

# 投资扩张拖累蚂蚁金服财报

## 断言估值压缩为时尚早

□本报记者 林荣华

数据显示,2018年蚂蚁金服旗下花呗、借呗通过ABS融资总量出现明显下降,与此同时,天弘基金余额宝规模也出现了明显下滑。业内人士认为,虽然蚂蚁金服近期对阿里巴巴的利润贡献由正转负,但蚂蚁金服的持续扩张之路尚未结束,以短期影响定论估值压缩为时尚早。

### ABS融资规模下降明显

Wind数据显示,截至2018年底,蚂蚁金服累计通过79个ABS项目为借呗融资1944.10亿元,累计通过133个ABS项目为花呗融资3110.80亿元。不过,无论是借呗还是花呗,2018年的融资总量均有明显下降。

具体看,2016年花呗的ABS融资项目共有24个,融资总额477.8亿元;2017年花呗ABS融资项目激增至58个,融资总额达1464亿元,融资总额增幅达206.40%。不过,2018年花呗ABS融资项目较2017年小幅减少至51个,融资总额为1169亿元,减幅为20.15%。

借呗也经历了相似的过程。2015年借呗的融资项目仅有6个,融资总额为135亿元;2017年借呗ABS融资项目激增6.67倍至46个,融资总额高达1254.1亿元,增幅达828.96%。2018年,借呗ABS融资项目比2017年减少41.30%,降至27个;融资总额更是下降55.75%,降至555亿元。

花呗、借呗ABS融资规模的减少或对蚂蚁金服的利润产生一定影响。据媒体报道,蚂蚁花呗的运营主体重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司2017年经审计的财报显示:花呗创造的年净利润高达34亿元。此前,蚂蚁金服曾在2017年底否认对用户“过度授信”时表示,花呗和借呗两类产品的不良率都保持在1%左右。业内人士黄强(化名)表示,从花



视觉中国图片

呗、借呗发行ABS的票面利率看,显著低于用户从借呗借款的利息和使用花呗分期时产生的费用,考虑到花呗、借呗的不良率很低,因此两者对蚂蚁金服的利润贡献也是可观的,ABS融资规模的下降将对其利润产生一定影响。

### 天弘基金规模下降

除了ABS融资规模的缩水,2018年还是天弘基金的规模缩减年。金牛理财网最新统计数据显示,四季度天弘余额宝规模较2018年三季度继续减少1905亿元,其他余额宝对应货币基金增加了1831亿元,余额宝平台的总规模小幅减少73亿元至1.92万亿元。

事实上,在防范货币基金流动性风险趋严的背景下,天弘基金一段时间以来已经多次采取措施缓解天弘基金余额宝规模过快增长的压力。2017年5月,天弘基金将余额宝的个人持有额度从100万元降至25万元;2017年8月,天弘基金余额宝

的个人持有最高额度继续向下调整为10万元;当年12月,天弘基金余额宝的单个自然日申购总额上限定为2万元。2018年2月,天弘基金进一步限定了余额宝的每日余额宝申购总量。

不过,到了2018年5月,余额宝开放平台,接入多家货币基金,取消了单日申购限制。目前已有银华货币A、中欧滚钱宝货币A、博时现金收益货币A、华安日日鑫货币A、景顺长城景益货币A、广发天天利货币E和诺安天天宝A等多家基金公司的货币基金。黄强预计,在余额宝平台进一步开放的背景下,天弘基金余额宝规模短期难以大幅增长。

### 拖累阿里巴巴财报

2018年6月,蚂蚁金服宣布完成C轮融资,融资金额140亿美元,该轮融资后蚂蚁金服的估值达1500亿美元。监管趋严之下,ABS发行放缓,叠加天弘基金规模下降,是否会对其估值产生压制?从财报数据看,

蚂蚁金服依旧处在扩张状态。

根据阿里巴巴在2018年5月份发布的财报,蚂蚁金服在2018年一季度继续投资扩张,并导致了蚂蚁金服在当季度的亏损。具体看,该季度蚂蚁金服的亏损对阿里巴巴产生了-7.13亿元的损益,2017年一季度同期为7.89亿元。不过,财报显示,截至2018年一季度末,支付宝及其全球化合作伙伴每年为全球约8.7亿活跃用户提供服务,蚂蚁金服还通过贷款、现金管理和保险服务,为超过1500万家小企业提供服务。

根据阿里巴巴2018年8月份发布的财报,阿里巴巴2018年上半年从蚂蚁金服获取的技术使用许可费和软件技术服务费为9.1亿元,而在2017年上半年,这一收入为19.66亿元,以此计算同比减少近53.71%。财报显示,该方面的减少主要源于蚂蚁金服在用户获取、产品创新和国际扩张方面的投资所导致。

值得注意的是,根据2018年11月份发布的财报,蚂蚁金服2018年前三季度在用户获取、产品创新和国际扩张方面的投资成为阿里巴巴“其他损益”项目由正转负的主要原因。具体看,蚂蚁金服前三季度的净亏损导致阿里巴巴获取的技术使用许可费和软件技术服务费发生逆转,变为-9.1亿元,而2017年三季度末为19.95亿元。不过,财报表示,蚂蚁金服加大了对金融服务行业的战略性投资,以获得更多用户并抓住线下支付市场的增长机会。截至2018年三季度末,国内年度活跃用户超过7亿,其中近70%的用户使用三种以上的蚂蚁金服服务。

有接近蚂蚁金服的业内人士表示,蚂蚁金服的版图已经涵盖基金、证券、保险、支付、征信、银行、信贷等多个领域,更重要的是蚂蚁金服正在持续实施国际化扩张。监管趋严对其利润产生短期波动影响在所难免,但此时谈估值压缩或为时尚早。

# 2019年AI投资有望保持高速增长态势

□本报记者 陈健

2019年新年伊始,人工智能(AI)创业领域频频传来大额融资消息。业内人士表示,现阶段人工智能的发展已经超出了科技行业概念,随着中国人口红利消退,人工智能领域落地于To B是大势所趋。2019年AI领域投资有望继续保持高速增长态势,与此同时,一批伪人工智能企业将被淘汰出局。

### 落地To B是未来趋势

整体来看,AI领域无疑是2018年的一个热门行业,不论是创业项目数量、融资金额,还是融资速度都很突出。

德景投资合伙人刘万清对记者表示,通过对2018年国内人工智能领域投资情况的分析可以发现,国内BAT等几大巨头均重点在To B(企业服务)领域进行了投资布局。当前,随着中国人口红利逐渐消退,人工智能领域落地于To B是未来趋势。

刘万清表示,2018年外部不确定因素暴露了我国在芯片等方面的短板,也使得国内芯片、5G等人工智能基础设施技术领域投资爆发。人工智能赋能下的金融、安防、文娱、医疗、汽车等各行业的投资均在2018年呈爆发态势。

日前,包括人工智能安防公司澎思科技、计算机视觉企业影谱科技等在内的多家AI企业接连宣布获得几千万到数亿元融资。对此,好买基金研究中心研究员王眺指出,预计AI领域股权投资的金额未来仍然会保持较高水平,其中,企业服务将是AI投资的热门行业,AI能够很好和To B结合,例如金融、安防等。不过,王眺也表示,和整体股权市场一样,人工智能投资不排除2019年会出现洗牌的情况。

刘万清表示,从政策来看,2017年开始,国内人工智能相关政策的重点已经不仅仅关注智能技术的发展,更多的是转向技术和产业的融合。跟随政策导向,AI股权投资也会更注重人工智能与产业的融合,加速人工智能项目落地。

政策方面,有股权投资机构人士表示,科创板政策的推出对于人工智能领域的股权投资形成利好,对于股权投资有引导作用,指导股权投资企业对标的项目的判断方向,将有助于AI项目的价值发现和退出。

刘万清认为,“在当前资本市场资金短缺的情况下,会有大量底层技术实力较弱的企业逐步被淘汰,而一些细分领域中,有扎实技术支撑并且有商业落地能力的企业有望迎来发展。”

### 重点关注技术和商业模式

记者了解到,对于人工智能投资而言,投资机构重点关注两点,技术和商业模式,这两者缺一不可。技术方面,主要聚焦企业的技术团队以及技术水平等方面,此外,在技术过硬的基础上,再来判断项目有没有商业落地的能力,即商业模式。

刘万清介绍,投资中首先会判断标的的技术领先性、壁垒程度、团队能力、未来成长性等,公司一般是根据自上而下的研究去看项目。“我们关注未来的发展趋势,关注哪个领域会出现爆发式增长,哪些企业可以解决社会上存在的问题。因为只有把握未来的发展方向,再去人工智能技术如何在行业中发挥作用,才能发挥价值”。

“5G时代即将到来,这将给云存储、视频交互、物联网、无人驾驶等多个行业带来新的商业业态。从投资角度来说,目前比较看好计算机视觉技术领域的企业。”刘万清表示。

王眺表示,AI是公司重点关注的领域,作为FOF管理人,公司会持续关注于基金在AI领域的布局。策略上偏好早期的基金和项目,一方面能够挖掘行业中技术实力强的创业团队,另一方面早期项目估值较低。此外,对于项目的技术和应用都是考虑因素,预测AI未来会应用在各行各业。

## 首批企业或来自券商辅导项目

# 科创板估值定价备受关注

□本报记者 刘宗根

1月初以来,市场对于科创板的讨论不绝于耳。其中,备受关注的一个话题就是,首批企业花落谁家以及上市门槛如何。分析人士认为,科创板首批试点企业存在较大可能是从券商上市辅导备案项目中挑选。

### 红筹或VIE架构尚在讨论中

“我刚从业的18年前,那时候流行‘两头在外’——钱从外面来,上市也在外面,只是企业是中国的,当时我甚至不确定中国的风险投资模式能不能走通。但我们现在来看,有相当大的一部分,尤其是新经济的发展,开始有了变化,资金上有至少一半不在外了。期待科创板出来之后,真正能让投资新经济公司‘两头在外’,变成两头都可以在内。”红杉中国合伙人周逢表示。

科创板的推出速度或超出市场预期。从近期多方消息来看,科创板首批试点企业存在较大可能是从券商上市辅导备案项目中挑选,这些

公司拥有自主知识产权、具有成熟商业模式,而重点鼓励的五大领域则可能是新一代信息技术、高端装备制造和新材料、新能源及节能环保、生物医药、技术服务。

东北证券最新研报显示,截至2018年12月,IPO辅导备案登记受理的项目共1710个,其中33家上市券商IPO辅导备案项目总计1113家。通过对上市券商的IPO辅导项目进行筛选,其中符合科创板五大聚焦领域的企业共117家,海通证券、国金证券分别以12家、11家相关领域储备项目数排名行业前两位。

目前,与科创板相关的另一热门话题是红筹或VIE架构,而这可能也是部分VC/PE机构最关心的问题,但至今尚未有定论。过去,在VIE架构模式下,境外上市主体与境内运营实体分离,前者通过协议方式控制后者,以达到把境内运营实体的会计报表并入境外上市主体的目的,从而实现境外上市主体在海外上市融资。

### 现有估值方式将重构

在业内人士看来,科创企业因其高成长性,在注册制试点下,估值定价显得尤为重要。安信证券分析师诸海滨认为,科创板企业估值难点主要来自于以下三个方面:一是未盈利。科创板上市企业的定位很清晰,是国际创新和科技发展的公司,集中在软件、人工智能、云计算、集成电路领域。但这类公司往往因为技术投入以及转换周期的原因,尚未实现盈利。如果科创板允许未盈利企业上市,那么A股投资者惯用的P/E估值法就会失效,必须转变估值思维,用国际化眼光进行估值。二是发展历史短。有望登陆科创板的公司有不少是初创公司,存在着市场历史短、往年数据缺失的问题,这会使得传统估值法中的很多步骤难以进行下去,也无法进行合理有效的现金流预测。三是横向比较困难。高科技企业多数在技术或者商业模式上具备巨大的创新,在某些科技方面已经做到了国内的顶尖水平,很难在国内找到相似度较高的

可比公司进行参照,若是采用相对估值模型进行横向比较可能会导致企业价值的低估。

国内某头部券商研究部分析认为,预计科创板上市门槛会更低且更灵活,预计科创板注册制在上市门槛上会以市值规模作为核心考量标准,放松利润规模上的要求,可能推出包括“市值+净利润”、“市值+收入”、“市值+收入+现金流”、“市值+收入+研发投入”以及“市值+主营业务/产品属性”等多维度多层次的目标体系,并且不断调整更新,包容各种行业和商业模式的企业上市。此外,上市门槛的降低,表面上是增加了后端IPO市场上的竞争,但实际上是增加了前端企业服务市场的竞争,要求投行从项目“狩猎模式”转为伴随初创企业成长的“畜牧模式”。投行项目选择前端化并且覆盖初创期公司,形成“金字塔式”的客户基础,对具备更广泛承揽队伍、更强大研究定价能力、更全面综合金融服务能力的头部券商显然更为有利。