

## 创投风向

# 五年苦等一场空 餐饮风投盛宴变“剩宴”

□本报记者 刘兴龙

新年伊始，历经波折的俏江南上市之路终于峰回路转，港股上市申请通过聆讯，不过这并不能抹平创业者与风投之间的裂痕。实际上，2008年PE掀起的投资餐饮企业热潮正集中面临着退出难题，多数项目难以跨过IPO门槛，使得PE期待中的回报盛宴成了血本难归的“剩宴”，部分风投不得不通过并购方式离场。

## 投资回本难

今年1月初，俏江南总裁汪小菲公开证实了港股上市申请通过聆讯的消息，不过他的情绪十分复杂，在庆幸上市实现突破的同时，更多是饱受挫折的无奈。

俏江南曾于2010年3月开启A股上市承销招投标工作，2011年3月正式提交上市申请，2012年2月获告知终止审查，试图踏入A股舞台的俏江南被拒之门外。

尽管俏江南努力加快上市融资的步伐，但是矛盾和风波已不期而至。“引进他们（鼎晖创投）是俏江南最大的失误。”创始人张兰对媒体的表态引爆了双方的矛盾，曾经情投意合的创业者和风投变得貌合神离。2012年，关于张兰变更国籍事件的发酵，更让俏江南的上市意图平添了一份急功近利的色彩。

从目前情形看，即使俏江南成功登陆港股市场，也难以实现让张兰和鼎晖创投双方满意的结果。“香港的估值水平远不如A股，尤其是餐饮企业普遍规模不大，更加不易获得港股市场认可。”普凯投资

基金创始合伙人姚继平表示。2008年9月，鼎晖创投与俏江南签订增资协议，注入2亿元人民币等值美元，占有其10.526%的股权。据投行人士分析，如果鼎晖创投能够收回投资，俏江南的港股发行市盈率需要达到20倍以上。

未来港股上市的前景，也许会让俏江南的投资者失望。之所以这么说，主要是由于诸多餐饮股在香港市场表现惨淡。2012年上市的小南国，曾长期处于破发状态，最新收盘价仅略高于发行价，市盈率14.8倍；受经济下行以及“骨汤门”后遗症影响的味千拉面，2012年半年报净利润仅4693万港元，同比下降81.6%；2011年上市的唐宫中国目前市盈率只有8.9倍。

## 无奈转让退出

2012年12月13日，火锅餐饮连锁企业呷哺呷哺宣布，原投资人英联投资将其所持呷哺股权转让给美国泛大西洋资本集团。

4年前，英联投资呷哺呷哺5000万美元，获得该公司控股权。

2012年底，今日资本完全退出真功夫，这家风投机构曾经为化解蔡潘两大股东的纠纷做出巨大努力，但仍然以失败告终。

在众多深陷餐饮行业的风投机构眼中，俏江南港股上市“破冰”丝毫没有改变悲观的情绪，反而在岁末年初加速了资本出逃的速度。国内风险投资主流的退出方式还是IPO。目前，一大批投资餐饮企业的资金临近退出期，上市环境短期内也看不出转变迹象，如何退出投资项目恐怕已经成为风投

头疼的问题。

2008年，小肥羊成功登陆港股，示范效应导致餐饮业迎来了前所未有的投资高潮。俏江南、呷哺呷哺等企业均是在2008年引入风险投资。以俏江南为例，当时有超过30家创投机构进行过考察，PE询价时给出的市盈率也水涨船高。

但是好景不长，近年来，由于监管机构提高了餐饮企业IPO门槛，俏江南、广州酒家、小南国、钱江豹、顺峰集团等多家餐饮企业上市先后遭遇挫折。2011年，有媒体报道称钱江豹计划在港上市，募集资金两亿美元，但其公司内部人员表示，上市申请已提交多次，但都是无果而终。2005年，SMI-IDG资本、海纳亚洲等风投资本加盟一茶一坐，总计投资1400万美元。2011年5月，连续7年亏损的一茶一坐不但没有上市，反倒招致十几家加盟商的诉讼官司。二级市场难以突破，VC/PE退出心切，餐饮行业投资市场降至冰点。

据业内人士介绍，现在已出现一些私募基金，收购早期不良的股权投资。对于国内的风险投资来说，餐饮项目普遍投资期限较长，考虑到资金利用率和回报水平等因素，并购将成为常见的退出方式。例如，英联投资通过控股呷哺呷哺，实现了投资收益和企业规模的快速增长，市场人士分析，此次转让股权并不是对呷哺呷哺未来发展不看好，可能涉及到原有投资基金已到投资期，投资人要求尽早赎回，属于强制性退出。

## 产业模式待变

目前俏江南并未面临资



CFP图片

金问题，但利润确实越来越薄。”在俏江南创始人张兰看来，当前民营企业所面临的困难和挑战是史无前例的，特别是房租压力对餐饮企业影响很大。

实际上，餐饮业不仅在盈利模式上亟待调整，为了迎合上市的要求，一些习以为常的经营业态同样面临变革。

在IPO审核过程中，管理不规范、财务不透明、盈利能力差是导致餐饮企业上市难的主要原因。由于业务行业特点，餐饮企业原材料采购多选择批发市场，成本往往难以核算。地沟油等问题频频曝光，导致食品安全成为餐饮企业十分棘手问题。”一位长期从事A股上市公司

服务的律师表示。

2012年5月，证监会发布《关于餐饮等生活服务类公司首次公开发行股票并上市信息披露指引(试行)》，对拟上市公司业务发展状况、主要经营模式及持续发展能力、食品安全卫生、主要管理制度及执行情况、公司治理、员工及社会保障情况等七个方面的事项做出详细披露要求。

无论上市与否，大型连锁餐饮企业都需要在规范管理、财务透明化等主要方面做出改变。俏江南在加盟店由于质量安全问题曝光之后，就表示将逐渐收回加盟经营权。俏江南副总裁杜薇表示，“不再开放加盟业务以免‘俏江南’品牌

使用过度，直营更利于公司战略发展。”

餐饮企业在收入和成本核算过程中难以实现透明化，一度成为了餐饮企业上市“拦路虎”。大量的现金入账，以及缺乏确认销售收入的凭据，这给利润操纵和偷漏税款留下巨大隐患。

总体而言，2008年餐饮行业一窝蜂式的风投热潮是典型的盲目投资，在管理能力、人才储备跟不上的情况下，资金进入餐饮企业，促使企业快速扩张反会成为负担。近几年IPO遇阻说明，风险投资不仅需要在前期询价时，了解企业和合理估值，还应该了解行业特性，充分考虑未来资本退出的渠道。

## 风向标

## 银行禁售PE理财产品 募资渠道或生变局

□张国兴

2012年11月30日，华夏银行上海嘉定支行理财经理推销的“中鼎财富投资中心有限公司”入伙计划”理财产品，因到期无法兑付，引发投资者不满。对此，银监会相关负责人表示，要严格监管理财产品设计、销售和资金投向，严禁销售私募股权基金产品……

清科研究中心认为，作为散户LP(有限合伙人)资金的主要来源渠道，银监会的这项决定将会给VC/PE募资市场格局带来重大变化，其主要体现在以下四个方面。

首先，对银行来说，此项决定势必削弱银行为私募股权基金输送“弹药”的能力。由于银行一线员工对理财产品大多数均背负一定的销售任务压力，在禁止销售私募股权基金产品后，银行将把注意力逐步转向其他符合银监会规定的理财产品。然而，由于银行与VC/PE基金的合作贯穿于从基金募集、投资到退出的各个阶段。因此尽管无法为VC/PE募资，但仍可以从资金托管、资金清算、信息支持等方面与VC/PE基金展开合作。

其次，对于其他第三方销售渠道来说，禁止银行代售私募股权基金意味着他们少了一个竞争对手。清科研究中心预计，随着此项政策效力的逐渐显现，其他销售渠道特别是第三方理财机构将会是VC/PE基金重点关注的合作伙伴，特别是一些大型第三方理财机构，如诺亚财富，参与VC/PE基金募集时间较长，投资者认可度较高。但是第三方理财机构缺乏相关监管，而且其对VC/PE产品的风险识别能力低于银行，存在一定的风险隐患。目前第三方理财可以代销的产品种类较多，包括信托、阳光私募产品、公募基金、VC/PE基金等，其中仅有代售公募基金需要申请牌照，其他产品目前尚没有明确的准入资格和监管，因此，随着产品线的不断丰富，第三方理财机构纳入监管范围的呼声将越来越高。

再次，对于VC/PE机构来说，由于银行是其散户LP的重要来源渠道，因此银监会的此项决定将严重影响本来就已经处于困境的募资市场。清科研究中心数据显示，尽管LP市场机构化趋势日渐明显，但是散户LP仍然是LP市场的重要组成部分，散户LP数量占LP市场总数量的五成。大部分VC/PE基金均通过银行渠道来发掘LP资源，如德同、九鼎、赛富、普凯等都与银行渠道有着密切的合作关系，一旦银行渠道关闭，那么视散户LP资金为重要资金来源的VC/PE机构将考虑建立自身的销售渠道进行募资，目前九鼎、鼎晖等机构均已开始第三理财机构进行募资。

最后，对于散户LP来说，2011年下半年以来，随着股票二级市场的持续低迷、IPO发审日趋严格，VC/PE往日的高回报难以再现，散户LP投资VC/PE的热情在逐渐减退，华夏银行理财产品风波将会更加打击散户LP的投资信心。此外，银行在代销VC/PE基金产品时，往往参与到产品的设计等流程，把控基金风险，一旦银行渠道封闭，散户LP在VC/PE的选择上将承担更多风险。在VC/PE市场好转之前，散户LP的投资热情难以恢复到往日高度。

## 行政手段难压房价上涨

上接01版

要明确市场预期，及时公布年度土地出让计划，并将拟出让土地的时间、位置、体量等信息进行公示，避免因信息不对称导致市场波动。在出让方式上，应该更加灵活和务实，不要一味采用“价高者得”的拍卖方式出让，可采用招标或设置最高限价等方式进行出让。

饥渴地”是造成去年个别地块遭到疯抢的原因。在政策层面，国土部一直要求加大土地供应力度，但主要责任还是地方政府。未来要关注的是政策如何完善和落实。比如，对于连续多年没有完成用地出让计划的城市，是否会有相应的问责和督查？如何来操作？地方政府怎样配合房地产调控的实施和落实？这都是未来政策需要完善的地方。

## 莫被“洗筹”震出局

上接01版

持续的政策利好在提振市场信心的同时，也不断掀起资金对于题材炒作的热情，个股风生水起。

既然反弹根基坚实，市场情绪偏暖，那么近期的剧烈震荡很可能意在“洗筹”。后市可能还会出现过山车行情，但反弹意犹未尽，莫被“洗筹”震出局。另一方面，个股或借助指数“拉抽屉”而出现分化，配置上应重点围绕年报、政策、补涨三大主线进行取舍。

## 5天买了8个亿 “一哥”抢筹抢了啥

上接01版

入京投银泰的可能性最大。

## 两大腕儿惺惺相惜

老康这样的私募为何愿意追捧王亚伟概念股？从2007年开始，王亚伟持续多年成为最赚钱的公募基金经理，在年年岁岁的基金排名战中始终位居前列，正是傲人的业绩让“王亚伟概念股”横空出世。2009年以来，对于发掘“王亚伟概念股”，无论是散户还是专业投资者均乐此不疲。有分析人士认为，追捧者大致分为两类：一类是相信王亚伟具备超凡出众的选股眼光，另一类是相信王亚伟拥有独特的消息渠道。

近期市场发掘的两只王亚伟概念股，北斗星通和许继电气均涨幅惊人。如许继电气，因为和王亚伟扯上关系，其复牌后在6个交易日内斩获3个涨停板，至本周五涨幅已接近60%。而北斗星通则在2013年的十个交易日中，直接翻倍。

一位在国信证券红岭中路营业部部分仓多年的私募慕“狼群出没的地方”来形容该营业部私募扎堆、作风生猛的状态。相关数据显示，过去20年这家营业部一直稳坐深交所成交量冠军宝座。在各路私募的簇拥下，“王亚伟”效应可能会逐步放大。

值得注意的是，过往多年，投资者只能依靠滞后许久的公司季报、年报以及基金季报、年报来捕捉“一哥”可能持有的股票，而龙虎榜数据是股票异动当晚披露。有私募表示，时常刷龙虎榜数据，看看国信证券深圳红岭中路营业部的上榜股票，再打听一下小道消息，就会离“王亚伟概念股”更近些。”

比如“国泰君安交易单元010000”，在国信证券深圳红岭中路营业部上榜许继电气之后的12月26日即买入2460万元，市场公认该席位驻扎着私募徐翔。而徐翔曾说过，这个市场只有少数几个人掌握了赚钱的“金钥匙”，王亚伟就是其中一个。如今，两位大腕儿同为私募圈中人，依然惺惺相惜。

王亚伟首次建仓京投银泰是在2009年四季度，此后，直到王亚伟离职华夏基金，具备重组概念的京投银泰仍在王亚伟配置当中。据此分析，老康认为，其买

## 市场瞭望

## 美日韩“微信”风生水起

□飞鹏

就在中国的微信（一种基于移动终端的通讯工具）大红大紫时，美日韩也有类似软件风生水起。

## 美国WhatsApp

WhatsApp成立于2009年，是一家创建于硅谷早期阶段的美国科技公司，在2011年成功从北美重量级创投Sequoia手中募得800万美元。短短三年内，WhatsApp已在全球累积了近两亿用户。

区别于很多以广告作为盈利点的公司，WhatsApp鄙视广告。公司主要收入来源是售价0.99美元的付费iOS应用，而在Android智能手机用户中，使用WhatsApp通常可免费试用一年，往后需付年费（每年收

费0.99美元）。2013年第二天，WhatsApp在Twitter上宣布达到新的里程碑：日处理消息量突破70亿条大关。这距其于2012年8月23日突破40亿条关口仅四个月有余。目前而言，WhatsApp是短信的替代工具之一，尤其是在国际漫游时。

不久前，美国科技博客TechCrunch报道，Facebook试图收购WhatsApp。有人担心Facebook此举是否会像收购Instagram一样，效果不温不火。

数据显示，在谷歌Play应用商店中，WhatsApp下载量已突破1亿次。在超过100个国家的iOS应用排名中，WhatsApp都是排名第一的iOS付费应用。从数字表面上看，WhatsApp的確是弥补Facebook在即时通讯交流上短板的不错选择，但WhatsApp不是一个社交网络，所以相对于Facebook，WhatsApp用户

的黏性较低；其次，WhatsApp没有广告，这在产品的理念与Facebook有着本质区别。

## 韩国KaKaoTalk

2010年3月上线的KaKao出自一个创业团队，创始人背景雄厚。十多年前创立韩国最大游戏平台Hangame，后来担任韩国最大互联网集团NHN的CEO，KaKao则是他离职后推出的产品。KaKao目前总注册用户数6500万。每日信息发送数量是韩国三大运营商短信总数的三倍。在韩国智能手机55%的市场渗透率中，95%是KaKao的用户。KaKao的盈利模式主要包括电子商务、付费表情、PlusFriend广告和游戏平台。

KaKao产品最初的功能与大多数的通讯应用类似，但用户可以为应用设置不同的主题，为聊天室设置不同的背景。2010年12月，KaKao针对韩国地区用户推出“Gift服务”，用户可以在应用内购买咖啡或巧克力等小商品的优惠券发送给朋友，朋友凭借这些优惠券到线下实体商店兑换。虽然这些商品客单价不高，但对朋友之间增进感情提供了一个新渠道。

KaKao通常被称为“韩版的微信”，因功能与中国的微信相似而得名。2012年4月，腾讯和韩国的网游公司娱美德公司决定一起向KaKao投资920亿韩元，约5亿人民币，并给出了每股2万韩元的高价。当时，KaKao用户量约为4400万。腾讯占股13.8%，娱美德公司占股3.8%。

在过去几年里，由于缺乏盈利模式，所以造成千万元的亏损。直

到2011年开始实施企业广告“plus朋友”和销售网络表情符号以来，收益情况逐渐好转，2012年7月推出的“玩游戏”取得巨大成功，最终越过了盈亏临界线。

## 日本Line

Line是一个起步较晚的通讯应用，2011年6月才正式推向市场，目前全球注册用户超过7500万人。

Line的盈利点主要集中在两点：付费表情和游戏平台。

Line对用户吸引力最大的即“聊天表情贴图”。超过250种的表情贴图让用户在使用Line时多了一个有趣的心情传达工具。2012年7月，Line和Birzzle合作推出的新游戏LineBirzzle提供了一种有趣的玩法。当Line用户下载了该游戏，即可免费获得一套关于该游戏的表情贴图。

Line真正被国内大多数用户所熟知还要从周鸿祎说起。2012年12月中旬，奇虎360宣布与NHN合作，推出Line的简体中文版，中文名“连我”。国外通讯类应用进入中国市场，必须与中国企业合作才能规避政策风险，NHN早年在中国曾经有过入股与撤资的教训，这次当然不会再犯错。

周鸿祎为中国互联网界最富挑战精神的人，也是腾讯的最大敌人。手握4亿中国互联网用户的奇虎360或是NHN现阶段能找到的最好合作伙伴。周鸿祎曾表示，50个腾讯产品也比不过一个微信。雷军的米聊几乎已经证明微信在国内同类产品中难以撼动的地位。既然Line想要进入中国市场，周鸿祎凭借打力不失为一个制衡微信的策略。

## 中国平安人寿投资连结保险(团险)投资单位价格公告

本次评估日期:2013年1月17日

投资账户名称	买入价	卖出价	投资账户设立日
稳健投资账户	1.7967	1.7615	2001年3月31日
平衡投资账户	2.6726	2.6201	2001年3月31日
进取投资账户	3.5604	3.4905	2001年3月31日

下次评估日期为2013年1月24日

以上数据由中国平安人寿保险股份有限公司提供

## 中国平安人寿投资连结保险投资单位价格公告

投资账户名称	1月11日	1月14日	1月15日	1月16日	1月17日	投资账户设立时间
买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	


<