

八年里程

瀚晖资本面对面

441 期

2017-01-06



瀚晖顾问——华南领先的企业创业服务与成长平台

粤科集团控股上市公司广东鸿图（002101）12月21日公告，经中国证监会上市公司并购重组

审核委员会2016年第98次并购重组委工作会议审核，广东鸿图发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得有条件通过。

此前公告显示，广东鸿图公司拟向交易对方以发行股份和支付现金的方式，合计以交易价格16.45亿元收购宁波四维尔工业股份有限公司100%股权。同时，公司拟募集资金不超过9.78亿元，用于支付购买四维尔股份股权的现金对价、标的公司子公司年产500万套汽车饰件项目的建设以及支付本次交易的发行费用。广东鸿图本次并购重组完成后，公司的产品线从精

广东鸿图并购宁波四维尔顺利通过中国证监会审

密铝合金压铸件，扩展到汽车内外装饰件产品，而四维尔股份产品线丰富，可满足主机厂不同档次乘用车内外饰件系统的采购需求。这将有助于上市公司完善多元化产品体系，提升产品结构优势，双方形成双向依赖的战略合作关系。

近几年，广东鸿图不断开发新产品、丰富产品线，实现从汽车零部件业务向整车生产的下游延伸，并瞄准汽车轻量化的发展方向。2016年7月，广东鸿图收购国内最早从事防弹运钞车研究和生产的企业之一的广东宝龙汽车有限公司60%股权，2016年8月，与中国铝业公司下属的苏州有色

金属研究院有限公司签署了

《技术开发合作框架协议书》，双方将共同开发基于汽车轻量化的铝合金新材料、新技术和新产。

作为国内实力领先的压铸企业，广东鸿图公司收购宁波四维尔完成后，将在客户资源方面与宁波四维尔形成协同优势，纵向延伸下游整车企业，加快在汽车产业链上的布局。

粤科金融集团作为广东鸿图控股股东，将继续支持广东鸿图积极开展外延布局，提升公司整体竞争力。

关于进行融资估值的那些秘密：为什么流血融资都那么难？

导读：作为一名创业者，往往会遇到各种各样的融资难题。什么时间点适合融资？为什么投资人没有追加投资？市场的融资规律如何？等等。这篇文章以一个投资人的角度为大家分析了风投的投资逻辑，及市场投资规律，帮助大家应对今后的融资问题。

如今，网络上掀起了关于科技公司估值为什么会下降的讨论。还有少部分人私下也在进行讨论。对任何一家公司进行估值都不是一件易事，这需要预测公司未来的发展和竞争力，还需要预测公司的最终盈利情况。近来发生了两个广为人知的变化。

一是如 LinkedIn、Twitter 这类知名公司估值在上半年遭遇了滑铁卢（前者现如今已经被微软收购，后者也极有可能被谷歌收购）。

二是富达国际（通常是公开市场投资者）对大部分处于巅峰发展后期阶段的私有公司投资额进行了账面价值减计，并公开了许多公司估值下降的事实。

1、风投们是如何看待这件事的呢？

几乎每一位我认识的睿智的风投都曾过去两年内私下谈论过私有市场估值的荒唐上涨以及这种疯狂飙升将面临怎样的清算。大多数风投未曾公开发表此言论的理由有两个：

1、他们手头投资的初创公司中，许多都在寻求融资

2、他们不愿受到公开抨击或贴上「反创业者」的标签

但我保证，他们私下里一直在说这些。所以这些年我说的东西更多的是将我与他们私下进行的讨论公之于众而已。

不妨让我更直接点。我每年可以接 2-3 个单子，我们公司也许一年最多可以接 10-15 个单子。每年我们的新单交易额大约为 4000 万美元，后续投资净额约为 4000 万美元。2015 年，美国科技初创公司投资总额为 770 亿美元。我就略去计算过程，直截了当的告诉大家：我们投资的市场份额仅为 0.104%。

根据这一数据，我基本上不可能投资你的公司。

而我公开「这些私下讨论的内容」则是为了帮助大家提前做好准备来应对现今的融资环境（如果我对融资环境的判断是正确的）。但如果我的判断错误，至少你们也可以获取到更多的数据来帮助你决定

如何寻求融资以及如何花钱。如果我说的确实是事实，我唯一的希望就是有越来越多的公司能够真正获得资金支持、减少资金消耗率并且存活下去。

2、投资者希望估值降低吗？

通常而言，答案是 No。但出于部分合理原因——请注意，这绝非是之前提到过的那些荒谬观点——答案是 Yes。

让我举一个不那么技术性且不带政治色彩的例子吧。比如你拥有 10 套房，未来十年你可能每年会购买 1-2 套。当部分房产升值的时候，你会想将其出售来获得流动资产。偶尔，你还会将那些不好的房产卖掉来取回资金并且继续投资。

就这样，房地产价格开始下跌。你此时是否在想：「太棒了！现在我可以非常便宜地买到更多的房子了！」当然啦，现实生活要比你想象的复杂得多。你也许在考虑出售两套估值较高的房产并且抛售一些估价不太理想的房产。那你真的就是蠢哭了。事实上，没有人会想购买你的房产，就连银行也会打电话建议你放缓购买新房产的速度。

风投也是这样想的。许多经验老道的合伙人都有 7-10 个董事席位的基金，大部分都需要更多的资金。所以当估值下降的时候，合伙人的第一反应就是：「卧槽！我得赶紧行动起来让公司获得融资。」

诚然，从长期来看，在公司起步过程中投资越多，未来收益很有可能会越高。现在一些企业家也认可这种观点。但我向诸位保证，在我认识的风投中，没有一个人喜欢这样的修正方式，如今，大家更多感受到的是痛苦而不是收获。

3、投资人能够让市场下跌吗？

简单粗暴地说，不能。这可以说是最无厘头的观点了。

你还记得人们热议的 Bin38 天使门事件吗？当时，TechCrunch 创始人 Michael Arrington 指控硅谷顶级种子基金试图通过秘密商讨来合谋降低初创公司估值。当然这是一派胡言。10 名投资人士是无法做低市场价格的。过去 7 年，初创公司的估值一直稳定上升。

个体是无法规定市场的走向的，因为这毕竟是市场！这是市场之美，也是资本主义之美。

4、为什么近些年估值如此不合理？

倘若你真的好奇，那么真相其实是这样的：

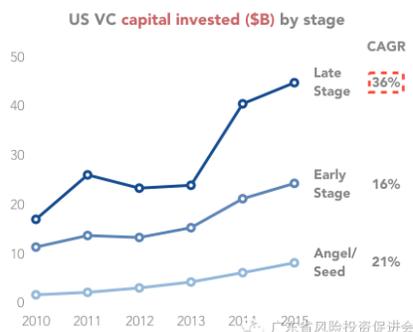
(1) 社交网络的出台将整个世界连接在了一起，也为 Facebook 的员工和投资人带来了巨额收益。

(2) 智能手机的成功为苹果员工和投资人带来了巨额收益，但同样它也推动了

Google、Facebook、Twitter、Instagram、Snapchat、WhatsApp 以及其他公司的发展。

(3) 实际上，美联储已经数年将联邦基金利率维持在零的利率水平，并采取了量化宽松手段来促进经济发展。由共同基金、对冲基金、保险公司、大学基金、养老金、基金会、主权财富基金等管理的数百亿美元需要获得对应的收益。「无风险」的投资也就意味着零收益率，因为上述机构需要将更多资金拨向私有市场，这其中就包括了寻求回报的科技市场。

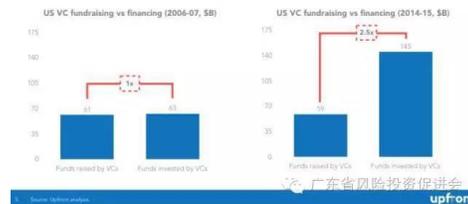
正如下图所示，从 2009 年开始，投资额激增了 300%。



大部分的估值上升并非是由风投推动而成，而是由对冲基金、共同基金、公司投资人等其他非传统风投渠道促成的。

在下面的图表中，你可以发现十年前初创公司获得的融资额基本全部都是风投给的，但十年后风投的投资额仅占初创公司融资额的 40%。

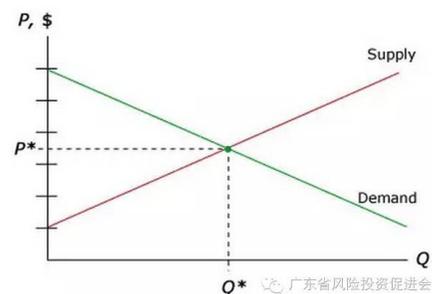
And what's interesting is that if you look at the spread between dollars raised by VCs and dollars invested, you see the huge shift from a decade ago of non-VC capital



5、供需定律

我知道，如今还有一些人认为理解市场运作机制并不是成为一名出色投资人的必备条件。但事实情况是市场动态在决定公司是否存在价值方面扮演着很重要的角色。

让我用最简单的方式来为非经济学专业的人解释一下。微观经济学中最基础的一个图表就是供需关系曲线。需求指的是买方，而供给指的是卖方。在初创公司的语境中，「买方」就是试图用钱去「购买」你初创公司股权的风投。

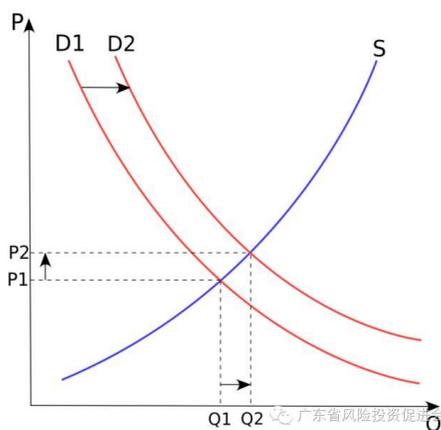


通常而言，供需关系以及供应量和价格之间存在一种平衡。

什么可以打乱这种平衡？通常，只有外生事件（即不可预测的政治或经济突发事件）会影响供需数量的改变。而对于风

险投资而言，这种改变显示在大量非风投资金的出现。为了获得更高的回报、效仿 Facebook、LinkedIn、Twitter 的成功经验并期待通过投资 Uber、Airbnb、Dropbox 这类领先科技公司获得高收益，投资者向市场上注入了大量非风投资金。

在经济学中，我们将其称作是「需求曲线变动」。如下图所示：



简而言之，有 500 亿额外的资金突然出现在市场上，这就导致了估值的飙升：典型的需求变动曲线。后果如何？估值均值在两年之间上升了 3 倍，而在 2015 年第四季度又迅速跌落。

6、融资水平下降

当你看到上图出现的需求震动时，你会注意到不仅市场上企业的估值越来越高，就连数量也越来越多。我知道许多企业家都会认为这是好事，但是睿智的风投（私下里）则不以为然。

▶企业家数量的增加通常为市场带来许多想要一夜暴富的人，而不是那些试图进行创新的企业家。

▶公司数量的增加可以把好的工程和产品人才分散到更多的公司里面（很多都不大可能成功），而不是集中资源到数量更少但更具变革性的公司手上。

▶巨额融资的增加会导致大规模的工资膨胀、租金膨胀，随之带来更高的资金消耗率。

通常来说，如果你成功融资了 1500-2000 万美元，而有 4-5 位你的竞争对手也融资到了这个数，那这就会刺激一些「不良行为」的滋生：经济学中「赢者通吃」的心态会迫使企业更重视公司发展而不是收益。

当融资水平降低，许多本来想创业的人会偏向选择 McKinsey 和 Google 提供的高薪以及稳定的工作，因而市场会拥有更多的骨干创业者。精明的投资者和创业者更喜欢这种阶段的市场。

7、均值回归

再从经济学的另外一个角度「均值回归」来看待这个问题，意思是说有一段时期你可能会有一些偏离历史平均水平的数据点，但最后还是回到原来水平的。



正如我之前指出的一样，Joe Floyd 非常出色地通过 SaaS 乘数变化情况捕捉到了这一点。如上图所示，2007 年人们愿意为 SaaS 企业支付 7.7 倍的预期收入乘数，而上一一年还不到 5 倍。在 2013 年，该数据达到了 13.4 倍，之后又恢复到 4 倍——略微低于历史均值。

2008 年 9 月，雷曼兄弟的破产，其带来的涟漪效果是巨大的。

我在想 2016 年 1 月 LinkedIn 的股票骤跌是否也会产生类似的效果（量级要小得多，这是因为公司基础是很稳定的）。但是对于创业体系内的人而言，这不亚于晴天霹雳。像这样一个技术股票宠儿在一夜之间估值竟然遭遇了如此严重的「滑铁卢」。我想时间会告诉我们真相，但是我猜想历史也会证明这一只黑天鹅改变了大家的心态。

8、为什么市场下跌时融资那么难？

再回头之前我说的非风投例子。如果你在考虑买房——当然作为房产投资者，你无时无刻不在考虑买房——一旦价格下跌，你很有可能需要在买房之前等 1-2 个月（或是 5 个月）。如果你认为未来六个

月房产将会贬值的话，那你为什么要现在买房呢？未来说不定房子会更多。

用投资者的话来说，这就叫做「抓住下落的刀」。从心理学角度来说，投资者们都厌恶这一点。因此当投资者摸清价格形势并花时间担心自己的投资组合时，交易单就会被延后处理。下图是我之前曾给过，这说明了投资者们预计完成融资的时间会更久。



9、为什么追加融资如此困难？

许多创始人都不理解为什么追加融资如此之难。「如果你去年还看好我的公司，什么你不愿意再给我点钱让我度过寒冬呢？」

首先，这里存在着投资者之间的权势之争。一位投资者也许愿意接受按比例分配的 300 万美元追加融资额度，但如果其他三位投资者不愿意追加投资的话，他/她也不会继续投资。「如果你不愿意支付自己那部分的话，那我为什么要帮助你们摆脱困境呢？」

此外，这里还存在一个「伤员拣别分类」的问题。如果风投公司手下有十家公司同时需要钱并都在努力进行融资的话，风投需要确定哪些公司值得他们进行投资，哪些公司不值得。因此，追加投资就会被搁置。

再者，有钱的人不会愿意帮助那些没钱的人摆脱困境。我甚至还没说到合伙人内部的「纠葛」。当公司内 1-2 位合伙人的单子比别人差时，每一位合伙人都会想方设法保住自己手头的单子。

10、为什么流血融资要比想象的要困难得多？

进行流血融资很困难。略微降价是可以接受的，但大幅度削减就很难实现了。首先，大多数新投资者并不希望压低价格来惹怒原有的投资者，因为他们知道未来大家还要一起合作。因此，选择不接这种单子，去接新单子往往更容易。

新的投资者也会担心流血融资会导致创始人或是高层管理人员的离职，没有一个风投想要更换管理层的。

再加上流血融资会触发反稀释条款。流血融资更倾向后期阶段投资者而不是精疲力尽的早期阶段投资者。或者由于更后期阶段的投资者清算优先权会被削减，流血融资就会更偏向更早阶段的投资者。

简而言之，要想达成融资协议一致还需要进行繁杂的协商。

11、总结

▶市场为初创公司设定估值，没有哪一个「鼓吹市场下跌」的投资者或是投资者群体能够迫使市场价格下跌。现在已经有足够多的历史数据来反驳这一观点。

▶像我这样愿意站出来说话的人并不希望进行一次大规模的清算。要以更加合理的价格获得未来收益，我们将为帮助投资组合公司熬过困境承受更多短痛。

▶私有市场估值过高已经维持了数年时间。这就像 20 世纪 90 年代末一样，没有一种新的「商业模式」能够抵抗万有引力。公司估值是根据未来的收益回报而设定的。因此，我们可以预计估值会回归均值。

▶如果你认为现在这种形势会使得融资变得更加困难（在融资时间和价格上），那你就应该控制好自已的资金消耗情况。当融资环境比较艰苦的时候，你需要支撑更久的时间，然后等度过寒冬或是公司发展已经匹配其估值的时候再去融资。

吴世春投资独角兽的秘诀：只看人 基本不看项目本身

做天使最怕不是投错，而是错过好项目。12月22日在2016年CEO峰会暨猎云网创投颁奖盛典论坛上，梅花天使创投基金（下称梅花创投）创始人吴世春分享了自己投资独角兽的秘诀。

他说，做投资最重要的事就是发现独角兽、投中独角兽，“科技公司的退出规律决定了必须要投中独角兽才能够给LP带来比较好的回报。“一般如果一个基金公司没有IPO，最后回报只是靠并购带来回报是不够的，可能投资回报率低于10%。”正如开篇所说，天使基金最怕就是错过好项目。

在年轻人最需要时帮助他带来的不仅是财务回报

吴世春介绍，梅花创投投资过包括，大掌门、唱吧、趣分期、好车无忧、赤子城、悟空保等项目，其中投资的一个理念就是，“帮助聪明靠谱的年轻人成为伟大的企业家，这是在这个时代非常有社会意义和经济意义的事。”

在吴世春看来，互联网创业给所有有梦想和野心的年轻人提供了逆袭的机会，实现阶层流动的机会。而一个公平的社会

财富应该是被勤奋和聪明的年轻人创造和再分配。“对我们来说每一个年轻、聪明的大脑都是一个富矿，在他最需要帮助的时候支持他实现梦想，也会给投资人带来很好的回报。”

在此前的被投项目中，给梅花创投带来最大回报的是大掌门，“2009年投资40万，带来了6亿，1500倍的回报，这是非常有经济意义的事情。”吴世春说，在年轻人最需要的时候帮助他，往往能带来的不仅是财务回报，还可能是彼此成就一辈子的关系。大掌门的CEO叶凯如今也成为了梅花创投的LP，还会给它介绍新的项目。

相比赛道更看重团队 学习成长潜力才是需要投资的东西

吴世春有一个公式：一流的团队+三流的方向=二流以上的项目；三流团队+一流方向=四流结果。因此他认为，一个企业的价值90%以上在团队身上，一个团队的价值80%以上在创始人身上。所以我们去看很多项目只看团队本身，我们是真正做到只看人，基本不看项目本身的基金。

吴世春认为，创始人是企业的灵魂，创始人能成为独角兽都有共通的特质，一个企业只能在企业家四维空间里成长，不能够跨越企业家的成长潜力成长。团队天花板永远在创始人学习、认知能力的框里，不可能超过这个框。“一个创始人所有东

西都可以被计算，比如商业模式、用户数据、财务数据，但唯一不能被计算的就是创始人的成长潜力，这些东西是无法描述的，但恰恰是我们投资中最看重的一部分，我们认为它的学习成长潜力是我们需要投资的东西。”

独角兽创始人的特质

吴世春把梅花创投看好的创始人特质做了如下总结：

第一，创始人需要拥有产品思维、商业嗅觉、投资眼光。

要能够做出让用户尖叫的产品，比如映客。好的CEO不一定需要做产品出身或者做技术出身，但好的产品标杆在什么地方创始人会知道，并能带领团队做出让用户尖叫的产品。

商业嗅觉就是知道钱在哪，一个创始人如果没有商业嗅觉，作为一个生意本身是很难持续下去的。

创始人还需要有投资眼光，有同理心，换位思考看自己的项目，才能够获得资本的认可。“趣分期已经从校园的分期走向了白领的分期市场，现在是中国最大的消费分期公司。我们在最后一轮给了它最大一笔钱。”

小牛电动是2015年年初才创立的公司，两次创造了京东众筹纪录，今年销量已过10亿元。做为小牛电动的发起人，吴世春

当时去看市场的时候，觉得一定要找到一个点，能够让市场记住。小牛电动找到的点，就是做到市场上最长的续航里程的电动车，“当时我们的产品必须要保证续航里程超过 100 公里，因为市场上没有 100 公里续航里程的电动车。还有一些防盗等智能化的功能，你必须有一个功能能够让用户清晰记住你。”吴世春说。

第二，他认为，一个 CEO 应该具有企业领袖的能力，能够带领一帮牛人，有足够的包容心。同时，还要有很强的饥饿感和自驱力，“有句话说叫醒创业者起床不是闹钟，是对于创业这个事情的自驱力。”一个创始人应该有盲目的乐观精神和危机感，才能够驱动他的团队有良好的支撑能力，把公司往前推进。

第三，谦卑心和空杯心态。《三体》里说“弱小和无知不是生存的障碍，傲慢才是”。创始人跳出自己的舒适区学习，去锻炼，才能够不断比昨天的自己更好。SOLO 是 2014 年投的，两次被《新闻联播》报道，在海外有 5 亿多的用户。公司文化墙里有一句话，谦卑心写在公司文化里，要避免觉得自己做得挺好。

第四个特质，经得起折腾，丢得起面子。创始人千万不能玻璃心。吴世春看到过很多，从小到大一路很优秀走过来的学霸，他有极强的玻璃心和极度自负，碰到任何问题不愿意低下头请教。“CEO 是需

要能够跪着，带着大家一起活下去的，这种人我们叫做打不死的小强，任何时候能够把在创业中丢的面子，在创业成功之后找回来。”

吴世春说，找到优秀的种子选手，除了给钱外，还应该给额外的帮助，“我们希望能做创始人的肩膀，用来踩和靠；成为他的眼睛，帮他发现趋势和问题；成为桥梁，搭建后续融资的桥梁。”

他表示，梅花创投任何时候都希望站在 CEO 一边考虑，最怕的是投资一家没有主人的公司，“对我们来说希望不断建立投资的生态，成功的创始人不断给我们介绍项目。梅花创投很多项目都是由原来做得成功的企业家再次介绍给我们，这种背书提高了项目的价值。”吴世春说。