

# 价值投资成为 推动新一轮产业变革催化剂

□高瓴资本创始人兼CEO 张磊

最近两年,创新已不仅仅局限在互联网领域,而是向生物医药、生命科学、新能源、人工智能、大数据、云计算、芯片、精密制造等广泛的领域渗透,一场可以统称为“产业互联网”的变革大幕正徐徐拉开。

在这样一个关键时期,如何促进上述多领域创新的产业化落地,推动传统产业与新技术融合,加快新旧发展动能接续转换,打造新产业新业态,就成为产业界和投资界必须共同面对的历史任务。

改革开放以来,我国迎来重大发展机遇期,社会经济快速发展,产业转型升级,多层次资本市场不断完善,特别是人民日益增长的美好生活需要,这些都为长期投资和价值投资的实践提供了肥沃的土壤。在这种时代命题下,首先要解决的就是投资机构的历史定位。我们发现,如果说消费互联网时代的关键词是连接,那么产业互联网的关键词就是融合。也可以说,消费互联网创新更多是物理变化,产业互联网则是一个不断发生化学反应的过程,强调以大数据、人工智能、智能终端重构实体经济产业链,通过融合创新,激发新的能量出来,从而提升效率、创造价值,实现产业升级。

产业互联网发展路径的跨界、融合、重构的特性,决定了价值投资有望作为技术创新和实体经济之间融合媒介,不仅成为弥合数字鸿沟的建设力量,也成为激发新动能、创造新价值的催化剂。

首先,价值投资是数字基础设施的重要建设力量。产业互联网要通过数字化、智能化的方式,把虚拟世界和物理世界紧密融合,通过新的协同作用,创新出实体经济的新模式、新业态和新的价值链体系。而这一过程是要在各个产业、地区数字化程度参差不齐的前提下进行的。因此,产业



互联网的首要任务,就是要加大投入,加强信息基础设施建设,弥合不同产业、地区间的数字鸿沟。但传统产业原有基础设施的数字化改造,需要巨大的资本投入,并且不能很快带来投资收益,所以,除了依靠政府政策引导和公共投入,也亟需秉持长期投资理念的社会资本的积极参与,才能实现产业互联网的冷启动,让更多行业受益于技术创新,让更多人享受产业变革的福利。

其次,价值投资是实体经济与科技企业融合创新媒介。产业互联网是实体经济与科技企业共同面对的历史课题。其中,实体经济有迫切的转型升级的需求,而科技企业又亟需技术创新落地场景。在这个过程中,就需要投资图

谱中既包括科技企业又包括实体行业,并且需要通过深入研究对两者都做出深入洞察的价值投资机构,作为连接技术与需求、算法与场景的重要媒介。其中的关键,在于坚持第一性原理,在尊重实体经济行业规律基础上,探索通过技术创新优化成本效率结构的现实路径。比如,高瓴通过智能门店平台、店员数据工具包、精益管理等,为体育运营商滔搏的线下店提供多维技术解决方案,但都是紧紧围绕零售行业人货场价值链的优化,在升级重构零售行业动态护城河上,具有一定的行业普适性。

这里需要特别指出的是,对所有的实体行业来说,技术创新和产业升级是在飞行中换发动机,必须

直接为业务带来增量,为行业创造价值。我们借助前沿技术,引入精益管理对时尚零售集团百丽全供应链的升级,正是基于这样的方向。例如,通过前端实体店的智能化改造,我们以终端赋能的方式,让实体店拥有了更多维的数据沉淀和洞察能力,也就使其为消费者提供更好的服务,创造更大的价值带来了可能。今年春季,百丽旗下某品牌的前端店,通过试穿率等数据收集发现,某款鞋试穿率第一,但实际购买的转化率极低。经过调研,团队发现是因为鞋带稍长易掉根,设计和工厂迅速针对性地反应,很快解决问题,并依靠百丽强大的供应链能力重新铺货。调整后此鞋成为春季爆款。秋季也在此鞋鞋型上开发了多款新鞋。结果这一个鞋型就创造了过千万的价值。这款价值千万的鞋子,就是创新带来的。

最后,技术革命和产业变革最生动的因素依然是人。我们既需要埋头于基础技术突破的科技精英,也需要既懂技术又懂产业需求的跨界人才。所以,对人才教育的投资,同样是价值投资机构义不容辞的责任。人才教育投入永无止境,是永远不需要退出的投资。这些年,我们不但支持了鼓励原创创新的“未来科学大奖”,还与中国最顶尖的科学家、教育家一起,参与创办了培养拔尖科研人才的西湖大学。几十年前,许许多多顶尖华人科学家,在建设新中国的伟大感召下义无反顾回到祖国,今天,我们希望通过探索高精尖科技人才培养的长期机制,激发和培育中国智慧,投入到建设“创新中国”的伟大实践中。

张磊:高瓴资本创始人兼首席执行官。现任美国耶鲁大学董事会董事、中国人民大学校董会副董事长、西湖大学校董及发展委员会主席。此外还担任未来论坛理事会轮值主席和耶鲁大学亚洲发展委员会主席。

## 美元基金表现超人民币基金 机构化能力成制胜关键

□本报记者 高改芳

2019年伊始,多家VC/PE机构宣布美元基金募集成功,部分机构甚至创下了自身的募资记录。此外,人工智能、集成电路、生物医药等领域仍是“风口”,成为不少新基金的投资方向。

业内人士认为,2018年人民币基金和美元基金两者的投资额逼近,打破了自创业板推出以来,人民币基金一直遥遥领先美元基金的势头,2019年人民币基金比美元基金更难过的状况恐将持续。中国私募股权投资市场与美国市场相比存在显著差异,中国PE机构在过去以资源整合为核心。未来,项目判断、交易艺术和投后管理都将更为重要。

### 美元基金重新活跃

日前,光速中国对外宣布完成5.6亿美元新基金的募资,这是自光速中国2011年独立运作以来规模最大的一期美元基金。目前,光速中国管理的总基金规模已超过15亿美元,并将继续专注于中国早期高科技领域的创业投资。

几乎同时,风险投资基金ATM Capital宣布完成首期募资,预计基金总规模2亿美元。该基金由蝙蝠资本创始合伙人屈田与东南亚手机、物流巨头合作成立,是第一支中国背景、专注于东南亚市场的风投基金。据介绍,ATM Capital的基石投资人包括阿里巴巴eWTP科技创新基金、58集团、搜狗CEO王小川及众多成功企业家。本次募资完成后,ATM Capital将重点关注东南亚物流、零售、金融科技、产业互联网等领域创业项目,并帮助中国企业落地东南亚。

清科研究中心此前在报告中指出,2018年前11个月,人民币投资超5800亿,外币投资超4400亿元。自创业板推出以来,人民币基金一直遥遥领先美元基金,但2018年两者的投资额逼近了,这说明了人民币基金的日子要比美元基金更难过。

有分析人士认为,新年伊始获得投资的项目,多是过去两至三年内已募集的存量资金。近期募资难的效应恐怕还要经过半年到一年的延迟才会进一步显现。可以预见,2019年的投资环境将更加严峻。人民币基金比美元基金更难过的状况恐将持续。

### 机构化经营转型

最新发布的《投中资本年度报告》显示,2018年前三季度的基金募资规模比2017年同期大幅下降66%。从资金构成的角度来看,造成募资难的主要原因包括“资管新规”的落地以及股市的持续低迷。前者导致高净值个人与银行系资金减少,后者则直接导致上市公司层面流入股权市场的资金减少。

此外,大量2010年—2013年间成立的私募基金2019年将面临退出的节点。此外,政府引导基金自2014年起高速发展,也有大量资金正等待退出。从资本回报绝对值来看,IPO依然是最优的退出路径,并购其次。但2018年以来,境内IPO的规则逐渐变严,盈利空间持续压缩;海外市场IPO估值优势不再,市场对新股投资趋于谨慎,破发潮恐成常态;虽然境外上市过了6个月解禁期就可以出售,也通常因为股票流动性差和后市低迷,导致机构退出困难。从操作难度、回报周期及上市回报率等多方面来看,IPO退出的优势都在逐渐减弱。

不过,严峻的环境或许正是本土PE机构历练成长的绝佳时机。

麦肯锡在《业绩斐然顶级投资机构的成功之道》中指出,中国私募股权投资市场与美国市场相比存在显著差异,比如,中国的私募股权投资市场已形成了全民参与的格局且参与方背景多元化;中国的有限合伙人构成相对分散,平均单个体量较小,投资期限较短;中国的私募企业仍主要通过资源整合创造价值等。

“未来十年,私募股权投资模式将从传统作坊式向机构化经营转型。中国私募股权投资公司的先行者已经开始采取行动,向国际顶尖基金学习,致力于自身业务的延伸。未来十年,中国必将涌现出全球领先的私募股权投资机构。”麦肯锡全球资深董事合伙人兼麦肯锡中国金融机构咨询负责人曲向军指出。

## 明星企业股价表现不佳

# VC/PE账面回报难达预期

□本报记者 刘宗根

对于不少VC/PE机构而言,二级市场同样至关重要,这关乎未来IPO退出时的投资收益。由于近期部分“明星企业”股价走势不佳,投资人收益问题因此备受关注。业内人士认为,“明星企业”面临日益常态化的“破发”窘境以及上市后股价大幅下挫背后,是当下市场对新股投资的日趋谨慎,2019年海外上市或将受到更多挑战。

### 上市后股价走势

不止小米集团,美团点评、平安好医生等不少“明星企业”近期股价表现也并不理想,市场看法也开始出现分歧。有分析认为,从上述现象影响上来看,新股破发后首当其冲的或是最后入场的投资人。

Wind数据显示,截至1月4日收盘,小米集团收盘价为11.96港元/股,较17港元/股的发行价下跌

29.65%;美团点评收盘价为44港元/股,较69港元/股发行价下跌36.23%;平安好医生收盘价为26.65港元/股,较54.80港元/股的发行价下跌51.37%;此外,51信用等也出现了不同程度的下跌。

投中资本日前发布“资本市场回顾与展望”称,对于寻求IPO退出通道的投资机构来说,未来回报空间可能遭到大幅压缩:2018年已有不少新经济“明星企业”在二级市场表现惨淡,导致最后一轮进入的投资机构不得不面临浮亏的问题。IPO是否还是新经济企业的最佳资本路径或需重新评估。以截至2018年12月27日股价测算,平安好医生、小米集团等不少企业最后一轮投资回报可能出现浮亏。

“通常情况下,项目经过多轮融资后估值会一直往上走,资产目标的在上市以后,估值并非一定能够超过上市前C轮D轮后的水平,尤其对‘明星企业’而言,这

并不难理解。”深圳某PE人士对记者表示。

### 基石投资人面临“破发”窘境

普华永道日前发布的“2018年IPO市场回顾及2019年市场展望”显示,去年7月,小米集团于港交所挂牌,成功筹资426亿港元,在2018年港交所首次融资金额最高的新上市公司排名中位列第二,第一名为中国铁塔。截至1月4日收盘,小米集团的总市值约为2850亿港元(约合360亿美元),比起基石投资人入场时约500亿美元的估值存在不少差距。

根据小米集团日前发布的《发售价及配售结果公告》,小米集团背后基石投资人数量众多。国开装备产业投资基金透过由中国里昂证券有限公司的关连客户华夏基金管理有限公司提供的合格境内机构投资者渠道认购3047万股发售股份;天海投资有限公司认购1385万股发售股份;中国移动国

际控股有限公司认购4616万股发售股份;Qualcomm Asia Pacific Pte. Ltd.等其他机构也参与了认购。

美团点评的基石投资人同样不乏实力机构。9月初,为保证成功上市,美团点评正式全球发售前提前敲定5家基石投资人,合计配售15亿美元,约占总发行股份的三分之一。其中大股东腾讯认购4亿美元,国有企业结构调整基金认购1亿美元,另外10亿美元由Oppenheimer基金、Lansdowne基金、Darsana基金三家外资机构认购。

投中资本研究部认为,中概股看似盛世的背后,却面临着日益常态化的“破发”窘境,此外,上市后股价又遭大幅下挫,可见市场资金目前对新股的投资已是十分谨慎,港股IPO在2018年甚至出现了没有基石投资人的情况。未来公募基金对于接手IPO将会更加趋于谨慎,2019年后续美股和港股IPO或将受到更多挑战。