

前海方舟董事长靳海涛的创投方法论：

不要“这不行”“那很难”，而是“怎么办”



宋春雨/摄 图片来源:AI生成

证券时报记者 卓泳

去年，摩尔线程、沐曦股份两大国产“GPU双子星”先后登陆科创板，备受市场瞩目。由靳海涛掌舵的前海方舟，成为为数不多同时斩获这两大明星项目的机构。除此之外，新凯来、长鑫科技、蓝箭航天等行业标杆企业，也均在其投资名单之列。能够同时握有这样一串响当当、业内“挤破头都难进”的明星项目，即便放在中国创投圈，也并不多见。

前海方舟是靳海涛在执掌深创投11年之后开启的又一次创业。这家机构最初以前海母基金面世，是一只采取市场化募集、管理的商业化母基金。

截至目前，前海方舟已从单只母基金迈向综合性基金群管理平台，旗下在管基金达26只，管理总规模达700亿元，基金类型覆盖综合型母基金、私募股权二级市场基金（S基金）、区域型直投基金、专业型直投基金和阶段型直投基金。

随着这只母基金进入退出阶段，前海方舟的重心转向了直投。

与当年靳海涛在深创投时相比，近些年创投行业发生了剧烈的结构性变化：有限合伙人（LP）几乎换了一轮，资金来源、出资诉求、考核周期都早已不同。当行业里很多人还在适应这种变化、时不时抱怨“这不行”“那很难”的时候，靳海涛想得更多的是“怎么办”。LP要返投，普通合伙人（GP）要收益；市场化母基金难做，S基金也并不容易。面对这些缠绕在一起的现实问题，这位创投业的“解题人”虽然已走到古稀之年，却依然保持着少见的清醒和锋利。

在接受证券时报记者采访时，靳海涛不绕弯子、直指要害，把问题一层层拆开：从底层逻辑和行业认知出发，自下而上地重新理解中国创投过去和现在的模样；同时自上而下地审视并探索行业未来的可行路径。

母基金和S基金的新“打法”

前海母基金设立之初，国内创投市场上的市场化母基金少之又少。但在欧美成熟市场，母基金曾是直投基金重要的资金来源。靳海涛的判断是，如果中国市场化母基金能成为直投基金约40%的资金来源，“募资难”和募资乱象都会得到解决。前海母基金的诞生正好契合了当时的市场需求。只不过，靳海涛对市场化母基金真正落地的痛点、难点，也心中有数：

第一是重复收取管理费。母基金收费，子基金还要再收费。收益本就不容易，费用结构再叠加，LP自然会犹豫。第二是管理团队问题。不少母基金管理人偏中后台、咨询或数据分析出身，实操投资经验不足，这会影响对基金和底层资产的判断。

对此，靳海涛的解法是，在母基金里提高直投比例。按照靳海涛的设想，母基金投资和直接投资大体各占一半。这样一来，重复收费的问题可以化解，基金投资部分不再额外收取费用，管理团队主要

从直投部分获得管理费和收益分成。同时，团队也会更偏向直投出身，更懂产业和项目。

事实上，在前海母基金这只基金上，直投比例近乎60%，还有效激活了基金管理人的干劲。

此外，在靳海涛看来，市场化母基金的强项不在选头部，而在选小而美。“头部机构大家都知道，直接给钱就行了。但要选小而美的专业化基金，母基金的专业能力就特别重要。”

只是这个道理，市场并没有买单，靳海涛当年倡导的商业化母基金没有遍地开花。过去十年，中国人民币基金最大的变化是LP结构变了，政府资金成为主力。政府资金天然带有区域发展、产业引导和招商诉求，很难成为完全市场化母基金的LP。

但靳海涛没有放弃母基金这件事。他给出的解法是：母基金要扩大直投比例；大规模的直投基金，要增加母基金功能。“有了母基金以后广度就增加了，圈子变大了，而直投解决了深度问题。”如今，这套模式已经在前海母基金旗下的中原前海和齐鑫前海基金上落地。

除了直投基金搭配母基金的实验，靳海涛近两年下功夫最多的地方是S基金。实际上，在美国等成熟市场，创投生态之所以能够长期接续，很重要的一点是，一只基金到期了，另一只基金可以接续；早期投资人需要退出，新的长期资金可以接盘。

更关键的是，还有一组颇具紧迫感的数字必须关注：截至2026年年初，设立于2015年—2018年募资高峰期的基金已全面进入退出期或延长期。数据显示，约14万亿元规模的存续基金面临清算或延期压力，涉及超过6.6万家尚未明确退出的存量企业。“如果不大规模发展S基金，存量的基金将来会出现挤兑问题，最后会压倒一批实体企业。”靳海涛说。

事实上，从商业逻辑看，S基金的账也算得过来。“安全性高，因为不是盲池；流动性好，因为投过了，退出就快，内部收益率（IRR）还比较高。”他给出实践过的经验数据：“快了3年回本，慢了5年回本。其他基金品种，3到5年投入资本分红率（DPI）很难达到1。”

当然，现实障碍也是实打实的。一是底层资产判断能力如何。靳海涛的解法是：“S项目可以配备10个甚至更多投资经理，他们熟悉哪个行业，就专门看哪个行业。底盘足够大，才能把事做好。”二是如何估值定价。“这其中涉及多方博弈，需要一套机制来支撑。”三是与政府诉求的错位，S项目天然是全国各地的，但一个政府出钱买全国的项目，显然不符合初衷。针对第三条，靳海涛又给出了让人听起来眼前一亮解法：“不做纯S，而是‘S+直投+并购’。”

三招兼顾地方返投和基金收益

在政府资金成为人民币基金主要LP之后，返投几乎成为所有GP绕不开的问题。面对这样一个让许多创投机构既爱又恨的命题，靳海涛的态度坚定又明确：不能回避，背后是“忠于投资人，相信企业家”的信条。

在他看来，讨论“要不要返投”没有意

义，真正的问题是，如何在完成返投的同时，保证基金收益，也就是他反复强调的“双赢”。他总结了三招：第一招，叫“掘地三尺，挖出金子”。也就是在返投地深度找项目，不能蜻蜓点水，同时原则上不降低投资标准。

第二招，用招商引资弥补当地项目不足。他为此专门成立投资推广部门，统筹招商引资。通过把外地企业引入本地，形成新的返投贡献，也为基金争取更大的投资空间。

第三招，不能排斥外地明星项目。如果一只基金只投返投地项目，收益很可能受到限制。靳海涛认为，要和政府LP沟通，争取在基金全生命周期内考核返投，而不是阶段性卡死。

前海方舟旗下的智慧互联基金便是这套方法论效果的最好印证：投了4个明星项目，摩尔线程、沐曦股份、长鑫科技、蓝箭航天，全都不在返投地。“长鑫科技一个项目，可能把基金60%的钱都收回来。”靳海涛说。

然而，像摩尔线程、沐曦股份、新凯来、蓝箭航天这些挤破头都难进的项目，前海方舟又是怎么拿下的？他又抛出了四招：研究开道、选好未来赛道、选对团队、用品牌和服务赢得机会。其中，他认为最重要的是“研究开道，全员行研”。

靳海涛一直说自己没有什么成体系的“投资哲学”，但在具体问题的认知上处处充满智慧和清醒。无论是商业航天，还是可控核聚变等如今热得发烫的赛道，放在多年前，都在技术路线、政策支持、资本市场出口等方面充满了不可掌控的变量。但他很清楚，未来产业的投资不能等到所有答案都写在纸上才布局。

如何在不确定性中寻找确定性？靳海涛有两个做法和一个坚持。两个做法是：第一，研究一定要够深，才能看懂未来，才敢在不确定中下第一注。第二，分散。既然不确定，一开始就少投一点，观察团队、技术、市场和融资环境的变化；如果项目跑出来了，再追加、复投、逐步加码，这样即便亏了也在可承受范围内。一个坚持则是，坚持国家战略所需、资本市场偏好的领域，只有这样，未来产业才不只是政策概念，而会成为真实的市场机会。

“投资，说白了就是确定与不确定之间、明白与不明白之间的一种选择。全确定了，没投资机会；全明白了，机会就变得无比小。”靳海涛抛出了一句足以写进行业教科书的“金句”，恰恰也道出了风险投资的底色。

领军创投机构的六条标准

近些年，地方政府纷纷通过基金招商、资本招商推动产业发展。在靳海涛看来，土地财政向股权财政转型，政策招商向资本招商转型，已经成为趋势。在他眼中，创投在其中扮演了两个角色：一是基金管理人，一个好的投资团队，可以帮助地方提高选项目的成功率。二是投资顾问，即便不直接管理基金，也能为地方政府判断项目、设计方案、控制风险提供专业意见。

只不过，大小地方都相继设立基金，太热之后就开始鱼龙混杂。“有的团队能管好基金，有的管不好。有的地方能形成

产业，有的地方可能造成重复建设。各地一哄而上，就会助长新的产能过剩。”靳海涛表示。

尽管这两年高层频频出台政策支持创业投资发展，政策内容也越来越接地气，但行业长期积累的各类问题与沉疴顽疾也被监管看在眼里。近期出台的《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，正是一场围绕行业问题的深度清理和合规重塑。靳海涛认为，创业投资对推动国家科技创新发展发挥的巨大作用毋庸置疑，但阶段性加强监管有其合理性，最终目的是为了让人行业更加行稳致远。

回顾过去二十几年，中国创投行业从边缘走向中心。它扶持了大量科技企业，也深度参与了中国制造业和产业链升级。但今天，行业又来到一个复杂路口：募资变难，退出变慢，税负变重，返投和招商诉求都日益强化。这样的环境下，创投还处在黄金时代吗？

“基本面在，前途肯定是光明的。”靳海涛说，基本源于三方面：一是国家认识到创投的重要性，政策支持前所未有；二是行业积累了二十几年经验；三是中国未来产业的发展趋势越来越清楚，从学跑、跟跑到并跑，再到部分领跑。但他马上补了一句：“道路一定是曲折的。”

经历过多轮行业周期的靳海涛，很清楚行业并非简单的线性向前，也知道政策和行业总是在互相修正中发展。但可以肯定的是，创投行业的洗牌一定会加速。上述私募新规中也明确，要壮大领军创投机构，什么样的机构算“领军”？靳海涛还专门琢磨过这个问题，给出了六条标准：

第一，机构要存续多年。不是某个人经验丰富就够了，而是机构作为一个整体要有时间沉淀。团队文化、决策机制、经验教训，都需要长期形成。“老兵新组合也不一定就好。”他说：“有一个磨合转化的过程。”

第二，所管基金业绩良好。靳海涛特别强调，大部分基金应当能够拿到超额收益（Carry）。因为Carry意味着基金超过了门槛收益，也说明团队真正创造了价值。

第三，要有核心特色。领军机构不一定都要大而强，也可以小而美。关键是要有自己的核心能力和市场定位。

第四，重视研究开拓和投后赋能。过去创投行业更强调“眼光”，投中几个爆款就能覆盖失败。但在整体收益收窄的环境下，投后管理与服务变得越来越重要。

第五，要在市场上有一定知名度。品牌不仅影响募资，也影响项目获取。好项目会选择投资人，机构品牌就是入场券。

第六，要有一定市场化机制。靳海涛说得很直接：没有市场化机制，很难成为真正的领军机构。市场化机制包括激励、约束、免责、奖惩，也包括让真正懂投资的人做决策。“深创投之所以能发展起来，一个重要原因就是较早建立了市场化机制。”他说。这六条看似朴素，却指向一个核心：创投机构不是靠牌照、规模或背景成为领军，而是靠长期业绩、组织能力、机制和专业深度。

不抱怨变化，而是拆解变化，给出解法，这正是靳海涛身上最鲜明的特点。不喜欢总讲趋势的他，问自己最多的是：这件事怎么解？

在深圳南山，阳台山和塘朗山形成的天然谷地之间，一条十余公里的留仙大道蜿蜒伸展。如果你驱车沿着这条大道行驶，南山智园、智谷、国际创新谷等重点园区分布在两侧，自变量、普渡科技、云鲸智能、逐际动力、智平方等机器人公司如颗颗珍珠，散落在其周围，串联起一条具身独角兽走廊。而这片谷地，还有一个为外界熟知的名字——深圳机器人谷。

最近，位于留仙大道两侧的自变量和智平方接连宣布完成新一轮融资，估值双双突破200亿元大关，跻身具身独角兽第一梯队。证券时报记者近日实地探访这条走廊，发现这里正在经历着从“物理集聚”到“化学裂变”的过程。促使这样一批具身智能独角兽集体爆发的，正是深圳独有的热带雨林式创新生态。

具身独角兽竞相涌现

打开航空箱，原本“蜷缩”在箱子里的机器人迅速“苏醒”过来，起身站立后，稳稳地“走”出了箱子，不需调试组装，实现了自主开箱——在逐际动力，记者见证了这颇为震撼的“赛博”一幕。

这款由逐际动力打造的全尺寸人形机器人LimX Oli动作灵活，今年1月曾在广州塔夺得登高赛冠军。一个月以后，逐际动力完成了2亿美元的B轮融资，成为新晋独角兽。逐际动力创始人兼CEO张巍告诉记者，机器人当前的技术进展非常快，处在“指数曲线”加速进化的拐点上，正加速学习各类新技能。

成立于2022年的逐际动力，仅用4年就“长”成一只独角兽。而在逐际动力周围，具身智能的“百亿俱乐部”正持续扩容。6月29日，自变量宣布已连续完成B、B+、B++和C轮合计4轮融资，已全部交割完毕，估值破200亿元。同一日，距离自变量仅5公里的智平方也宣布完成了一系列新融资，融资总额近50亿元，估值飙升至200亿元以上。

越跑越快，越长越大，正是具身智能独角兽的集体写照。而如果将视野放大一些，机器人谷附近已经形成了由优必选、乐聚智能、荣耀、越疆科技、众擎机器人、帕西尼、智平方、自变量这8家企业组成的机器人“八大金刚”。数据显示，2025年，深圳机器人产业总产值达2426亿元，创历史新高。

多重优势形成“催熟效应”

为什么这些具身独角兽能在如此短的时间内“长大”？这背后，是深圳热带雨林式创新生态的强大“催熟效应”。

首先，是“半小时配套圈”带来的极致效率。深圳有雄厚的3C制造产业基础，大量精密制造企业顺势跨界布局机器人赛道。天使投资人、资深人工智能专家郭涛表示，这条走廊沿线分布着超200家机器人产业链企业，形成高密度的空间排布，可以快速完成机器人零部件的工艺适配与批量加工。

自变量创始人兼CEO王潜向记者回忆，公司早期主要聚焦人工智能（AI）算法，但人形机器人属于软硬一体的复合赛道。“在公司初创阶段，硬件能力是我们的核心短板。但是，深圳拥有全球最完备的机器人硬件供应链与智能制造体系，上下游产业高度耦合，非常适配具身智能企业高频迭代、软硬协同研发的核心需求。”王潜说，深圳机器人谷的产业集聚优势让公司得以补足硬件短板，迅速成长起来。

其次，是产学研深度融合带来的创新土壤。在机器人谷四周，清华大学深圳国际研究生院、南方科技大学、中科院深圳先进技术研究院等高校与科研机构林立，提供了源源不断的人才与技术溢出。

最后，是活跃且懂行的创投资本。深圳的创投圈对硬科技有着超乎寻常的敏锐与耐心——他们不仅能看懂技术路线，更敢于在早期重仓押注，并陪伴企业穿越漫长的研发周期。例如，在最新的融资中，智平方获得了广东智能机器人产业投资基金、深创投、南山战新投、粤港澳大湾区系列基金等区域重点平台持续加码。资本如催化剂，极大加速了独角兽的孵化进程。

构筑硬件之外的竞争力

尽管融资热潮涌动，独角兽批量诞生，但行业“烈火烹油”之际，隐忧也随之浮现。

“机器人半小时配套圈”极致效率的另一面，是硬件本体开始出现的同质化与“内卷”趋势。当控制器、伺服电机等核心部件逐步走向通用化标准化方案，成熟高效的供应链让机器人本体价格越来越低，具身独角兽应如何定义自身的核心竞争力？

一名行业人士告诉记者，如果只做本体组装，在模型和算法层面缺乏核心壁垒，很容易陷入价格战的红海。“手机、汽车等硬件厂商如果下场做机器人，凭借多年的供应链积累，轻轻松松就能比纯本体机器人公司做得好、做得便宜。”该行业人士说，机器人公司必须将“大脑”、“身体”和数据、场景等连接起来，构建“软硬一体”的闭环，才能构筑自身的竞争壁垒。

在郭涛看来，除了打造差异化技术长板，具身独角兽还需在场景上发力，要深耕场景，锚定工业制造、家庭服务、特种作业等细分赛道，针对细分领域开展定制化开发，以场景壁垒构筑产品护城河。



创业资本汇
ID: chuanguyzbh