

百舸争流，奋楫者先 ——以卓越的投后管理抢 占两万亿美元价值空间

作者：方溪源、刘文、俞明洋、胡源、汪越



目录

引言	3
御风而行, 解锁超额价值: 投后管理的必要性	4
直面痛点, 缔结深度合作: 投后管理的挑战	8
运筹帷幄, 决胜共赢之局: 投后管理的方法论	10

引言

过去十余年，得益于蓬勃发展的经济形势和逐步完善的政策环境，中国私募股权行业一直处于增长快车道，私募股权（PE）和风险投资（VC）资产管理总规模约为1.5万亿美元。然而，受经济增速逐渐放缓、二级市场大幅震荡、投退估值差不断收窄、投资机构“干火药”（Dry Powder）高涨，以及同业竞争日益加剧等因素影响，仅依靠投中好赛道和好企业就能获得高额收益的时代已然落幕。未来，中国投资机构需要通过投后管理解锁更多价值，而首当其冲的是解决面临的三大困惑与挑战：

一是“不想管”，内部对于投后管理的价值和重要性思想不统一，总觉得做好公司要靠创始团队，不愿做主动投资人，深度介入公司战略和运营。

二是“没人管”，投后管理投入不足，要不没有专门的投管团队，要不投管团队被视为“中后台部门”和“二等公民”，资源捉襟见肘，在公司内部存在感低，对被投企业影响力不足。

三是“不会管”，投管团队背景参差，业务管理能力有限，转型推动和变革管理经验不足，很难为企业提出有针对性、建设性和突破性的改进方案，并促使其转型落地。即使有些投资人已经建立了“运营合伙人”制度，请行业资深顾问和专家深度介入公司经营，也会由于股东和公司立场不统一、个人经验有局限性、缺乏落地资源等问题，通常只能为公司在具体业务上锦上添花，而难以在危机和重大决策时雪中送炭。

面对难点如何破局？中国式的投后管理体系路在何方？我们总结提炼了国际国内优秀投资机构的探索和实践，提出**投后管理三大核心理念**；并对创投和成长型投资，以及并购投资的投后管理赋能工作的不同侧重点进行了总结。我们有理由相信，投后管理是未来五年投资机构的必修课，对投资收益的贡献也将继续提升。只有尽快修炼好内功，形成机构专属的管理赋能“打法手册”，才能立于不败之地，成功捕捉投后管理将为行业带来的两万亿美元价值创造机遇。

御风而行，解锁超额价值： 投后管理的必要性

上世纪90年代，我国资本市场初步建立，随着改革开放的深入和外资的引进，本土私募股权基金开始萌生。本世纪初，股权投资相关政策逐步出台，上市制度不断完善，退出渠道日益打通，私募股权市场步入蓬勃发展期。尤其是2013年《证券投资基金法》将非公开募集基金纳入调整范围，以及2014年《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称“新国九条”）明确提出“培育私募市场”，私募股权基金呈现井喷式发展。目前，私募股权（PE）和风险投资（VC）资产管理总规模约为1.5万亿美元，近五年年化增速为37%。

在经济高速增长阶段，得益于蓬勃发展的经济形势和逐步完善的政策环境，投资者仅凭“投”中好赛道和好企业就能获得高额收益，投后管理在价值提升上的作用不甚明显。但近年来，受经济增速逐渐放缓、同业竞争日益加剧等因素影响，仅靠“投得好”就能获得高额收益的时代一去不返。我们对2005年至2022年1月A股和H股上市公司的私募股权融资历史进行了分析¹，以2018年港交所修订《主板上市规则》作为分水岭²，比较前后两阶段成功上市的投资标的为私募股权实现价值创造的来源。2018年7月之前，投后管理的价值创造在总市值增量中占比的中位数约为20%；而2018年7月至今，这个占比大幅提升至约40%。也就是说，单纯依靠估值倍数增长、财务杠杆等因素，已经越来越难实现优异的投资回报。只有强化投后管理和被投企业的运营增值，才能为股东和LP持续创造卓越的超额收益。以此测算，未来3-5年内，投后管理可为中国PE/VC市场释放约两万亿美元的价值创造空间。

“六分投、四分管”，投后管理的重要性日益凸显，这与私募股权在中国的发展阶段与行业趋势紧密相关。退估值差收窄、“干火药”增多以及并购基金增加这三大关键趋势，预示着股权投资在中国即将步入下半场，让“管”的能力和“投”的能力双剑合璧，将是未来投资机构为企业创造价值的重要法宝。

趋势一：投退估值差收窄

注册制改革下，公司一旦上市股价便会飞涨不再是必然现象。随着新股破发越发常见，“新股不败”的神话破灭。2020年7月起，新股破发潮来袭，截至2022年2月16日收盘，短短两年间A股上市首日出现破发的新股达51只；与之相比，2015-2019这五年间，A股仅5只新股破发。与此同时，IPO溢价也明显缩水，与2015-2019年在A股主板上市的公司相比，2020年A股主板上市公司在上市一个月和一年内涨幅均明显缩水。相应地，投退估值差收窄的现象也愈发明显。随着2017年以来退出估值持续下降，投退估值差逐渐收窄。伴随着发行定价市场化、新股破发常态化，中国资本市场日趋理性，私募股权投资机构通过投后管理挖掘和提升企业价值的价值能力因而显得益发重要。

¹ 有效数据共171个，取中位数。选取上市前三年内存在的最早投融资估值作为投资估值，IPO一年后市值作为退出估值。以收入增速/市值增速衡量投后管理价值创造比重。

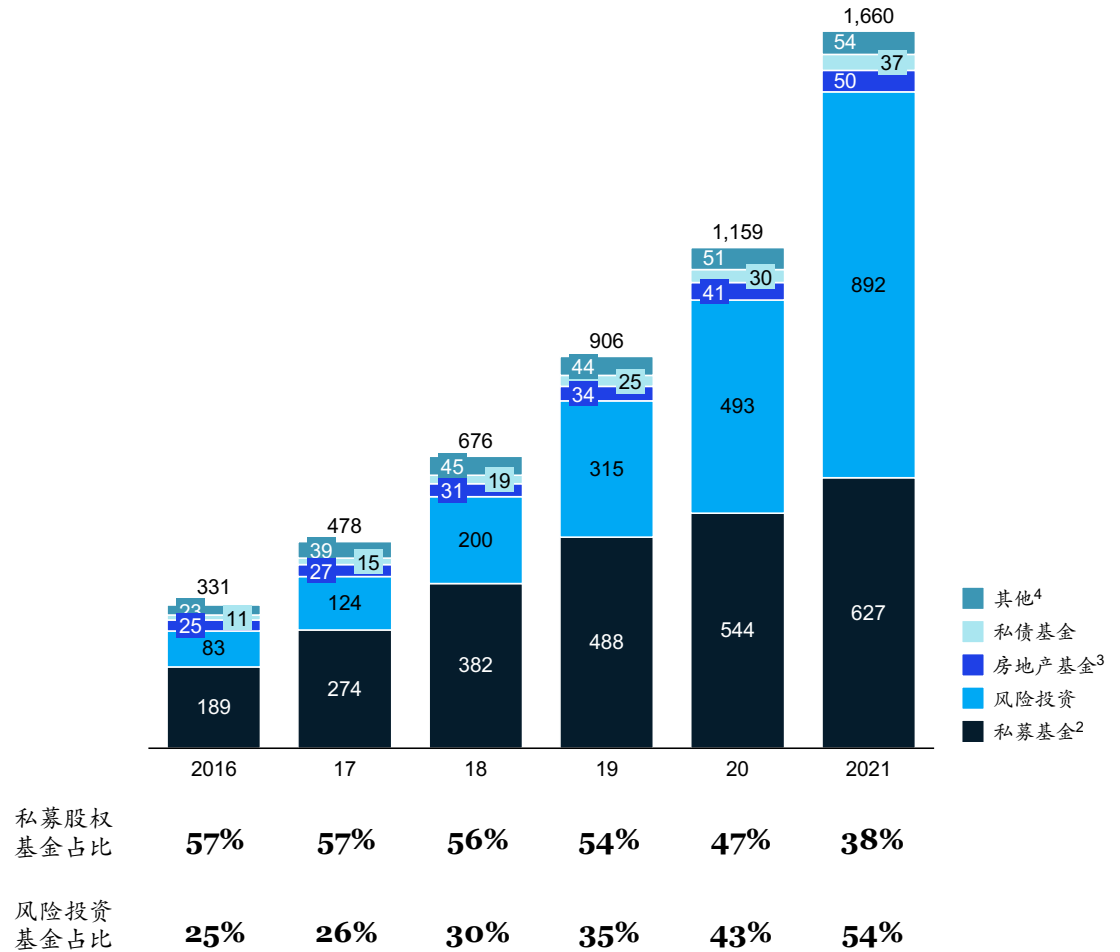
² 2018年4月，港交所修订后的《主板上市规则》生效，同股不同权架构公司和未盈利生物医药企业被允许在港股上市。当年7月，小米集团成为港股第一家双重股权架构的上市公司。

图1

中国私募股权和风险投资的资产管理总规模约为1.5万亿美元，占另类资产管理总规模的90%以上

中国¹ 另类资产管理市场 AUM，按资产种类

十亿美元



1. 中国包括中国内地、香港、台湾与澳门

2. 私募股权基金包括：平衡基金、并购基金、增长基金、混合基金、共投资基金等

3. 房地产基金包括一级与二级市场房地产基金

4. 其他包括：基础设施基金等

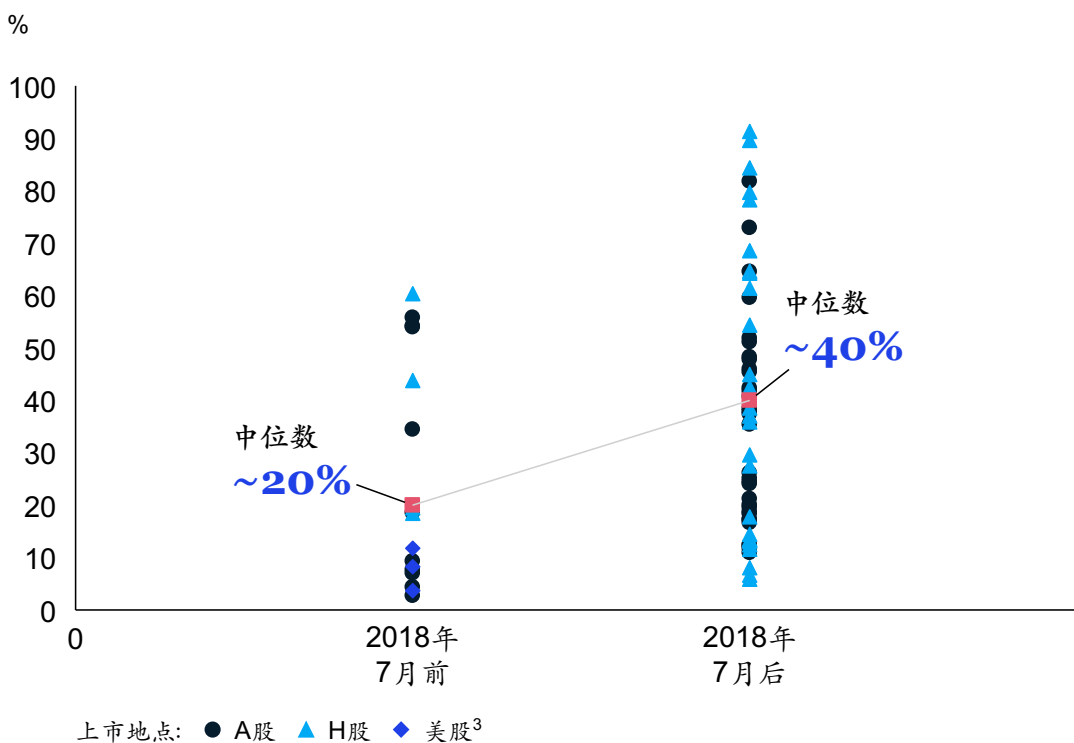
资料来源：Preqin, 麦肯锡分析

图2

中国私募股权投后管理重要性日益凸显，有望释放2万亿美元价值创造空间

对2005年-2022年IPO的跨17个行业的171家中国企业历史融资情况进行实证分析：

运营提升因素¹占市值增量百分比^{2,4}



关键假设及洞察

- 2018年7月后被投企业上市一年后估值约为投资时的**3-4倍**
- 2021年，中国私募股权投资市场总资产管理规模约为**1.5万亿**美元
- 投后管理带来的运营增量占总市值增量比重的**40%**，相当于**2万亿⁵**美元的价值创造

1. 其他因素包括市场乘数、经营杠杆等

2. 图表剔除极端值

3. NYSE和NASDAQ

4. 2018年4月，港交所修订后的《主板上市规则》生效，同股不同权架构公司和未盈利生物医药企业被允许在港股上市。当年7月，小米集团成为港股第一家双重股权架构的上市公司。

5. $1.5 \text{ 万亿} \times 3.8 \text{ 倍} \times 40\% = 2 \text{ 万亿}$

资料来源：麦肯锡分析

趋势二：投资机构“干火药”增加

目前，在全球增长乏力的背景下，中国增长态势相对良好，且拥有全球半数的独角兽企业。过去五年，私募股权投资机构“干火药”年化增速达到24%，2021年投资机构总“干火药”达2850亿美元。因此在中国，资本不再是最重要的生产要素，被投企业对于投资机构是否有能力帮助自己成长怀有更大期待。被资本追逐的公司会选择能给自己带来更多资源和增值服务的投资者，而不是仅提供资本的投资者。2014年以来，纯财务投资者占私募股权投资交易总额的比重逐年降低；而能够为被投企业带来管理经验、行业知识与洞见、上下游资源的战略投资者，其市场参与度不断上升。“干火药”的增加意味着竞争加剧，而投后管理和赋能的能力则成为私募股权投资机构争夺项目时的重要筹码。我们近期对110家成长型被投企业的调研结果显示，67%的被投企业选择投资机构时会着重考量机构的投后管理体系。可见，具备投后管理能力已成为投资机构的重要竞争优势。

趋势三：并购基金比例和数量呈上升趋势

对比欧美，亚洲私募股权并购基金仍占比较小。从基金募资规模来看，亚洲并购基金募资规模还处于起步阶段，2018-2021年为1330亿美元，低于欧洲的3420亿美元，远落后于美国的8240亿美元。从募资占比来看，亚洲并购基金募资规模仅占总募资规模的10%-15%，远落后于欧美80%-90%的水平。放眼未来，宏观行业的五大趋势也将推动并购基金的发展，这包括：

其一，成熟企业代际传递。中国改革开放后的第一代企业家已步入退休期，家族企业代际传承将为并购基金入局提供契机。

其二，中概股私有化浪潮。美股和港股市场存在大量私有化需求，在美国上市的中概股有“回归”需求，而港股市场“仙股”众多，上市后股价表现整体偏弱。

其三，企业存在业务剥离分拆需求。在聚焦核心主业、应对地缘政治等动因之下，企业进行剥离和分拆的趋势有所上升，并购基金入场的机会也随之增加。

其四，实业兼并重组。国内行业横向整合和纵向并购在具有规模经济和本土属性的细分领域存在机遇，而中企海外并购趋势延续。

其五，金融自由化。中国配套融资渠道逐步开放，多元化的资金逐渐流向并购基金，杠杆收购成为可能。

因此，并购基金在中国存在广阔的成长空间和上升机会，而投后管理能力在并购基金的价值提升杠杆中更处于决定性地位。

在此三大趋势之下，建立和提升投后管理的能力和水平，已成为私募股权投资机构的当务之急。厘清成长基金和并购基金的不同特点、了解被投企业的相应诉求、提炼投资机构在投后管理工作中最关键的矛盾和问题，是建立高效投管体系的首要任务。

直面痛点，缔结深度合作： 投后管理的挑战

成长基金的被投企业和并购基金的被投企业，对投资人有不同的要求和期望，这也为私募股权投资机构的投后管理工作带来了不同挑战。

针对成长基金，我们调研了110家成长型被投企业，倾听了被投企业对投后管理的诉求和反馈，观察到如下痛点：

其一：关系远，沟通频率低。目前，被投企业与投资机构的关系主要基于投资交易及战略合作等方面，尚待建立更紧密的联系。在我们调研的被投企业中，51%认为其与投资机构的关系停留在投资交易层面，尚未建立战略合作、发展指导等关系；24%认为与投资机构建立了共同奋斗的战略合作伙伴关系；11%认为投资机构是值得信赖的引路人，为企业发展提供了指导；2%对投资机构的印象是提供全方位呵护的孵化器，在企业运营培育上提供了有力帮助；只有13%把投资机构视作相伴成长的家人，与投资机构建立了深度互信的紧密关系。就投后合作模式而言，目前被投企业与投资机构在投资之外的合作较为单一且绑定力度不强，有待进一步探索共同并购、共设孵化器、建立共管基金等合作方式。

被投企业与投资机构之间以低频率线上间接接触为主，亟待建立畅通的直接沟通渠道。在我们调研的被投企业中，61%收到投资打款后与投资机构的接触是通过电邮、电话、微信等日常交流形式进行，16%会定期提供财务报告，仅14%是由投资机构日常拜访企业进行面对面沟通。对接项目的投资经理是投后管理的主要桥梁，对接90%的投后增值服务，仅10%的投后增值是由企业服务中心和项目管理部与企业直接沟通完成的。

其二：被投企业期待资本之外的更多赋能。被投企业对投资机构在资源对接等方面的助推能力有更高期待：市场开拓、企业管理、趋势研讨是被投

企业尚未被完全满足的三大重要投后需求。43%的受访被投企业最希望投资机构能通过搭建被投企业信息交流平台、提供产业链相关资源等方式，协助其开拓市场、适配资源；13%最期待投资机构可以为其提供更系统化、专业化的企业管理指导和培训；11%亟需投资机构与其分享更多行业信息和重要趋势。

针对并购基金，基于与被投企业的交流，我们总结了被投企业在不同阶段对基金投后管理工作提出的难题：

其一，如何通过人力资源管理保障业务连续性？投资机构不仅要识别并留住被投公司内部的关键人才，也需要解决遗留的人力资源问题。一方面，留住关键人才是保证被投公司业务连续性的关键，核心目的在于稳定军心，确保内外部关键利益相关者（员工、客户、经销商、供应商等）不产生疑虑心理、不触发负面行动；另一方面，解决遗留的人力资源问题是被投公司后续价值创造的重要前提。如果被投企业在组织架构上比较复杂，就会加深人力管理的难度。

其二，如何帮助被投公司制定新战略并有效落地？投资机构如何帮助企业厘清战略方向并拆解为可行举措、如何保证战略举措如期落地等，都将对被投企业的发展产生巨大影响。

其三，如何确保被投企业管理层得到有效激励？股权激励是提升公司价值的重要手段，但效果有时不尽如人意。如何把握股权激励兑现的时间和形式、选择利益分配的衡量依据和数额、制定条款避免日后纠纷和风险、形成具体可行的激励方案等，都是投后管理经常遇见的难题。

这些痛点和问题，反映了中国投资机构在投后管理方面面临的困惑和挑战。一是“不想管”，内部对于投后管理的价值和重要性思想不统一，总觉得公司做好要靠创始团队，不愿做主动投资人，深度介入公司战略和运营。二是“没人管”，投后管理投入不足，要不没有专门的投管团队，要不投管团队被视为“中后台部门”和“二等公民”，资源捉襟见肘，在公司内部存在感低，对被投企业影响力不足。三是“不会管”，投管团队背景参差，业务管理能力有限，转型推动和变革管理经验不足，很难为企业提出有针对性、建设性和突破性的改进方案，并促使其转型落地。即使有些投资人已经建立了“运营合伙人”制度，请行业资深顾问和专家深度介入公司经营，也会由于股东和公司立场不统一、个人经验有局限性、缺乏落地资源等问题，通常只能为公司在具体业务上锦上添花，而难以在危机和重大决策时雪中送炭。要解决上述困惑，需要思考以下问题：

一、权责利分配不均，如何论功行赏？

投资机构需要解决投后管理人员的价值认定、绩效考核与薪酬激励、投资投后利益冲突等问题。首先需要“分功”，即量化认定投后管理的价值。被投企业的增值，不仅是因为投资团队独具慧眼，也因为投后管理实施得当。但具体到特定项目上，如何量化功劳，多少归投资、多少归投后，是不少投资机构遇到的难题。其次需要明确考核投后团队的绩效并进行合理激励。在量化价值的基础上，如何针对项目特性和被投公司的发展阶段设定并适时调整投后管理团队的KPI？如何形成针对投后管理团队的长效激励方案？这些问题都值得投资机构深思。

从激励机制来看，投资团队的项目奖金和超额收益分成往往能够对其寻找、筛选投资标的和推进投资项目起到积极作用；相比之下，投后管理团队往往没有项目奖金和超额收益分成，或是回报周期过长且金额较少，难以被充分调动积极性。这样的安排或致使投资团队和投后管理团队的潜在利益冲突浮出水面：投资团队可能会为了项目奖金而急于促成交易，在项目风险识别上比投后团队更为激进；而投后团队则倾向于在投资判断上相对保守，面对风险更为谨慎。因此，解决好投资投后责权利分配是投资机构面临的一大难题。

二、管理需要专业选手，谁可担此重任？

投后团队的组织架构设计是另一个需要投资机构深思的问题。有些投资机构采取“谁投谁管”的模式，由投资团队兼顾投后管理。在被投企业数量相对较少、股权比例较低且大多数公司运作良好的时候，这样的组织架构简洁高效；但当被投企业数量大幅增加，这样的组织架构就会显现弊端：投资团队精力分散，寻找和筛选新项目的效率受到影响，同时也难以兼顾多个项目的投后管理；另外，有些机构的投资团队之间存在竞争关系，难以做到完全的资源互通，影响投后管理的规模化、效率化。因此，随着已投项目的增加，组建一支专门的投后管理团队成为很多投资机构的必然选择，而如何打造一支能力全面、经验丰富的投后团队，是投资机构面临的更为艰巨的课题。

三、能力建设有短板，岂是一日之功？

建设和提升投后管理团队能力绝非易事。首先，中国大部分投资机构采取的是多赛道布局模式，被投企业的行业和细分赛道较为分散，而在每个赛道都配备行业专家的成本高昂；同时，投后管理人员多出身财务、法律、人力等职能背景，工作内容以财务和法律的监控、人力资源管理，以及退出时财务与法律的合规性为主，难以积累在特定行业和赛道的业务经验和战略判断能力。

国内领先投资机构已意识到这个问题并进行相应探索。例如，某头部投资机构的“未来管理精英项目”和某领先创投基金的“成员企业联合管培生项目”，都旨在发掘青年才俊并派往被投企业协助管理工作，从内部培养懂行业、懂业务、懂战略的人才，从而逐步建立具备行业洞见和管理能力的投后团队。又如，某领先并购基金打造了一支精英型投后管理团队，由几十名细分领域专家协助管理控股项目，按照职能条线进行分工；同时，在总部层面设置一个由龙头企业高管、行业专家组成的专家团队，并积极与专业咨询机构合作，通过顾问咨询的方式更加灵活、专业地帮助被投企业。

面对难点如何破局？中国式的投后管理体系路在何方？我们总结提炼了国际国内优秀投资机构的探索和实践，提出投后管理三大核心理念和不同类型基金投后管理的“打法手册”，以供私募股权投资机构参考。

运筹帷幄，决胜共赢之局： 投后管理的方法论

投后管理工作纷繁复杂，如果没有体系化的运作和优先排序，容易陷入被动且疲于应付。抓住关键任务、树立正确理念，是建立体系化投后管理工作的重要前提。我们认为，投后管理的核心理念可以总结为如下三点：

一、严守风险底线

确保被投企业发展风险可控，做到知情知晓，从关键人员的任免、财务透明度和资金管控、法律合规风险底线管理等三个方面，守住投资基本盘，防止公司出现因管理不当而造成的声誉、财务和业务损失。常见的人力风险包括核心人才军心不稳、管理层执行不配合，以及客户、供应商等利益相关者触发负面行为等；常见的财务风险包括资金管理不到位、财务系统不完善、财务流程不规范、融资方案不健全，以及潜在税务、债务、小股东的风险等；常见的法律风险包括法律合规红线事项管控不到位、法律纠纷、关键合同与协议审核不到位等。这些都是投后管理团队需要监控的关键点。

二、选择性管理赋能

基于普通类型的投资标的（创投、成长型或并购）制定不同的投后管理赋能“打法手册”。投资机构应找到契合企业特性的角度，有选择地进行赋能。一方面，投资机构资源有限，应在众多被投企业之中选择最需要帮助的进行赋能；另一方面，也要综合考量被投企业的配合意愿、所属行业特性、发展阶段以及投资机构的能力范围等因素，选择最适合的切入点和赋能内容。

三、全周期资本运作

发挥投资人在资本运作领域的特长，帮助企业对接金融机构和资本市场，提升融资能力，完成后续收购兼并（bolt-on M&A）等，快速提升企业价

值，同时引进投资者关系管理和上市准备方面的专业能力。

在实践中我们发现，创投和成长型投资相较并购投资，投后管理赋能“打法手册”不尽相同。

创投和成长型投资的投后管理赋能需要做好三件事：

一、分类别管理：创投和成长型基金的被投企业通常数量很多，单个体量较小，持股比例较低。可根据公司潜力和财务投入程度这两个维度对被投企业进行分类，合理分配赋能资源。如图3所示，对投入大、持股比例高、公司潜力大的“高确定性投资”（high conviction），需强化关系，择机加注。对投入较小但潜力较大的“后起之秀”

（rising star），需超前投入，重点培养。对投入较大但潜力一般的“昔日明星”（fallen angel），需保持关注，伺机扭转颓势。而对投入小潜力也不明朗、“初出茅庐”的行业新兵，则需广撒网分散风险，以在目标赛道广泛多次下注的形式，最大化投中明星企业的概率。

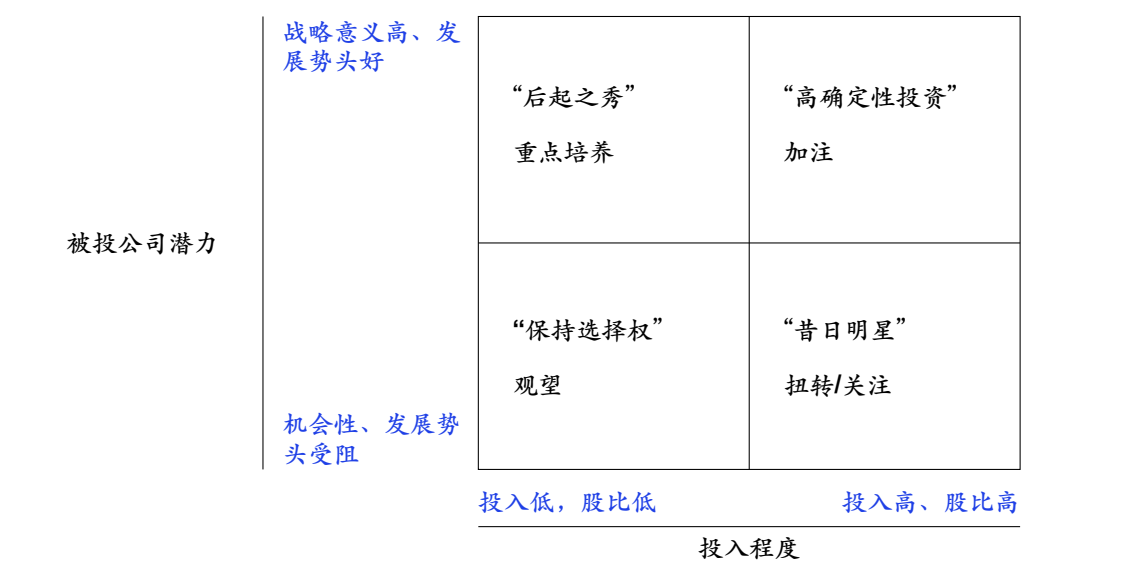
二、提升透明度：在定期了解更新财务状况和人事变动的基础上，加强对关键运营指标和前瞻性指标的沟通和监督工作。尤其是布局新地域、进入新市场、上线新产品、增加新产能等关键决策，需要做到事前充分论证，事中监督执行，事后检视优化。对于公司的产品管线和未来发展计划的全面了解，也是后续加注投资、最大化投资收益的重要抓手。需要注意的是，与公司之间应该至少有三方面的纽带：一是公司高层的高频互动和董监事会履职；二是有经验的运营合伙人或“私人教练”与管理层保持日常沟通；三是投管团队充分了解公司日常动态和业务思路，实现及时反馈。

三、选择性赋能：充分放权、适时介入，做到“帮忙不添乱”。根据被投企业所处阶段的差异化诉求，适时施以援手。早期企业需要完成从0到1的质变，打造核心业务模式和产品服务，投资机构可以调动技术和研发方面的资源予以支持。已完成B、C轮融资的高增长企业，最需要迅速扩大规

模、抢占市场、强化团队，投资机构可以从市场开拓、数字化营销、关键人才引进等方面帮其发力。上市前期的较成熟企业，则需要满足上市要求，建立更专业的管理体系，投资机构可以从战略、财务、组织、数字化等系统性工程入手，为企业锦上添花。

图3

投资机构可对被投企业进行系统性分类，分类别管理、选择性赋能
被投企业分类矩阵示意图



可选增值赋能模块与抓手



战略模块：
帮助创始人迅速了解行业趋势和竞争格局，对企业进行快速扫描诊断，组织高管围绕核心问题共创碰撞、形成战略共识并拆解成举措，确保可以承接落地



财务模块：
帮助被投企业快速建立支出控制中心、优化中长期现金流“造血”供能，从战略视角出发，完成财务体系搭建，明确财务体系优化方向



组织人才模块：
帮助企业优化关键岗位、提供招聘支持，为创始人和核心高管进行领导力提升辅导，搭建治理及授权体系、建立精细化、高效化管理机制



数字化模块：
帮助被投企业完善系统设计、梳理降本增效数字化用例、规划数字化落地举措，助力企业完成向信息化、数字化、智能化的转型

资料来源：麦肯锡分析

并购投资的投后管理赋能也需要做好三件事：

一、投后管理前置。投管团队需深度参与投资流程，在尽调阶段就需要充分考虑运营改善和价值创造的方向和举措，将之作为重要的投决依据。交割前需制定详细的“百日计划”，交割后的三个月内形成新的公司战略和三年行动计划，从“业绩”和“健康/可持续性”两个方面，提出有挑战但又切实可行的目标，设置短中长期的转型里程碑。然后迅速开展“速赢”举措，定期进行业绩对话和绩效管理，动态调整转型方向和方法。交割前则需要规划合理的退出方式，在妥善分配利益的基础上对企业和高管加大激励力度。

二、战略组织先行。并购投资标的公司通常已初具规模，在细分领域有一定的市场地位和竞争能力。这时需要从战略调整和组织优化两方面入手，明确下一步发展规划和战略实施所需建立的组织能力，切忌头痛医头，脚痛医脚。根据战略规划制定可量化监控的业绩指标和关键运营指标，监控督导企业按计划完成。系统性优化组织架构、运营模式与人才梯队，实施更加合理有效、与战略配套的考核激励机制。作为控股股东，投资机构还应考虑保留一些关键的决策权和经营事项，包括企业“一把手”和核心班子的去留，规范且与股东打通的财务管理标准和财务系统，对企业合规经营和重大风险领域（例如环保、安全生产）进行监控和审计，等等。

三、多维度专业化赋能。运用多种管理运营赋能模块，结合企业实际需求灵活组合，协助企业实现跨

越式发展。常见的业绩提升抓手和赋能模板有：**增长与商务拓展**，包括定价、营销ROI提升、销售团队有效性、渠道管理、细分市场突破、外延式增长、价值定位重塑、产品和服务组合优化、风险管理、退出准备，等等。**运营与成本优化**，包括采购、精益生产和运营、供应链管理、产品设计、资产效率、共享职能优化、零基预算、IT战略和系统升级、系统安全、人力资源优化，等等。**数字化与人工智能转型**，包括数字化新业务模式、数字化产品设计、数据管理和大数据分析、人工智能与新技术运用、数字化生产运营、敏捷组织与数字化人才，等等。此处需要借力使力，内部管理提升与外部专业机构合作双管齐下，才能在不影响公司日常经营的情况下，实现持续的管理提升和价值创造。

图4

中国并购基金可设计“乐高式赋能模块”，助力被投企业跨越式发展

增长与商务拓展



- 定价
- 营销的投资回报率提升
- 销售团队有效性
- 渠道管理
- 细分市场突破
- 外延式增长
- 价值定位重塑
- 产品和服务组合优化
- 风险管理
- 退出准备

运营与成本优化



- 采购
- 精益生产和运营
- 供应链管理
- 产品设计
- 资产效率
- 共享职能（例如财务、人力资源、法律）优化
- 零基预算
- IT战略和系统升级
- 系统安全

数字化与人工智能转型



- 数字化新业务模式
- 数字化产品设计
- 数据管理和大数据分析
- 人工智能与新技术运用
- 数字化生产运营
- 敏捷组织与数字化人才
- 社交聆听和获客诊断
- 消费者社区运营
- 产品与用户旅程图

资料来源：麦肯锡分析

在实践中，我们看到国内多家私募股权投资机构都在投后管理体系建设中，做出了积极的尝试和探索。

成长基金：稳扎稳打，锦上添花

成长基金之于被投资企业，就好比教练之于学员。好的投资机构陪伴企业成长，适时施援、及时指导，激发企业潜能。

某头部成长基金对早期参股企业进行分类，对于崭露头角的高潜企业，关注潜在增资需求节点或公司发展关键阶段，择机推动加注或主动提供增资。另一家投资机构每半年梳理重点项目清单，着重考虑对基金业绩贡献最大、处于新产品投放或

新市场进入等关键成长阶段的被投资企业，投入资源优化管理。还有若干领先投资机构积极构建被投资企业生态圈，促进旗下被投企业合作分享新技术和新资源，为被投资企业嫁接资源，促成企业间在渠道、大数据、营销和供应链上的深度合作。值得一提的是，“独角兽农场”便是成长基金在投后管理赋能方面的积极探索。

什么是“独角兽农场”？

麦肯锡和某全球领先私募股权机构合作打造了创投企业赋能平台“独角兽农场”，借助麦肯锡的全球资源、行业洞见和数字化能力，通过创新信息化平台，挖掘投资组合内部潜在价值，对投资组合进行更高维度的主动式管理。该全球领先私募股权机构在此基础上提供企业发展所需高增值服务，通过孵化新业务，协助被投资企业实现快速规模化扩张。

“独角兽农场”作为头部成长基金的创新尝试，体现了三大关键理念：

其一，有选择性地参与被投资企业赋能。通过全方位、多维度的市场扫描，在投资组合中评估被投资企业海外拓展机会，锁定高潜企业并评估就绪度。

其二，对重点公司下重注，为企业发展提供最核心的资源和能力，主动实现高质量投后管理。例如，“独角兽农场”帮助其旗下某连锁酒店品牌进入拉丁美洲市场，并在两年内将其孵化为拉美最大的连锁酒店运营商。“农场”自身资源网络叠加麦肯锡专业能力，可以加快新业务孵化速度，促进被投资企业规模化发展；同时提速在新兴市场的扩张，强化核心业务竞争力。

其三，采用数字化手段，构建创新信息管理平台，通过信息管理系统实现被投资企业底层数据收集、整合和分析，通过大数据和行业洞察测算被投资企业间的潜在协同效应，评估扩张可行性。

并购基金：前后贯通，躬身入局

并购基金不仅是在场外指导的教练，也是需要进场的参赛者——不仅要运筹帷幄，为被投企业提供战略指导，还要能够亲自上阵、适时补位。

并购基金在欧美等成熟市场已发展多年，形成了经得起时间考验的投后管理最佳实践和方法论。但中国的市场环境、职业经理人储备、企业文化和管理风格等与欧美迥异，这就决定在中国照搬欧美方法论可能会面临无法落地的局面，不考虑本土特色、硬套国际经验的做法会遭遇水土不服。例如，中国被投企业通常具有鲜明的历史特征或领导人个人风格，对新控股投资机构的介入较为抵触，投资机构在被投企业推行新举措（例如更换管理人员、重新制定战略、采用新的管理工具等）时，可能会遇到很大阻力。以某并购基金投资某新药研发领域的民营企业为例，该企业创始人是一位大学教授，依靠研发创新在市场立足，但没有建立现代化的企业管理体系。当投资机构试图推进

现代化治理工具，改革旧的财务、人力等运营系统时，由于对原管理团队造成冲击，遭遇了较大抵抗。因此，投资机构必须尽早进行对一把手和核心高管的评估，通过合适的治理机制实现对其考核、任免与激励。另外，投资机构也可考虑派驻财务团队，贯彻财务标准和系统，提供融资和退出方面的支持。

一流的并购基金，在投后团队的招募上往往青睐有战略思维和相关经验的人才，同时，也会在投后团队配备薪酬激励机制设计方面的专家，进行多维度专业化赋能。组织战略研讨会、复盘战略落地进程、参与被投企业经营分析会、指导被投企业人才规划和梯队管理等，都是实践中的有效抓手。投资机构也会积极向被投企业推荐外脑，选择咨询公司帮助被投企业制定战略、提升业绩、优化组织、改善运营，等等。

麦肯锡帮助某私募股权基金被投企业全面提升价值创造能力

麦肯锡曾协助某私募股权基金为其被投企业进行全面价值提升。该企业是国内领先的租车服务提供商，麦肯锡为其设计了五年转型战略，规划了价值提升的主要抓手，并在之后两年内陪伴该企业逐步提升优化、走向卓越。

在疫情期间，麦肯锡与该企业用户运营部门通力合作，共创了一套用户运营的体系化工作方法，帮助客户敏捷盘活用户资源、挖掘订单价值，在艰难时期快速恢复业绩。就方法而言，即通过“洞察-设计-试点-复盘-迭代”的方式，帮助用户运营部门提升获客能力，并将运作方式常态化。通过共同盘点现有几千万的用户池资源，针对不同城市区域的用户信息，制定个性化的营销推广策略（例如，针对原本周中取车周末还车的客户，设计有针对性的营销活动，鼓励用户延长订单，在周中低谷还车，提升周中使用效率）；针对有竞争优势的高端车型，开展一系列高端车营销活动，引入主机厂合作资源，对忠实的老客户发放高端车升级优惠，提升高端车在车队的使用效率。

中国私募股权投资行业方兴未艾，百舸争流，不进则退。但我们遗憾的发现，大部分投资机构仍然处于拼资源、拼眼光、拼资本的初级竞争阶段，没有完善有效的投后管理赋能体系。市场在变化，行业在进步，我们有理由相信，投后管理是未来五年投资机构的必修课，对投资收益的贡献也将继续提升。只有尽快修炼好内功，形成机构专属的管理赋能“打法手册”，才能立于不败之地，成功捕捉投后管理将为行业带来的两万亿美元价值创造机遇。

关于作者

方溪源是麦肯锡全球董事合伙人，常驻香港分公司；

刘文是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻香港分公司；

俞明洋是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻上海分公司；

胡源是麦肯锡全球副董事合伙人，常驻上海分公司；

汪越是麦肯锡并购分析师，常驻上海分公司。

以下同事对本文的研究和成稿亦有贡献，特此致谢：石俊娜、朱越、张佳洋、余玮玮、李卓然、王磊智 (Glenn Leibowitz)、雷娜。