仅供内部参考，请勿外传

专题研究报告

中小企业发展系列研究（2）：德国金融支持隐形冠军企业发展的经验

核心观点

德国以“大实体、小金融”的发展理念践行“金融服务实体”，注重通过银行信贷、政策性金融及多层次资本市场促进中小企业的发展，形成了数量庞大的中小企业群体，并孕育出一批在细分市场占据全球领先地位的隐形冠军企业，在金融支持隐形冠军企业发展方面积累的众多有益经验。

德国银行体系是金融支持隐形冠军企业的主力军，注重各类银行错位发展、关系型融资与区域深耕。一是银行体系错位支持。德国银行形成了私人商业银行、储蓄银行与信用社三大支柱，私人商业银行聚焦大型跨国企业与高端客户，储蓄银行坚守属地经营服务本地中小企业，信用社依托熟人网络覆盖小微企业，实现对各规模隐形冠军企业的对接。二是管家银行构建关系型融资。管家银行与企业形成长期合作机制，有效破解信息不对称，为隐形冠军企业技术升级与长远发展提供中长期贷款支持。三是区域银行体系深耕地方。储蓄银行、信用社等凭借其庞大的分支机构深度服务所在区域的企业，使银行与区域产业结成长期利益共同体。

德国以政策性金融为隐形冠军企业发展保驾护航。一是政策性银行复兴信贷银行（KfW）提供转贷服务。KfW 通过合作伙伴银行以优惠利率向企业放款，并按产品类型分担信用风险；转贷产品的期限与利率设计匹配隐形冠军“长周期、重研发”的资金需求特征。二是担保银行提供担保，政府提供再担保。担保银行为无法提供硬抵押品的企业提供信用增信；以“政府—担保银行—商业银行”三层风险分担结构分散损失压力，破解中小企业“缺抵押”难题、降低中小企业融资门槛。

德国以多层次资本市场拓宽隐形冠军企业的成长通道。一是金字塔式股权市场。德国形成了由受监管市场和公开市场组成的分层体系，其中公开市场中包含面向中小企业的板块（Scale），为快速成长的中小企业提供股权和债权融资。二是债券市场提供支持。债务凭证（Schuldschein）等债券工具为中型企业提供低成本、较长期限的资金；中小企业公开债券补充适配部分高风险企业。三是股权投资与引导基金加快企业培育。私募股权、风险投资适配高研发、高成长的中小企业；政策性引导基金的股权投资加快隐形冠军企业培育。

风险提示：政策调整不及预期；海外市场风险波动。

发展研究·专题研究

证券分析师：薛冰
0755-81982126
xueb ing1@guosen. com. cn
S0980524060002

相关研究报告

《中小企业发展系列研究（1）：德国隐形冠军企业的发展经验》——2026-09-10

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 引言 4
2. 银行体系支持隐形冠军企业发展 7
2.1 银行体系错位支持隐形冠军企业发展 7
2.2 管家银行构建关系型融资 8
2.3 区域银行体系注重服务隐形冠军企业 9
3. 政策性金融为隐形冠军企业提供保障 12
3.1 复兴信贷银行（KfW）提供转贷服务 12
3.2 担保银行与政府提供再担保 15
4. 多层次资本市场助力隐形冠军企业成长 17
4.1 金字塔式的股权市场 17
4.2 债券市场为隐形冠军企业提供支持 18
4.3 股权投资与引导基金加快隐形冠军培育 19
参考文献 21
风险提示 22

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 德国金融业与制造业增加值（十亿欧元） 4
图2： 德国金融业与制造业增加值占 GDP 比重（%） 4
图3： 德国中小企业商业贷款金额（十亿欧元）及占比（%） 5
图4： 德国中小企业商业新增贷款金额（十亿欧元）及占比（%） 5
图5： 2025 年世界 500 强企业分布（%） 6
图6： 全球隐形冠军数量（家） 6
图7： 德国隐形冠军企业营业额分布 7
图8： 德国各类型银行数量 8
图9： 德国中小企业短期贷款与长期贷款金额（十亿欧元） 9
图10： 每 10 万人中隐形冠军企业在德国各州的分布 10
图11： 德国各类型银行分支机构数量 12
图12： 德国中小企业政策性资助贷款流程示意图 13
图13： 德国由政府担保的中小企业贷款金额（十亿欧元） 16
图14： 德国中小企业及大型企业贷款利率（%）对比 16
图15： 德国企业上市流程 18
图16： 德国创业风险投资金额（亿欧元） 19

表1： 部分隐形冠军企业区域分布 11
表2： KfW 风险分担案例 14

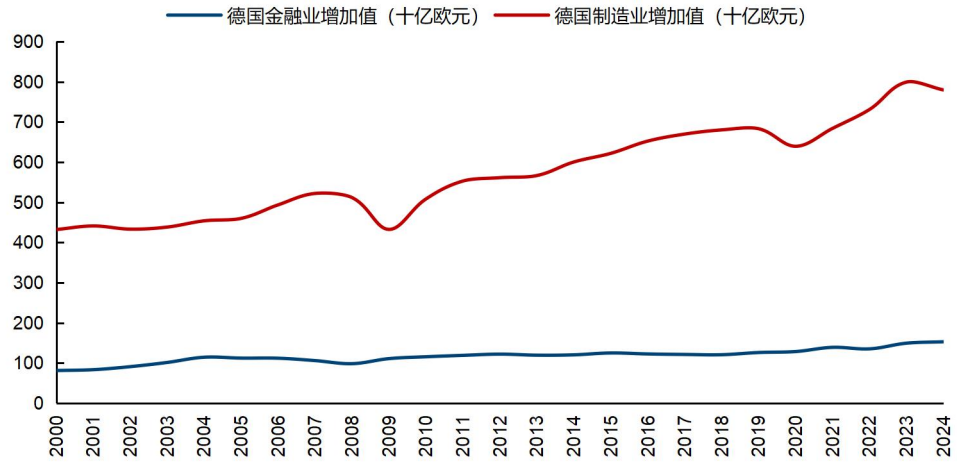


仅供内部参考，请勿外传

1. 引言

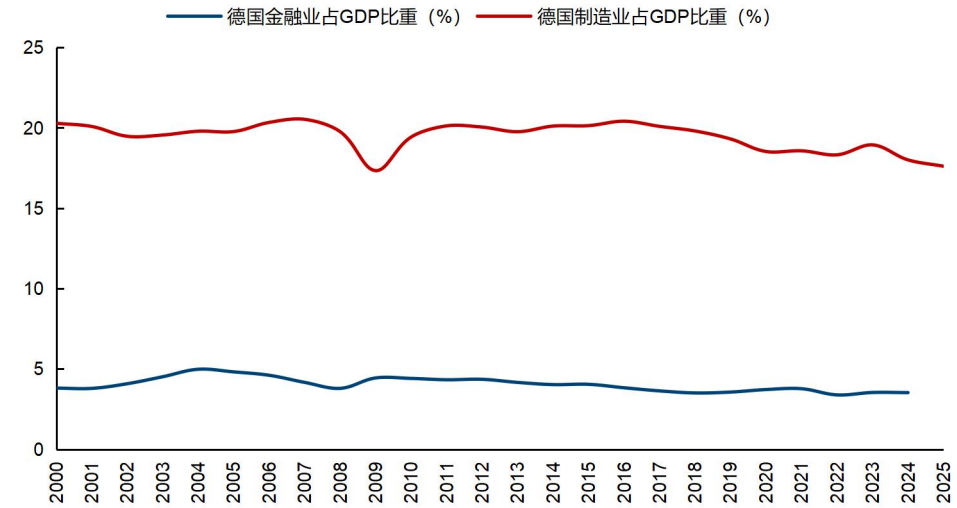
德国长期坚持“大实体、小金融”的发展理念。所谓“大实体”，是指实体经济在德国经济体系中占据绝对主导地位，制造业、精密装备、汽车、化工等高端制造部门始终是产业根基，德国也因此被长期视为欧洲的“工业心脏”；而“小金融”则指金融部门保持适当的规模，重点服务于实体经济。这一理念的实质是，金融市场的发展规模和节奏以产业融资的客观需求为边界，金融与实体经济之间形成“金融依附于产业、资本服务制造”的良性关系。近些年，德国制造业增加值表现出上升的趋势，而金融业增加值走势较为平稳，从占 GDP 的比重可以看出，德国金融业的增加值占比长期保持在 5%以下，而制造业占比位于 20%左右。

图1：德国金融业与制造业增加值（十亿欧元）



资料来源：Wind，德国统计局，国信证券经济研究所整理

图2：德国金融业与制造业增加值占 GDP 比重（%）

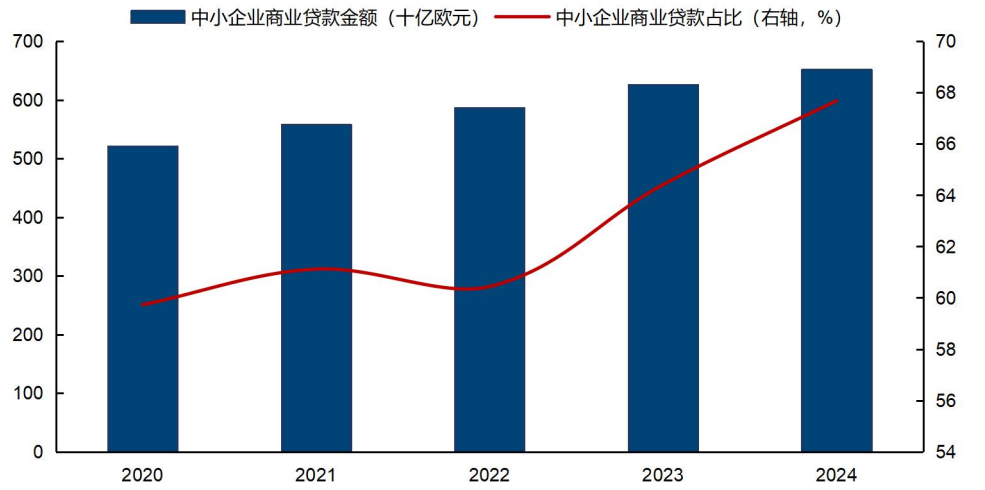


资料来源：Wind，世界银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

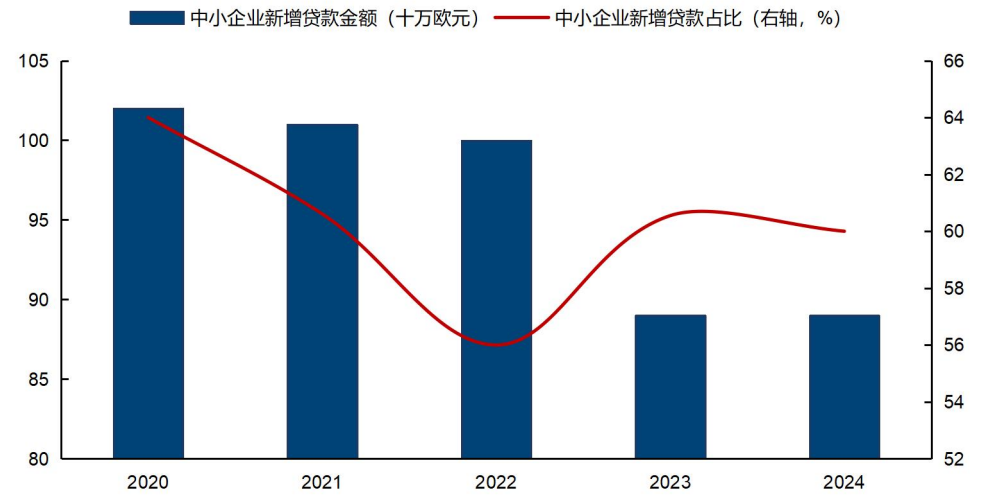
在德国金融服务实体经济的过程中，对中小企业的扶持尤为重要。中小企业是德国经济的重要组成部分，既构成就业与产出的基础，也是大批隐形冠军企业孕育生长的土壤。因此，德国金融体系从制度设计之初就把服务中小企业作为重要命题，并贯穿于银行、政策性金融与资本市场各环节。遍布城乡的储蓄银行和信用合作社依托属地经营与关系型融资，贴近本地中小企业的真实经营状况，提供稳定、长期、低波动的信贷支持；以复兴信贷银行为代表的政策性金融机构，则在市场失灵处发挥引导和托底作用，通过转贷、贴息、担保等方式降低中小企业的融资门槛与融资成本，尤其在逆周期和经济转型时期成为中小企业最可靠的资金后盾。对于中小企业的贷款是德国商业贷款的主要组成，根据经济合作与发展组织（OECD）2026 年的研究，2024 年德国中小企业未偿还的商业贷款金额为 6520 亿欧元，占未偿还的商业贷款的比例为 67.68%。

图3：德国中小企业商业贷款金额（十亿欧元）及占比（%）



资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

图4：德国中小企业商业新增贷款金额（十亿欧元）及占比（%）

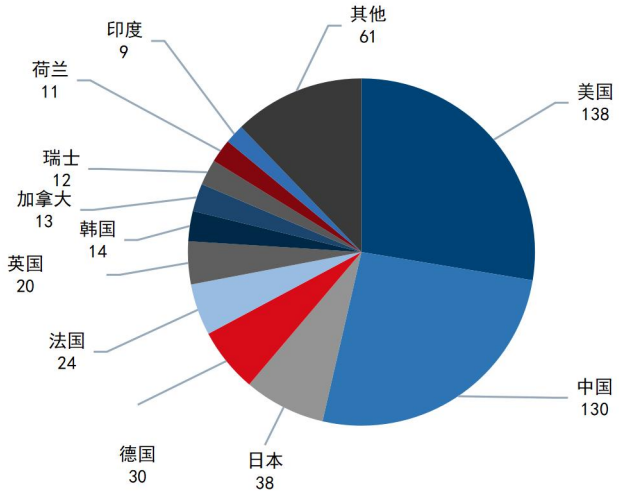


资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

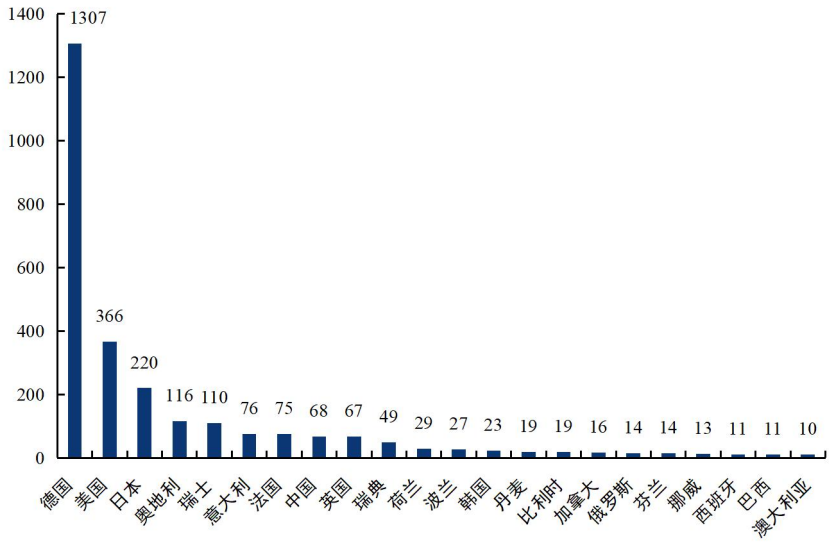
正是德国金融对中小企业的支持，才孕育出了众多隐形冠军企业。德国经济在发展过程中，形成了数量庞大的中小企业，其竞争优势也正是来自这些富有活力、勇于创新的中小企业。虽然德国的世界 500 强企业位于中国、美国、日本、法国之后，但是在专业细分领域德国具有明显优势，隐形冠军企业数量世界领先。西蒙统计了 2016 年全球的 2734 家“隐形冠军”，其中德国有 1307 家，以机械工程和机器制造类居多（占比 37%），属于在专业细分市场占有领先地位、但公众知名度不太高的中小型企业。这些企业不急于扩大规模或进行广告营销，而是强调员工技能培训、广泛听取各方意见，用过硬品质赢得用户口碑。

图5：2025 年世界 500 强企业分布（%）



资料来源：《财富》杂志，国信证券经济研究所整理

图6：全球隐形冠军数量（家）



资料来源：《隐形冠军：未来全球化的先锋》赫尔曼·西蒙，国信证券经济研究所整理

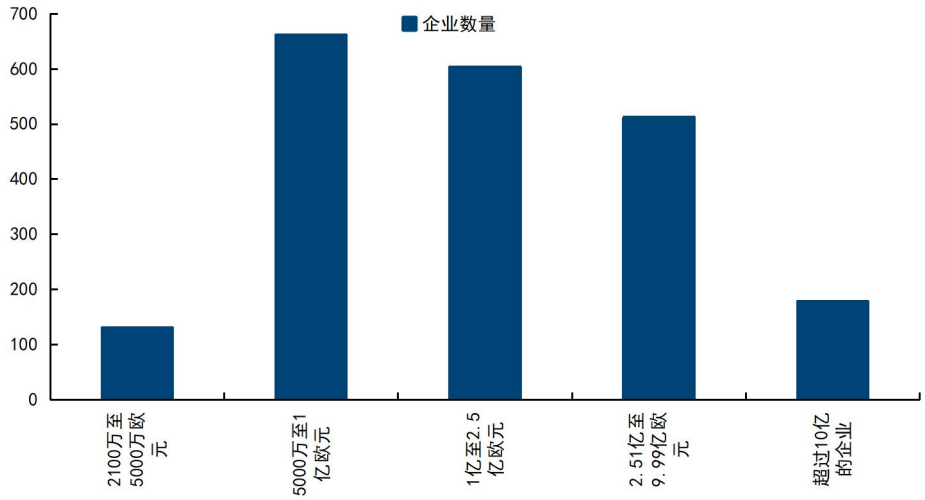
仅供内部参考，请勿外传

2. 银行体系支持隐形冠军企业发展

2.1 银行体系错位支持隐形冠军企业发展

隐形冠军企业在经营规模、技术复杂度、客户结构和国际化程度方面差异显著，需要多元化的银行体系提供配套支持。德国隐形冠军企业的规模差异较大，低至数千万欧元的营业额，高至十亿欧元以上的营业额。意味着企业融资需求的规模、期限、担保方式和信息处理模式都各不相同，大型跨国客户集中度高的隐形冠军需要中长期项目融资和跨境结算服务，身处本地供应链的隐形冠军需要小额、灵活的流动资金贷款，而扎根于小城镇的微型供应商则依赖日常结算和风险共担的信用支持。正是这种需求的异质性，构成了德国不同类型的银行在规模、客户定位、风险偏好和治理结构上形成互补，为处于不同成长阶段、不同产业链位置的隐形冠军企业提供金融服务。

图7：德国隐形冠军企业营业额分布

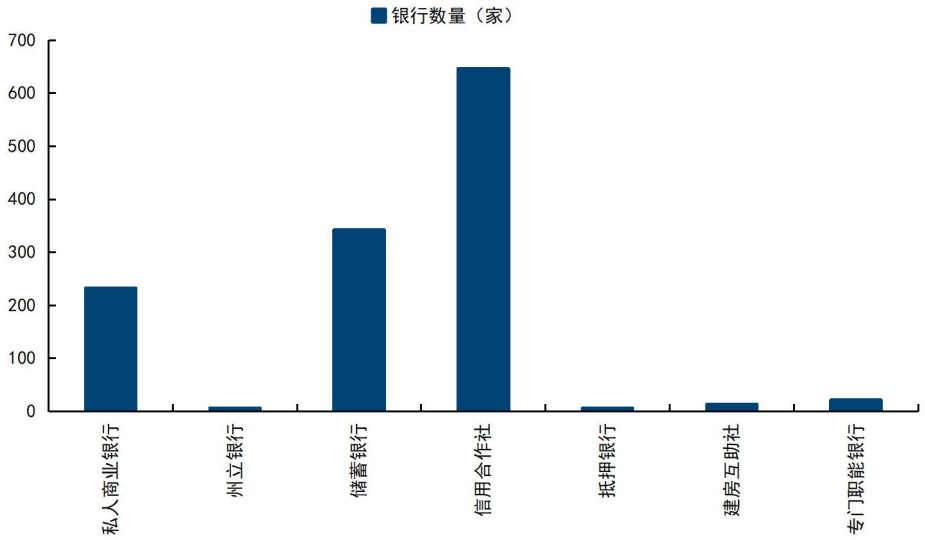


资料来源：《Deutschlands versteckte Stars: Die Hidden Champions》，国信证券经济研究所整理

德国银行体系按照所有制和经营目标划分为三大支柱——私人商业银行（Commercial Banks）、储蓄银行（Savings Banks）与信用社（Credit Cooperatives），三者在法律形式、经营目标与客户定位上形成系统性的错位分工。私人商业银行采用股份公司等私法形式，以股东利润最大化为目标；储蓄银行属于公法机构，受公法管辖，以履行区域公共使命为首要目标；信用社采用注册合作社形式，以社员利益和服务促进为核心。根据德意志联邦银行（Bundesbank）的统计，2025 年末德国共有 1266 家信贷机构，总资产规模达 9.48 万亿欧元。三大支柱在机构数量上仍占绝对主导：私人商业银行 232 家（含 3 家大银行、129 家区域性商业银行和 100 家外资银行分行），储蓄银行体系 342 家，信用合作社 646 家。按机构数计算，私人商业银行约占 18.3%，储蓄银行体系约占 27.0%，信用合作社约占 51.0%。不同的银行类型决定了不同的服务对象与风险承担边界，从而在经济分工中自然形成“大客户服务大城市、中型客户服务区域、微型客户服务社区”的层级体系，使各类隐形冠军企业能找到与之匹配的融资渠道。

仅供内部参考，请勿外传

图8：德国各类型银行数量



资料来源：德意志联邦银行，国信证券经济研究所整理

私人商业银行凭借综合金融服务能力与全球网络，主要聚焦服务大型跨国企业与高端客户群体。德意志银行（Deutsche Bank）、德国商业银行（Commerzbank）等大型银行持有全牌照，能够提供贷款、资本市场承销、贸易融资、外汇交易和并购顾问等一站式服务。在支持隐形冠军方面，大型商业银行的作用更多体现在企业规模扩张的阶段，当隐形冠军成长为中型跨国公司，需要大额中长期项目融资、跨境并购资金或上市承销服务时，私人商业银行的全球网络和产品线优势便体现出来。

储蓄银行坚守属地经营原则，将区域发展与公共福利置于盈利目标之上，是服务本地中小企业的中坚力量。储蓄银行不能跨区域经营，只能在设立时划定的服务区域内吸收存款和发放贷款，并购也仅限于相邻区域，通过“区域经营原则”（Regionalprinzip）确保金融服务覆盖“每一个角落”。这一原则从制度层面保障了储蓄银行的资金不会从欠发达地区流向发达城市，而是留在本地循环。储蓄银行通过与企业建立长期关系，将企业经营数据、业主品格和行业认知转化为信用判断依据，是应对隐形冠军企业信息不透明特征的有效机制。

信用社依托熟人网络和成员互助机制，精准对接小微企业最基层的融资需求。信用社的规模普遍较小，其决策流程更灵活，对单笔小额贷款的处理成本相对更低，因而能够覆盖传统大型银行和储蓄银行都难以触达的最小微型企业和个体经营者，为隐形冠军企业在研发密集期和市场培育期提供了低成本、长周期的资金支持。

2.2 管家银行构建关系型融资

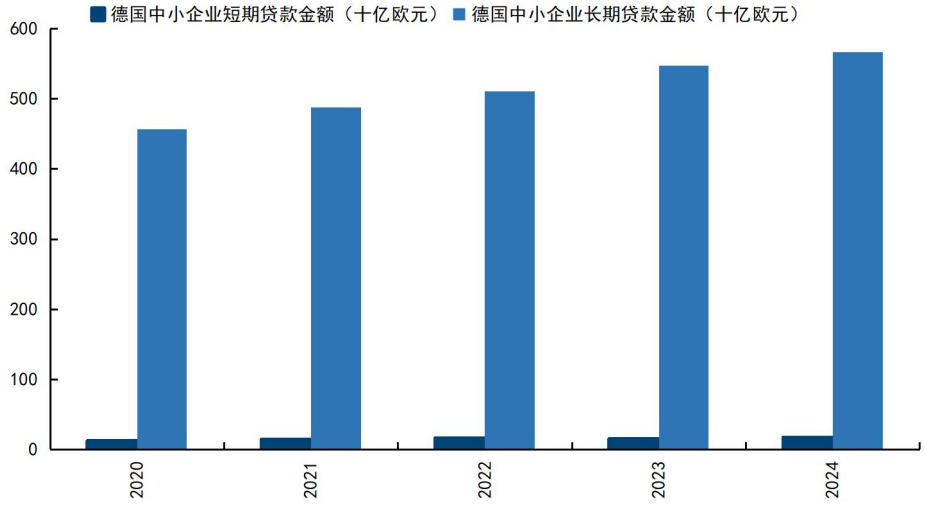
管家银行（Hausbank，又称为主办银行或主银行，即 Primary Bank）是德国企业与银行之间形成的一种长期合作机制。中小企业融资难的核心症结在于重要信息缺失——缺乏经审计的财务数据、可抵押资产与信用评级，导致银行无法按标准化的交易型信贷模型进行风险定价。管家银行通过包揽企业的结算、信贷、投资银行咨询等核心金融业务，在长期互动中持续积累企业主的信誉、管理能力、市场地位与真实现金流等信息，将不可传递的私人信息转化为可用的风控依据。从

仅供内部参考，请勿外传

合约经济学视角看，这一机制是银行以“关系专用性投资”换取信息租金、企业以“锁定”换取长期稳定信贷可得性的跨期互惠安排。银行在前期承担了信息生产成本，因而在后续获得定价与交叉销售的收益；企业则获得了在经营困难时不致被“抽贷”的隐性承诺。正是通过这种长期、稳定的银企绑定，德国将一次性信贷交易转化为跨周期的信息生产过程，有效破解了中小企业融资中的信息不对称难题。根据德国复兴信贷银行（KfW）2019 年的一项研究，有 93%的德国中小企业拥有自己的管家银行（主办银行），中小企业信贷量的 80%来自管家银行，截至 2017 年，企业与管家银行平均合作时长为 20.2 年。

管家银行关系的直接制度效果体现在信贷期限结构上——中长期贷款占据绝对主导，为隐形冠军的技术升级与设备投资提供了与回报周期相匹配的资金预期。银行信贷期限与实体投资回报周期的错配，是中小企业陷入“短贷长用”、被迫频繁展期与滚动续贷的根源，也使其极易在信贷环境收紧时遭遇流动性危机。管家银行因掌握企业跨周期的真实经营信息，敢于提供与设备折旧周期、技术研发周期相匹配的长期资金，而无需依赖短期续贷来控制风险。这类长期资金在功能上等价于“耐心资本”——它使隐形冠军能够在不稀释控制权、不公开财务信息、不承受资本市场短期业绩压力的前提下完成长周期投入，恰好契合家族企业“跨代传承优先于规模扩张”的目标函数。根据经济合作与发展组织（OECD）2026 年的一项研究，德国中小企业的长期贷款远远高于短期贷款，2024 年德国中小企业的长期贷款金额为 5670 亿欧元，而同期短期贷款金额仅为 170 亿欧元。

图9：德国中小企业短期贷款与长期贷款金额（十亿欧元）



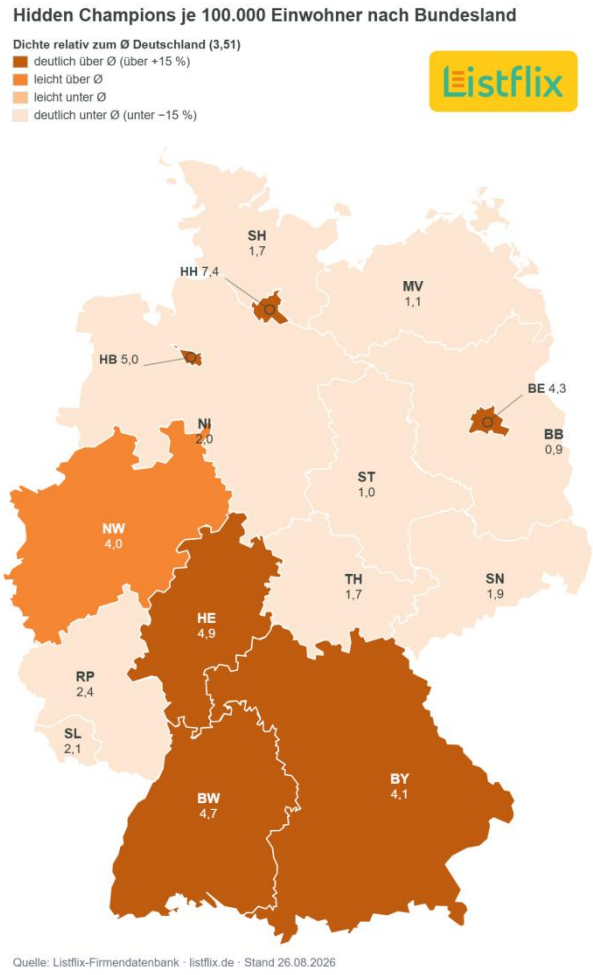
资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

2.3 区域银行体系注重服务隐形冠军企业

隐形冠军企业在德国各州分布较为广泛，其中密度最高的是汉堡。根据德国企业 Listflix 对德国 2935 家隐形冠军企业统计，隐形冠军企业在德国全国分布的平均水平是每 10 万人有 3.51 家。并且，汉堡的密度最高，每 10 万人中有 7.36 家隐形冠军企业，高出全国平均水平 110%。隐形冠军企业密度较高的州还有不来梅、黑森、巴登-符腾堡等，每 10 万人中的隐形冠军企业分别为 4.97 家、4.89 家、4.74 家。

仅供内部参考，请勿外传

图10：每 10 万人中隐形冠军企业在德国各州的分布



资料来源：Listflix，国信证券经济研究所整理

隐形冠军在区域发展中扮演着关键角色。在德国及德语国家（或地区），其中一些传统行业的隐形冠军企业集群拥有数百年历史根基，例如索林根（Solingen）的刀具集群、施韦因富特（Schweinfurt）的滚子轴承集群、贝吉施兰（Bergisches Land）地区的锁具技术集群，以及纽伦堡地区的铅笔集群。一些传统产业集群延续到了 21 世纪，例如索林根的“刀-剪刀-刀片”产业集群，其他传统产业集群则已消失，如皮尔马森斯（Pirmasens）周边的鞋业集群或伍珀塔尔（Wuppertal）的纺织业集群。此外，一些起步较晚的产业集群也充满了大量的隐形冠军企业，这些集群包括霍恩洛厄（Hohenlohe）的风机集群、西威斯特法伦（eastern Westphalia）的接口技术集群、德国西南部的微电子集群、德国北部的风能集群，以及柏林的电子商务集群（Simon，2022）。

仅供内部参考，请勿外传

表1：部分隐形冠军企业区域分布

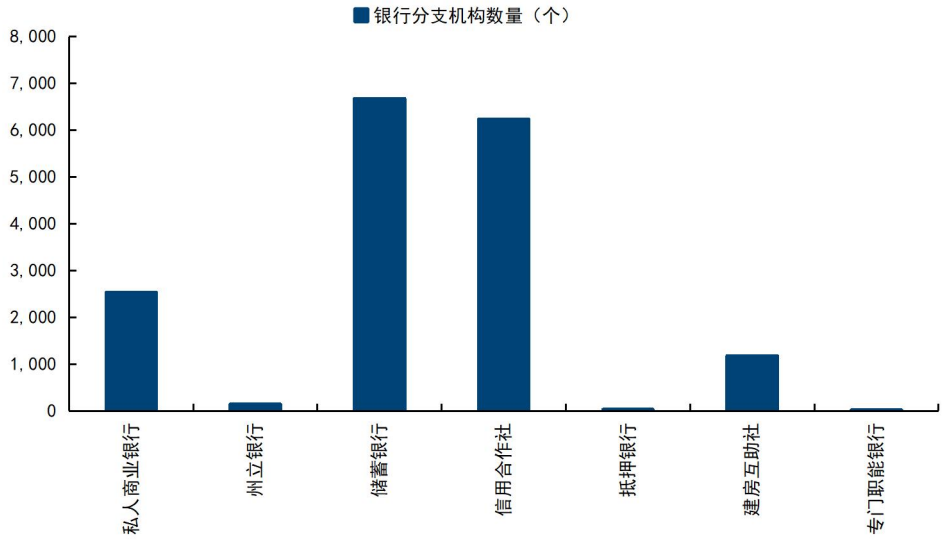
生态系统/集群	地区	代表企业/隐形冠军	分类
铅笔 Pencils	纽伦堡 Nuremberg	Faber Castell、Schwan-Stabilo、Staedtler-Mars、Lyra	传统 Traditional
锁具系统 Locking systems	费尔伯特/海利根豪斯 Velbert/Heiligenhaus	Kiekert、Huf Hülsbeck & Fürst、BKS、Witte Automotive、Jul. Niederdrenk	传统 Traditional
刀具 Cutlery	索林根 Solingen	Zwilling Henckels、Pfeilring、Bök-er 等 20 余家	传统 Traditional
钟表谷 Watch valley	瑞士汝拉 Swiss Jura	Swatch、Rolex、Omega、Longines、Nivarox、Universo	传统 Traditional
滚动轴承 Rolling bearings	施韦因富特/弗兰肯 Schweinfurt/Franconia	SKF、Schaeffler、CSC 等 20 家公司	传统 Traditional
零售 Retail	米尔海姆/埃森 Muelheim/Essen	Aldi、Tengelmann、Deichmann、Medion	传统 Traditional
化工/制药 Chemical/pharmaceutical	巴塞尔 Basel	Novartis、Hoffmann-La Roche、Syngenta、Clariant-Lonza	传统 Traditional
养鸡谷 Chicken valley	费希塔/下萨克森 Vechta/Lower Saxony	PHW、Big Dutchman、Deutsche Frühstücksei	成熟 Mature
钣金折弯 Sheet metal bending	锡根/海格 Siegen/Haiger	Schäfer-Werke、Rittal、Siegenia-Aubi、Hailo	成熟 Mature
手术器械 Surgical instruments	图特林根 Tuttlingen	Aesculap、Karl Storz 等 500+ 公司	成熟 Mature
塑料 Plastics	莱茵-西格 Rhine-Sieg	Lemo、Reifenhäuser、Kuhne	成熟 Mature
药用植物 Medicinal plants	吕林根/格尔德恩 Luellingen/Geldern	约 1500 家公司	成熟 Mature
压缩机 Compressors	德国 Germany	Kaeser、Boge、Sauer、Bauer、MAN 等	成熟 Mature
包装谷 Packaging valley	施瓦本哈尔 Schwaebisch Hall	Optima、Schubert、Bausch & Ströbel、Groninger、Weiss、Syntegon	成熟 Mature
风机谷 Fan valley	霍恩洛厄 Hohenlohe	EBM-Papst、Ziehl-Abegg、Nicotra-Gebhardt	成熟 Mature
材料谷 Materials valley	莱茵-美因 Rhine-Main	Heraeus、Schott、Merck、Umicore	成熟 Mature
测量谷 Measurement valley	哥廷根 Goettingen	39 家公司/机构	成熟 Mature
传感技术 Sensor technology	德国西南 Southwest Germany	Pepperl & Fuchs、Sick、Endress & Hauser、Balluf、Testo	新兴 Young
风能 Wind energy	德国北部/丹麦 North Germany, Denmark	Vestas、Enercon、Nordex、Siemens Wind Power	新兴 Young
纳米技术 Nanotechnology	德国 Germany	Omicron、Nanogate、Nano-X、ItN Nanovation、Iontof	新兴 Young
工业视觉 Industrial vision	德国 Germany	Basler、Vitronic、Geutebrück、Isra Vision	新兴 Young
地热能源 Geothermal energy	德国 Germany	Herrenknecht、Ochsner、Anger	新兴 Young
生物质能源 Energy from biomass	德国 Germany	CropEnergies、Verbio、Loick、Envitec、Saria	新兴 Young
激光 Laser	德国 Germany	Trumpf、Rofin-Sinar/Coherent、Laserline、Foba、LPKF	新兴 Young
光学/光子学 Optics/photonics	耶拿 Jena	Zeiss、Jenoptik、Schott、Analytik Jena 等 170 家公司/机构	新兴 Young
垃圾分类/回收 Waste sorting/recycling	德国 Germany	Remondis、Saria、Grüner Punkt、Stadler、Unisensor 等	新兴 Young
机器人谷 Robot valley	德累斯顿 Dresden	Wandelbots、ADG Automatisierung、EKF、Revobotik、Coboworx 等	新兴 Young
互联网节点 Internet node	法兰克福 Frankfurt	DE-CIX、Interxion、Equinix、Itenos、Keppel、Maincubes	新兴 Young
UVC/LED 消毒 UVC/LED disinfection	德国 Germany	Heraeus、Osram Opto Semiconductor、Binz、Fraunhofer IOSB	新兴 Young
电子接口 Electronic interfaces	东威斯特法伦 East Westphalia	Phoenix Contact、Harting、Weidmüller、Wago	新兴 Young
3D 打印/增材制造 3D printing/additive manufacturing	德国 Germany	EOS、SLM Solutions、Voxeljet、FIT、Concept Laser 等	新兴 Young

资料来源：《Hidden Champions and the Development of Regions》，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

隐形冠军企业的区域分布，需要金融机构能够扎根区域、长期陪伴企业成长。储蓄银行与信用社遵循的区域经营原则（Regionalprinzip），从法律层面确保本地吸收的存款主要用于本地放贷。这一原则把银行的资产负债两端锁定在同一区域经济体内，使银行的长期盈利与本地产业兴旺形成利益共同体——银行无法在区域经济下行时抽身离场，只能在繁荣时积累、在困难时施救。同时，严格的地域划分有效避免了机构之间的同质化与内卷式恶性竞争，保护了关系型融资，使银行有激励为中小企业提供跨周期服务而非短期逐利。根据德意志联邦银行统计，侧重于服务所在区域企业发展的储蓄银行和信用社的分支机构数量是所有类型银行中最多的。

图11：德国各类型银行分支机构数量



资料来源：德意志联邦银行，国信证券经济研究所整理

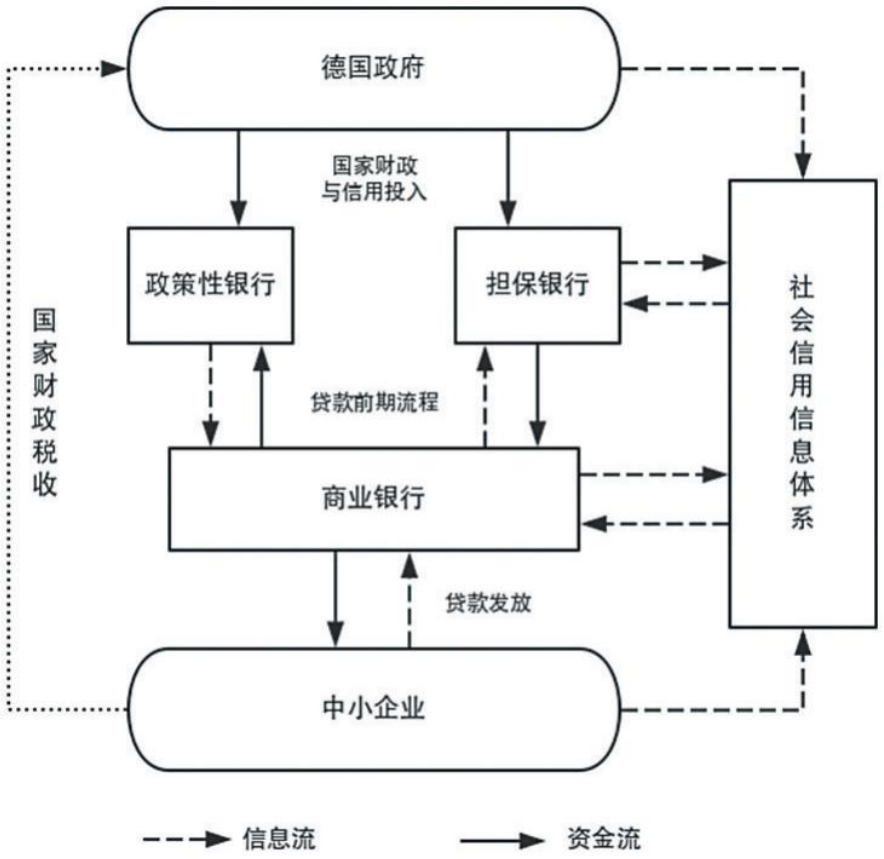
3. 政策性金融为隐形冠军企业提供保障

3.1 复兴信贷银行（KfW）提供转贷服务

德国复兴信贷银行（KfW）是德国政策性金融体系的核心主体，其“补充性”与“中立性”的双重作用可以使其在不挤出商业金融的前提下填补中小企业融资的市场空白。德国通过法律框架为 KfW 设定了明确的边界：补充性原则要求其以中小企业融资占比 40%为发展目标；中立性原则要求其避免与商业性银行直接竞争或导致银行间的不公平竞争。这套制度设计使政策性金融与商业金融形成互补而非替代关系。从规模看，截至 2025 年年底，德国政策性银行资产规模约 1.52 万亿欧元，占银行业总资产约 13.9%，已略高于信用社的 11.3%，堪称德国银行业的“第四支柱”。2025 年 KfW 核心的国内促进业务（贷款与赠款）达 610 亿欧元，较 2024 年的 458 亿欧元增长三分之一；其中面向中小企业与初创企业的资金达 235 亿欧元（2024 年为 134 亿欧元），增幅超过 75%。

仅供内部参考，请勿外传

图12：德国中小企业政策性资助贷款流程示意图



资料来源：《政府主导下的融资机制与中小企业融资困境——基于德国银行体系视角》，国信证券经济研究所整理

转贷模式是 KfW 运行中的关键机制——KfW 不向最终客户直接放贷，而是将资金提供给合作伙伴银行，由后者以优惠利率贷给企业，从而在制度上把政策性银行与商业银行从竞争对手转为利益共同体。在这一模式下，企业不能直接向 KfW 申请政策性贷款，而必须经由其融资伙伴（商业银行、储蓄银行或信用社）提交申请；融资伙伴先对企业的财务状况、投资方案与商业计划进行审查，完成筛选后才将申请转交 KfW；KfW 批准并出具资金承诺书后，由融资伙伴与企业签订贷款协议并负责放款。这一流程设计有三重功效：一是解决了 KfW 不设分支网络、缺乏客户触达能力的短板；二是把贷前审查与贷后管理保留在最了解企业的银行手中；三是使商业银行通过利差获得合理收益，从而有动力持续参与。数据显示，2019 年 KfW 向银行发放的贷款中转贷贷款占比达 70%以上。从成效看，根据崔颖等（2025）的研究，KfW 通过与商业银行构建的转贷机制，可以为中小企业平均节省融资成本 20%—30%。

转贷模式的激励相容性，集中体现在 KfW 与合作银行之间的信用风险分担安排上。KfW 按产品类型承担不同的信用风险，银行始终保留剩余风险，从而避免了“银行只赚利差、不承担风险”的道德风险。从合约设计的机理看，若政策性资金完全兜底风险，合作银行将丧失审慎筛选借款人的激励，可能把本不符合条件的项目推送给政策性银行，最终形成公共资金的漏损。德国的做法是按产品风险特征设定差异化的责任免除比例，对于投资风险较高的初创公司，KfW 的风险分担比

仅供内部参考，请勿外传

例可以达到 80%，而对于中型企业的政策性贷款，KfW 的风险分担比例可以降至 50%。这一梯度安排使风险越高、政策性兜底越厚，同时银行始终有“风险自留”的硬约束。

表2：KfW 风险分担案例

项目名称	面向对象	融资金额	还款期限	年利率	KfW 风险分担比例
欧洲复兴计划（ERP）初创公司贷款—StartGeld	可为创始人提供融资，用于创办和运营企业。以下类型的企业不在此贷款的适用范围内：年营业额超过 1000 万欧元、员工人数超过 50 人，或经营年限已超过五年的企业。	融资上限为 20 万欧元	最短期限为两年。	期限最长为五年的贷款，实际年利率为 3.44%，而期限最长为十年的贷款，利率为 3.82%。	KfW 承担 80%的信用风险。
ERP 中小企业政策性贷款	面向自由职业者以及中小企业	高达 2500 万欧元的融资	还款期限最长可达 20 年，前三年无需偿还。	根据项目和所选期限，年利率范围为 2.76%至 4%。	KfW 承担 50%的信用风险。
KfW 中型企业政策性贷款	面向年营业额最高 5 亿欧元的中型企业。		还款期限最长可达 20 年。借款人还享有最长三年的初始宽限期，在此期间只需支付利息。	年利率范围为 3.19%至 3.94%。	KfW 承担 50%的信用风险。
面向数字化的 ERP 政策性贷款	帮助企业和自由职业者为各种数字化项目融资。其中包括对 IT 设备、过程数字化、IT 安全以及人工智能(AI)等未来技术的投资。贷款可用于支付投资支出和项目的持续运营成本。	贷款额度最高可达 2500 万欧元。	最低期限为两年，多种选项可延长至 10 年，还款宽限期为一至两年。		KfW 可选择与借款人的主要银行分担信用风险。

资料来源：stripe，国信证券经济研究所整理

转贷产品通过期限与利率设计，精准匹配隐形冠军“长周期、重研发”的资金需求特征。隐形冠军的技术升级与设备投资回报周期往往长达十年以上。KfW 凭借主权信用获得的长期低成本资金，使其有能力提供与实体投资周期相匹配的长期限产品，并通过“本息优惠机制”进一步降低企业前期压力——资助贷款设有 1 年至 10 年不等的免本金偿还期，期内企业只需支付利息而无需偿还本金。从 KfW2025 年对中小企业贷款的投放结构看，创新与数字化融资新承诺额达 27 亿欧元，较 2024 年的 15 亿欧元近乎翻倍，反映政策性资金正加大对技术升级的定向支持；气候与环境领域促进业务量升至 138 亿欧元（2024 年为 54 亿欧元），其中“可再生能源—标准”计划承诺 92 亿欧元。就覆盖面而言，2025 年 KfW 新业务触及 13.7 万家企业，相当于德国每年获得贷款的中小企业中约 10%；同时支持 3.5 万名创业者，约占依赖外部融资的德国初创企业的 10%。此外，KfW 通过“商政分离”的职能重组，由中小企业银行专司低息贷款与信用担保等政策工具，由 KfW IPEX 进出口项目融资银行面向海外拓展企业提供市场化融资，实现企业从初创到国际化的资金全覆盖。

仅供内部参考，请勿外传

3.2 担保银行与政府提供再担保

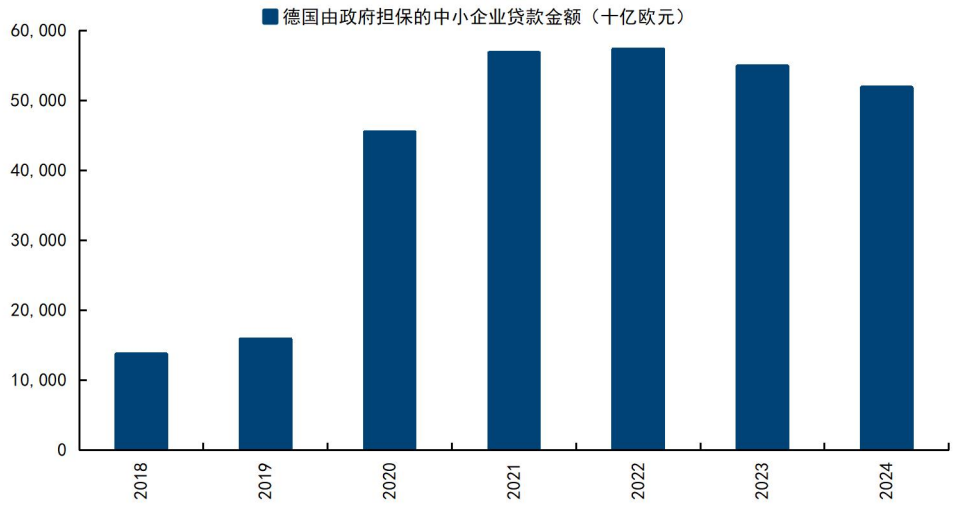
担保银行是德国专为破解中小企业“缺抵押”难题而设立的准公共机构，其制度价值在于把企业无法提供的硬抵押品，转换为担保机构的信用增信，从而打通银行信贷的最后一公里。从信贷合约的机理看，银行贷款决策的核心约束是违约损失率，而抵押品的作用正是在违约发生时为银行提供第二还款来源。隐形冠军与科技型中小企业多为轻资产结构，核心资产是专利、技术诀窍与人力资本，这些资产缺乏活跃的二手市场、变现能力弱，银行难以接受其作为合格抵押品。担保银行的功能正是以自身信用替代缺失的抵押品，把不可抵押的资产转化为可授信的债权。德国目前共有 17 家担保银行专门为缺乏抵押物的中小企业、特别是科技型初创企业提供贷款担保，年担保贷款总额超过 20 亿欧元，占中小企业融资总量的 2%左右。根据德国担保银行协会（VDB）的统计，2025 年德国有 5072 个项目获得了担保银行的担保，比 2024 年增长了 13.5%。

担保体系的效力来自“政府—担保银行—商业银行”的三层风险分担结构，其中的每一层都保留风险敞口，既分散了单一机构的损失压力，又避免了任何一方完全免责导致的道德风险。从风险分配的机理看，若担保全额兜底，商业银行将丧失审慎动机；若担保比例过低，则不足以改变银行的授信决策。所以，德国在担保体系的设计中，在单笔贷款层面，担保贷款违约风险通常由担保银行与商业银行按 80%和 20%的比例共同分担，即商业银行必须自担至少 20%的风险，且不得享有优先受偿权或特殊抵押品，这一“风险自留”条款是防止银行放松审查的关键约束。在此之上，联邦政府与各州政府设立反担保（再担保）机制，对担保银行的风险损失给予 65%-80%补偿支持，确保担保体系的可持续运转。经此三层分摊，一笔原本银行不愿承接的轻资产贷款，其风险被稀释到银行、担保银行、联邦与州财政四个主体身上，任何一方的最大损失都被控制在可承受区间。在金额分层上，担保需求 200 万欧元以下的由担保银行或信用担保协会承做，200 万至 2000 万欧元的由各州或州立发展银行负责，2000 万欧元以上的适用联邦大额担保计划（主要面向结构薄弱地区）；单个借款人在担保银行项目下的担保总额上限通常为 200 万至 250 万欧元，担保期限最长可达 20 年。

担保审批流程与管家银行既有信贷流程的深度嵌合，是德国担保体系能够兼顾审慎与效率的关键，显著降低了中小企业获得增信的成本。德国担保银行把担保机制嵌入管家银行的既有流程：担保申请须由企业的管家银行提交，银行先行完成客户筛选与项目评估，担保银行在此基础上作增信决策，形成“银行前端把关、担保后端增信”的分工。为提高时效性，部分州还开设快速通道，如北威州担保银行（Bürgschaftsbank NRW）的快速担保产品承诺在 5 个工作日内完成审批。在保障范围上，担保覆盖贷款本金债权以及必要的终止与法律追索费用，但不覆盖利息、担保佣金与滞纳金等衍生费用，由此明确了担保机构的风险边界。

仅供内部参考，请勿外传

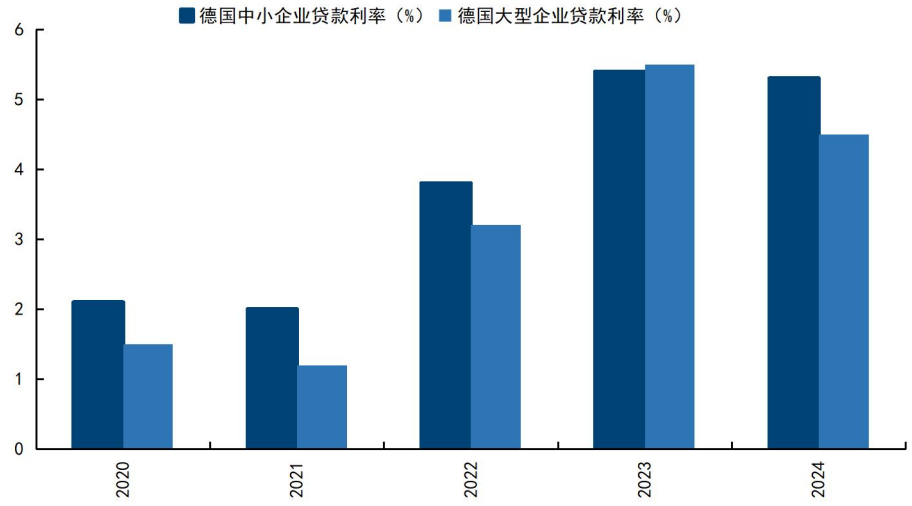
图13：德国由政府担保的中小企业贷款金额（十亿欧元）



资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

在德国政策性银行贷款、政府担保等政策措施的共同作用下，德国中小企业的贷款利率保持在合理水平。根据经济合作与发展组织（OECD）的统计，德国中小企业贷款利率比大型企业贷款利率稍高，2020 年德国中小企业贷款利率为 2.1%，高出大型企业 0.6 个百分点；2024 年德国中小企业贷款利率为 5.3%，高出大型企业 0.8 个百分点。同时，部分年份中小企业贷款利率还比大型企业低，2023 年中小企业贷款利率为 5.4%，而大型企业为 5.5%。

图14：德国中小企业及大型企业贷款利率（%）对比



资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

4. 多层次资本市场助力隐形冠军企业成长

4.1 金字塔式的股权市场

德国多层次资本市场体系是隐形冠军企业的重要融资平台。德国股权市场形成了由监管市场、公开市场组成的分层体系，为不同发展阶段和信息披露能力的企业提供了差异化融资入口。德国资本市场主要分为两大类：第一类是受监管市场（Regulated Market），下设两个细分板块：Prime Standard（优质标准）透明度要求最高，面向国际投资者，适合大型及国际化企业；General Standard（一般标准）需要满足欧盟最低透明度要求，面向以国内市场为主的企业。

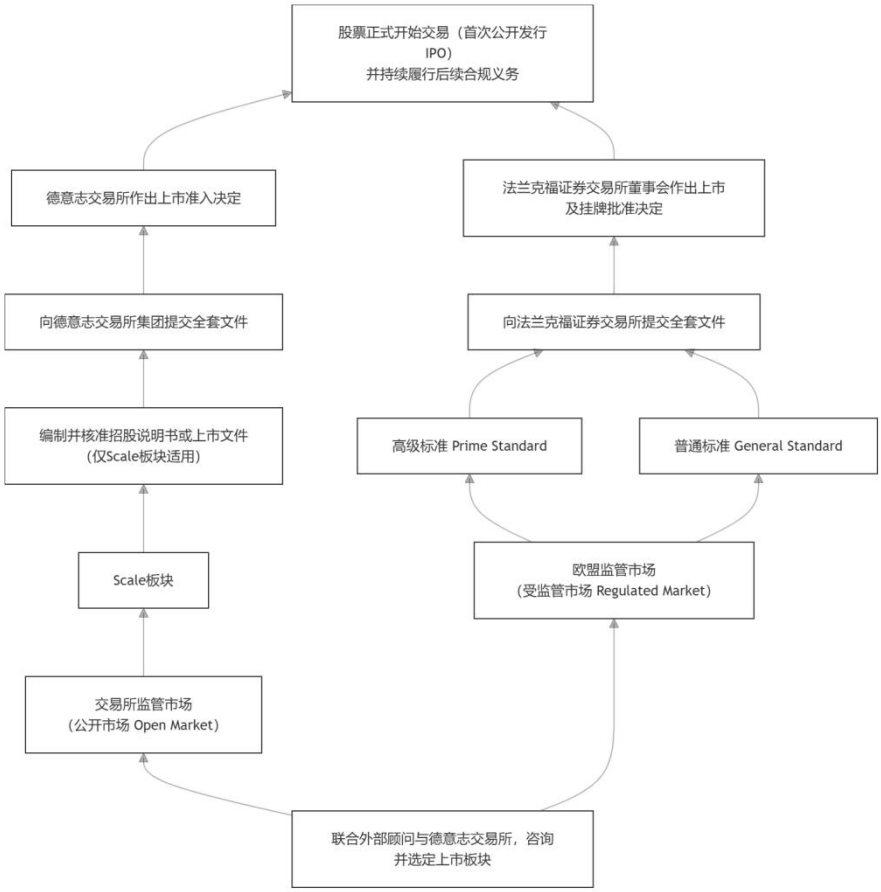
第二类是公开市场（Open Market/Freiverkehr）——由交易所自行监管，下设：Scale，即面向中小企业（SMEs）的成长板块，按欧盟标准注册为“SME Growth Market”，为中小企业提供高效的股权融资渠道；Quotation Board，透明度标准最低的板块，主要交易已在其他交易所上市或纳入交易的证券。

其中，**Scale 板块于 2017 年 3 月设立，重点服务成长型中小企业**，准入标准围绕经营历史、市值、自由流通比例、营收规模和股东权益等指标设置，目的是在降低上市门槛的同时保留基本的信息透明度和投资者保护要求。2025 年进入 Scale 板块的电网设备企业 PFISTERER 以及 2026 年 3 月在 Scale 挂牌的水下技术装备企业 Gabler Group，是在细分市场通过公开股权融资通道的典型企业。在 Scale 板块中有专门面向中小企业债券融资的部分，为在中小企业增长市场中筹集债务资本提供了机会。

各层级功能互补、相互衔接，为不同规模、不同成长阶段的中小企业提供了差异化的融资渠道。这不仅降低了中小企业融资门槛，也为隐形冠军企业提供了长期、稳定的资本支持。

仅供内部参考，请勿外传

图15：德国企业上市流程



资料来源：法兰克福交易所，国信证券经济研究所整理

4.2 债券市场为隐形冠军企业提供支持

债务凭证（Schuldschein）兼具贷款和债券发行功能，是德国中型企业的重要融资方式，其核心优势在于以较低的信息披露和发行成本获得较长期限的机构资金。中型企业往往处于传统银行贷款和公开债券之间的夹层，企业规模不足以支撑大规模公开发债，银团贷款又需要较长的组织周期和复杂的法律文件。Schuldschein 通常由商业银行或州立银行安排，企业与投资者之间形成非上市、私募性质的债权关系，之后由安排银行将不同期限和金额的份额分销给储蓄银行、保险公司、养老金和其他机构投资者。该工具既保留了贷款合同相对灵活、文件较为精简的特征，又能够通过分销扩大资金来源，因而与德国银行主导、机构投资者偏好买入并持有的金融结构相匹配。2025 年德国 Schuldschein 发行量约 240 亿欧元，发行企业以德国企业为主，是德国企业尤其是中小企业的重要融资工具。

Schuldschein 的成本优势来自发行流程和投资者结构，因此其更适合作为银行贷款的补充。与公开发行公司债券相比，Schuldschein 通常无需面对同等程度的公开招股说明书、交易所持续披露和评级要求；与银团贷款相比，其合同结构更加简洁，发行人可以根据自身融资需求安排期限和分层，投资者则可以通过持有到期获得稳定收益。由于储蓄银行、保险公司和养老金等投资者具有较强的长期配

仅供内部参考，请勿外传

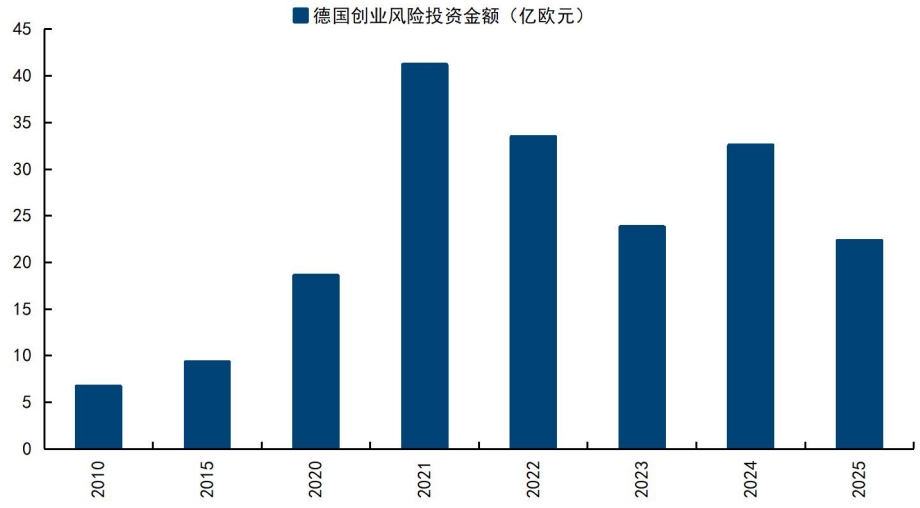
置属性，发行人无需为频繁交易支付全部流动性溢价。对于不愿稀释控制权、又需要开展设备更新、海外产能建设和技术研发的隐形冠军企业而言，Schuldschein 能够在保持非上市状态的同时扩大债务融资来源。同时，Schuldschein 也具有局限，由于其二级市场交易不活跃，投资者难以在市场波动时迅速退出，发行人也难以像公开债券那样通过连续市场价格获取即时信用信号。

中小企业公开债券是德国债券市场的重要组成，其高票息和较高违约风险的特征与部分风险较高的中小企业相适配。中小企业债券的价值在于为部分无法进入主板、又希望扩大机构投资者覆盖的企业提供公开融资渠道，但小企业发行人的经营信息、信用评级和抵押资产通常不足，投资者会通过更高票息补偿风险。2025 年德国中小企业债券市场共有 24 家企业发行 27 只债券，实际募集金额约 10 亿欧元。与 Schuldschein 相比，中小企业债券的信息披露和市场交易要求更高，发行人需要面对公开定价、投资者关系维护和持续披露压力；与股权融资相比，债券又不能直接增强企业风险资本，偿债压力反而可能在景气下行时集中释放。因此，该市场更适合现金流相对稳定、资产负债表较为透明且有明确扩张计划的企业。

4.3 股权投资与引导基金加快隐形冠军培育

德国私募股权与风险投资是隐形冠军企业突破融资边界、实现跨越式成长的重要资本力量。不同于银行信贷对抵押物与稳定现金流的倚重，股权投资以共享成长收益为对价，天然适配高研发强度、高成长性但缺乏传统抵押物的小而强企业，能够在企业技术验证、规模化与国际化的关键阶段提供长期、耐心的资本支持。德国虽以银行主导著称，但近年来政策性引导与市场化风险投资协同发力，显著提升了风险投资的资金供给能力。根据德国私募股权和风险投资协会(The German Private Equity and Venture Capital Association, BVK)的统计，2025 年德国创业风险投资金额为 22.34 亿欧元，比 2015 年大幅提升。

图16：德国创业风险投资金额（亿欧元）



资料来源：德国私募股权和风险投资协会，国信证券经济研究所整理

政策性投资基金也发挥了重要作用。KfW 通过全资资本子公司（KFW Capital）设立引导基金对创新型中小企业进行股权投资。如设立高科技创业引导基金(HTGF)、欧洲复兴计划创新项目（ERP），引导资本“投早、投小、投高科技”，启动“未来基金”项目，促进未来技术研发，引导投资“硬科技”。截至 2025 年底，KfW Capital

仅供内部参考，请勿外传

已在 153 只 VC 基金中投资约 29 亿欧元，支持了约 2900 家初创企业和创新科技公司。2025 年德国政府与 KfW 推出的 Germany Fund，计划提供约 300 亿欧元公共资金与政府担保，撬动约 1300 亿欧元社会总投资，重点覆盖工业与中小企业、风险投资、能源基础设施、深科技、人工智能、生物科技和国防科技等领域。

仅供内部参考，请勿外传

参考文献

[1]Die Deutsche Wirtschaft. Deutschlands versteckte Stars: Die Hidden Champions. https://die-deutsche-wirtschaft.de/deutschlands-hidden-champions[EB/OL](2025-9-17)[2026-8-28]

[2]Michael Schwartz and Juliane Gerstenberger. German SMEs are very loyal to their principal bank[R]. KfW Research. 2019.

[3]OECD (2026), Financing SMEs and Entrepreneurs 2026: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris

[4]崔颖,陈予鲁,陈柯欣,李瑞.从适配到协同：德国政策性金融赋能“隐形冠军”企业发展的路径探索[J].征信,2025,43(11):85-92.

[5]德国企业的KfW融资运作机制.https://stripe.com/zh-sg/resources/more/kfw-loans-for-businesses-in-germany [EB/OL] (2026-3-26)[2026-9-30]

[6]胡远志.构建耐心资本发展新路径[N/OL]. 经济日报（经济网），2026-06-24.

[7]李嘉莹.站在十字路口的德国金融业[J].现代商业银行.2024(3):84-89.

[8]薛宇择,张明源.政府主导下的融资机制与中小企业融资困境——基于德国银行体系视角[J].武汉金融,2020(1):77-82.

[9]张薇薇,张晓路,LIU Finn.从“隐形冠军”到“专精特新”：中德中小企业发展逻辑比较研究与未来展望[J].中国商论,2026(6):153-156.

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

政策调整不及预期；海外市场风险波动。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032