业升级，退出端多元化通道加速成型。具备产业资源整合能力与硬科技研判实力的机构将占据主导，行业从短期套利全面转向长期价值逻辑。

2026 年作为“十五五”开局之年，政府工作报告延续“稳中求进、以进促稳、先立后破”的政策主线，地方债务、有效投资、产业体系、国企改革四大领域成为重点部署方向。经济增长目标首设 4.5%～5%区间，增速目标让位于质量目标，投资控股型企业的资产配置需相应从传统基建转向科技创新与产业升级赛道。财政扩张力度不减，一般公共预算支出首破 30 万亿元，新增政府债券合计 11.89 万亿元，其中超长期特别国债 1.3 万亿元、地方专项债 4.4 万亿元，持续投向重大战略与重大工程，国资背景投资平台将在重点领域获得更多资源配给。

从募资方面来看，2026 年 3 月《政府工作报告》在部署资本市场改革任务时提出“进一步健全中长期资金入市机制”，落地的国家级创投母基金以中央财政引导撬动社会资本形成万亿规模，且不设地域返投要求，聚焦投早、投小、投硬科技，20 年长周期耐心资本与风险分担机制将重塑行业逻辑。短期套利型传统财务 VC 依赖估值套利的模式难以为继，募资与项目获

取压力加剧，缺乏产业资源者将加速边缘化；产业 CVC 依托自身产业链优势，能够有效推动硬科技成果落地转化，实现深度产业协同，从而成为市场核心资金力量；国资与引导基金话语权持续提升，聚焦硬科技与早期投资；头部机构加快转型布局，中小机构加速出清，行业整体走向产业协同、长期价值导向的新阶段。从募资结构来看，2026 年初发改委明确研究设立国家级并购基金，聚焦卡脖子攻关与产业链整合，以母基金撬动社会资本，联动资本市场并建立容错机制；同时强化央地协同，破除区域壁垒与税源顾虑，推动“十五五”产业整合提速。此外，与中长期资金属性相匹配的资产体系正在构建中，公募 REITs 等工具的探索，可为长期资金提供了更多元的配置选择。

从投资方面来看，国有投资控股企业将持续深化国企改革，作为核心平台的功能定位与运作模式进一步明晰，股权投资公司侧重产业引领与战略布局，一般投资控股公司则专注资本运作与存量盘活，两类平台协同发力、错位发展。在差异化授权与治理型管控下，行业加速向专业化、规范化、长期化方向演进。市场化投资控股企业则提高专业投资能力，积极对接国资资源，提升市场化运作与风险管控水平。从投资方向来看，产业政策更加突出以实体经济为核心，传统产业方面，聚焦技术、软实力、空间、场景四大维度推进优化升级，通过重大技术改造、2,500 亿元超长期特别国债支持设备更新、制造业产业链升级行动及“上云用数赋智”服务，加快实现高端化、智能化、绿色化转型。新兴产业与未来产业方面，布局方向更加具体，在加快新能源、低空经济等新兴产业发展的同时，前瞻布局未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G 等前沿领域，其中“未来能源”与“脑机接口”首次写入政府工作报告。未来还将着力打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业，建立健全未来产业投入与风险分担机制。从投资阶段来看，投资阶段前移，早期投资占比将提升。

从退出方面来看，退出格局迎来结构性转变，IPO 预计仍将是主要退出渠道，2026 年全球 IPO 市场将延续复苏态势。并购退出保持活跃，由补充渠道升级为核心退出主线，政策与国资共同推动产业整合型交易加速落地。S 基金持续升温，交易模式从简单份额转让转向 GP 主导的接续基金与资产重组，成为缓解流动性压力的重要工具。CVC 依托产业资源优势，以产业并购为被投项目搭建稳定退出通道，退出安全性显著提升。国资对 DPI 回款速度的重视，倒逼机构更加注重退出效率与现金流回笼，告别单一依赖 IPO 的传统模式。整体来看，退出市场呈现多元化、产业导向特征，并购与 S 基金共同撑起新周期下的退出新格局。

2025 年以来，投资控股企业依托资本市场回暖与优质项目退出实现投资收益高增，同时在政策引导与耐心资本支撑下投资提速、债务融资持续优化。股权投资企业则凭借基金管理规模扩容、资产估值回升与硬科技项目集中退出实现盈利大幅增长，投资保持高强度投放，融资结构整体稳健。

一般投资控股企业方面，本文选取了142家在公开市场有存续债券的企业作为分析样本[2]，对其财务特点进行具体分析，该类发行人以国有企业为主，注册地集中在经济发达地区。由于

[2] 整体样本覆盖央企（5.63%）、地方国企（93.66%）和民企（0.70%），以地方国企为主，主体信用等级由 AA 至 AAA（取最高信用等级），注册地所在区域分布在全国 27 个省、市和自治区，主要为江苏省（14.08%）、山东省（11.27%）、福建省（9.15%）、广东省（8.45%）、北京市（7.04%）和浙江省（7.04%）等经济发达地区。选用财务数据期间为 2022~2024 年及 2025 年前三季度，未包含部分在期间内财务数据或财务指标缺失的样本。

母子公司信用风险存在一定分化，为了更准确地反映一般投资控股企业本部财务风险，以下分析基于母公司口径。一般投资控股企业本部主要收益来源仍为从事股权管理和资本投资运营产生的投资收益，在各项收益中占比均约60%。其中，持有期间投资收益受被投企业经营情况及分红政策影响较大，处置收益受投资控股企业自身投资管理能力影响较大。2024年及2025年前三季度，随着资本市场行情有所好转，被投企业经营业绩及在投项目估值提升令样本企业投资收益和公允价值变动收益规模均同比提升，样本企业投资收益规模总体较稳定，取得投资收益收到的现金/投资收益的均值比例有所增长，投资收益增速同比增长，盈利能力同比好转。此外，2025年前三季度IPO市场回暖令样本企业集中处置优质股权或上市公司股票，或旗下基金投资的硬科技、新能源项目实现较好退出，令当期投资收益同比增幅明显；同时收并购市场活跃度提升带来的净资产大幅扩张，令经调整的净资产收益率有所下降。

图 9：一般投控样本企业本部收益情况（亿元）



注：1、经调整的净资产收益率=净利润/经调整的所有者权益均值，其中经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整；2、2025 年前三季度净资产收益率已经年化。

数据来源：Choice，中诚信国际整理

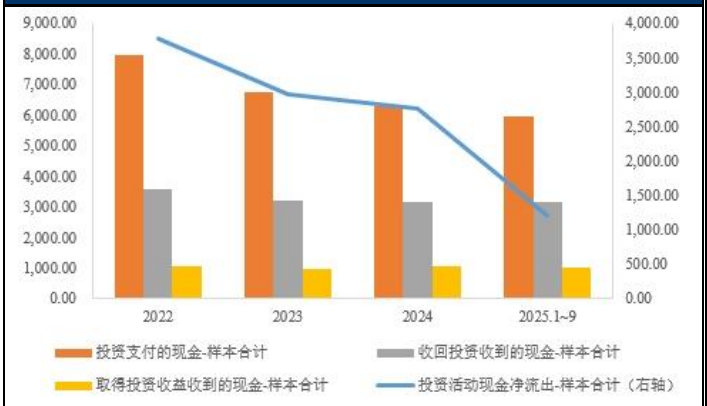
图 10：一般投控样本企业本部投资收益及获现情况（亿元）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

投资方面，一般投资控股企业本部投资组合以股权投资形成的金融资产为主，2024 年，全球经济复苏进程仍然缓慢，叠加地缘政治冲突的持续影响，企业投资活动仍趋于谨慎态度，样本企业本部投资活动净流出规模同比下降，投资组合账面价值增速持续放缓，但伴随行业政策预期稳定、市场信心逐步回升，投资活动净流出规模降幅有所收窄。2025 年随着推动战略性新兴产业投入倍增计划落地生效等一系列稳预期稳信心政策的发布，投资增速有所恢复，投资支出规模止跌回升，较上年同期同比大幅增长 53.97%，所获现金分红亦保持较快增速。从投资组合构成来看，持有的金融资产仍大多以长期战略性持有为目的，2024 年以来样本企业本部投资组合账面价值中长期股权投资占比保持近 70%。预计未来随着政策进一步加深，投资规模将持续扩大。

图 11：一般投控样本企业本部投资活动情况（亿元）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 12：一般投控样本企业本部投资组合账面价值情况（亿元）

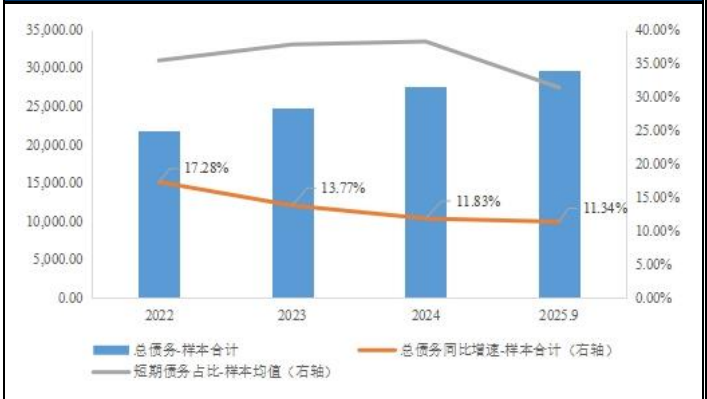


注：投资组合账面价值=货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资。

数据来源：Choice，中诚信国际整理

债务融资方面，2024 年对外投资资金需求令样本企业本部总体债务规模继续上升，但债务增速有所放缓，总资本化比率均值亦保持上升态势，比率为 40%左右，资本结构较为稳健，债务期限结构仍以长期为主，与资本投资资金需求较为匹配。同时，由于样本企业总体以扩大投资为主，资产轮动较少，所以依赖外部融资，筹资活动现金仍保持大额净流入态势，但随着投资增速放缓，筹资活动净流入规模及债务性现金流入同比稳中有降。2025 年前三季度，一方面国家持续严控地方隐性债务，融资平台加快剥离政府融资职能，市场化转型推进直接压缩债务融资空间；另一方面，耐心资本大规模进入，国家级与地方引导基金、社保科创资金、长期产业资本持续注入，以股权与长期资本金形式补充企业资金来源，有效替代传统债务融资，同时较好的资产轮动提升现金回笼效率，令样本企业债务增速持续放缓，债务性现金流入同比下降，债务结构持续优化。

图 13：一般投控样本企业本部债务情况（亿元）



注：总债务=短期债务+长期债务=（短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债）+（长期借款+应付债券+租赁负债+混合型证券调整）。

数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 14：一般投控样本企业本部融资活动情况（亿元）



注：1、债务性现金流入=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金；2、总资本化比率=总债务/(总债务+经调整的所有者权益)。

数据来源：Choice，中诚信国际整理

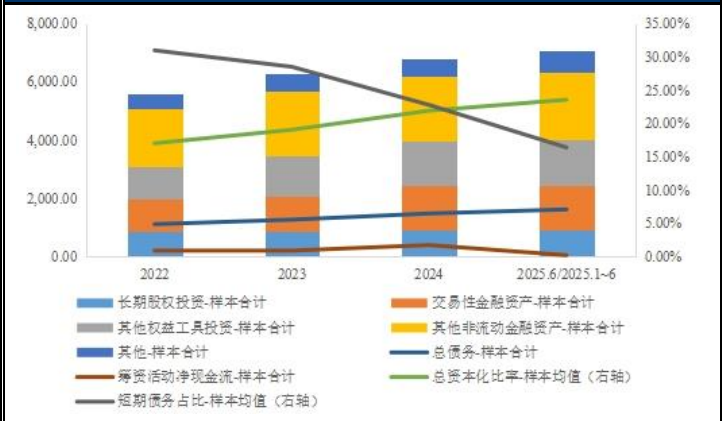
股权投资企业方面，本文选取了43家在公开市场有存续债券的企业作为分析样本[3]，对其财务特点进行具体分析，该类发行人以国有企业为主，注册地集中在经济发达地区，以下分析基于合并口径。股权投资企业主要收益来源为投后管理和赋能获得的增值收益，最终退出后获得投资回报，2024年受部分样本企业所持股票股价下跌及基金估值下降等影响，公允价值变动收益有所下降，盈利能力有所分化，但取得投资收益收到的现金/投资收益的均值比例仍保持较好水平。2025年上半年随着战新国资母基金密集落地，国家级与地方引导基金合作扩容，部分样本企业基金管理规模扩容，同时资本市场整体回暖，资产估值整体抬升，且硬科技项目退出大年，投资收益集中兑现，令当期样本企业净利润合计较上年同期增长199.90%。投资方面，股权投资企业投资组合与一般投资控股企业相似，亦以股权投资形成的金融资产为主，2024年以来，股权投资样本企业投资组合账面价值规模保持增长，投资活动现金流呈净流出态势，其中投资支付的现金[4]持续大幅提升。融资方面，由于股权投资期限长，债务期限结构以长期为主，短期债务占比较低，对外投资资金需求令样本企业债务规模保持增长，总资本化比率均值呈上升态势，筹资活动现金呈净流入态势。

图 15：股权投资样本企业合并收益情况（亿元）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 16：股权投资样本企业合并投融资情况（亿元）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

从融资方式看，股权投资企业募资来源多元化程度高，其中股东增资为扩大投资的重要支撑，一般投资控股企业则相对更为依赖债务融资进行投资，以发行债券和借款为主。整体来看，其债务本息的偿还对再融资环境敏感度较高，而稳定的现金分红、取得投资收益收到的现金、股东在增资等方面的有力支持可以帮助企业应对外部融资环境变化，增强流动性和抗风险能力。

受益于政策支持、市场流动性宽松，2025 年以来投资控股企业债券发行只数及发债总额保持增长态势，债券余额保持较高水平，发债利差整体呈现先收窄、后走阔的 V 型反转走势，预计未来随着机制成熟与市场扩容，将从政策驱动转向市场驱动，投资控股企业的债券融资规模将继续上升，

[3] 选用财务数据期间为 2022~2024 年及 2025 年半年报（部分企业未披露前三季度报表），未包含部分在期间内财务数据或财务指标缺失的样本，因部分企业发行私募债，未披露财务报表，亦未纳入财务分析样本中。整体样本覆盖央企（6.98%）、地方国企（86.05%）和民企（6.98%），以地方国企为主，主体信用等级由 AA-至 AAA（取最高信用等级），注册地所在区域分布在全国 27 个省、市和自治区，主要为江苏省（32.56%）、广东省（16.28%）、山东省（9.30%）、上海市（9.30%）和北京市（6.98%）等经济发达地区。

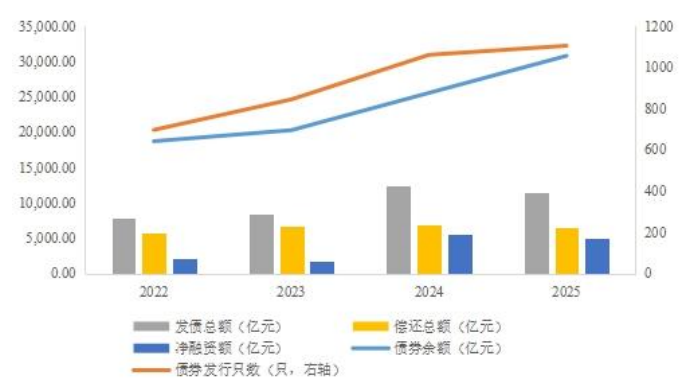
[4] 2022~2024 年及 2025 年 1~6 月，样本企业投资支付的现金合计分别为 847.88 亿元、863.01 亿元、1,746.97 亿元和 760.70 亿元。投资活动净现金流分别为-281.29 亿元、-54.41 亿元-293.14 亿元和-1.90 亿元。

但由于投资控股企业投资行业多元、展业区域广泛，风险因素较为复杂，需持续关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

从投资控股企业[5]的信用债发行情况来看，2024~2025 年，一般投资控股企业与股权投资企业债券融资整体呈现扩张态势，但在发行节奏、规模结构与驱动逻辑上呈分化特征。一般投资控股企业作为行业投资主力，债券余额持续攀升，发行只数稳步增长，其中，2024 年发债总额与净融资额大幅上行。该走势主要受产业投资需求扩张、地方国资平台转型提速等影响，叠加信用环境改善与债市政策支持，企业通过多元化发债满足项目投资、债务置换与流动性补充需求，2025 年发行总额略有回落但净融资仍保持高位，融资渠道持续畅通。股权投资企业 2024~2025 年发债规模稳步扩容，债券余额与发行只数连续增长，发行总额逐年提升，净融资额在阶段性调整后重回上行通道，融资活跃度持续提升。其增长动力主要来自政策层面的定向支持，其中 2025 年 5 月新规明确支持股权投资机构和创业投资机构发行科技创新债券，为股权投资机构打开长期限、低成本融资通道，有效缓解行业募资压力与“募短投长”期限错配问题。但由于各投资控股企业的产业背景及资本实力不同，各主体间净融资额差异较大。

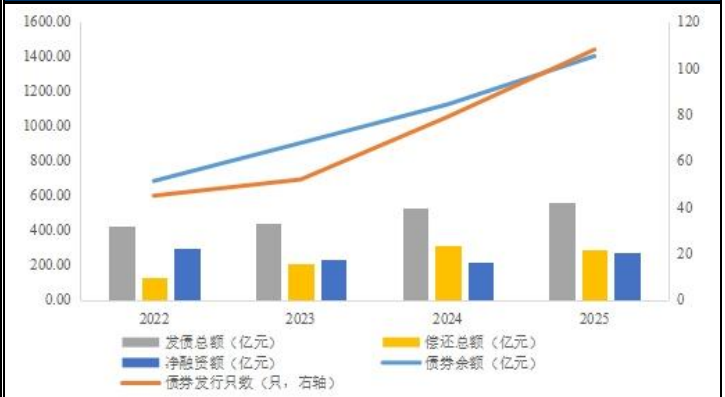
整体来看，受益于当前政策环境、市场需求等多方面的外部因素，加之发行人信用等级整体较高或附带增信措施，且部分企业以无主体评级发行科创债[6]，投资控股企业的债券融资渠道较为畅通，债券余额保持较高水平。未来随着机制成熟与市场扩容，将从政策驱动转向市场驱动，投资控股企业的债券融资规模将继续上升。

图 17：近年来一般投控企业发行及偿还信用债情况



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 18：近年来股权投资企业发行及偿还信用债情况



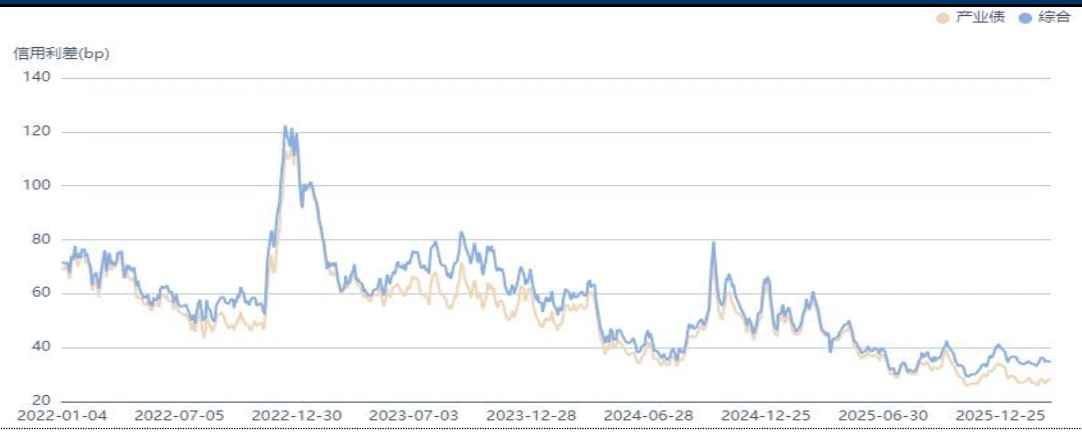
数据来源：Choice，中诚信国际整理

从综合类企业信用债发行利差来看，2024 年以来发债利差延续震荡下行的走势，整体略高于产业债利差，处于各行业发债利差的中等。2024 年上半年，在流动性环境宽松、稳增长政策持续发力的宏观背景下，综合类企业信用利差延续收窄态势，市场风险偏好逐步修复。2024 年 8 月前后，受宏观经济数据表现不及预期、市场情绪转向谨慎等因素扰动，利差有所走阔，随后快速回落。2025 年上半年综合类企业信用利差持续震荡收窄，较上年同期阶段性高点进

[5] 包含 304 个一般投资控股企业样本和 74 个股权投资企业样本（含近三年一期财务数据或财务指标缺失样本）。
[6] 74 个股权投资企业样本中有 12 个样本无主体评级发科创债。

一步压缩，但下半年股市回暖带动风险偏好提升，股债跷跷板效应显现，资金从债市流向股市，叠加隐性债务管控趋严、机构配置向优质产业债倾斜，综合类企业债需求走弱、信用溢价上行，令综合类企业债与产业债利差明显走阔。短期来看，在流动性维持宽松、政策托底经济的基调下，综合类企业信用利差将维持低位震荡、缓慢收窄的运行格局。但由于综合类企业投资行业多元、展业区域广泛，其底层资产风险与流动性管理仍具复杂性，需持续关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

图 19：综合类企业与产业债利差情况对比



数据来源：DM 数据库，中诚信国际整理

结论

2025 年，投资控股型企业加速向质量优先、产业赋能、资本与科技治理协同方向转型，政策环境持续优化推动并购市场显著回暖，资本加速向硬科技及新质生产力领域集聚；同期中国股权投资市场呈现募、投、退全线复苏格局，人民币基金募资回升、硬科技投资占比提升、退出案例与渠道多元化特征明显，国资与政策成为核心驱动力量。两类主体均依托资本市场回暖与优质项目集中退出实现盈利高增，在政策支持与耐心资本注入下投资节奏加快、融资结构持续优化，债券发行规模稳步增长，发债利差呈现先收窄后走阔的 V 型走势。当前市场仍面临实体子公司业绩分化、投资收益阶段性承压、现金流管理压力、退出渠道依赖度较高以及投资合规等多重风险。展望 2026 年，创投行业将迈入耐心资本主导的新周期，资金结构、投资方向与退出机制加速重塑，行业由短期套利转向长期价值投资，具备产业资源整合与硬科技研判能力的机构将占据竞争优势。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
李雪玮	企业评级部	资深分析师
毛　铭	企业评级部	分析师

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：http://www.ccxi.com.cn

CHINACHENGXININTERNATIONALCREDITRATINGCO.,LTD
ADD:Building5,GalaxySOHO.
No.2NanzhuaganLane,ChaoyangmenneiAvenue,
DonchengDistrict,Beijing,PRC.100010
TEL:（86010）66428877
FAX:（86010）66426100
SITE:http://www.ccxi.com.cn