2018年3月22日 星期四 中国证券报
责编：郭宏 美编：苏振 电话：010-63070383 E-mail:zbs@zzb.com.cn

科大讯飞资本启示录

□本报记者 任明杰

创业之初借助联想和复星的风险投资起飞，却因不接受对赌协议而错失IDG投资；上市时差点去了纳斯达克，登陆A股后则凭借再融资优势迅速布局人工智能市场；融资节奏把握不畅，导致创业团队股权比例被大量稀释，引入中国移动得以解决股权结构难题……科大讯飞在资本市场的18年发展之路，给“四新经济”企业如何对接资本市场带来启示。

监管层鼓励和支持优质“四新经济”企业上市引发市场关注。对于“四新经济”企业而言，其资本之路远不止上市这么简单，从创立之初如何选择风投机构，如何把握融资节奏，到如何选择上市目的地，以及上市后如何利用资本市场加快发展，乃至如何解决创始人股权比例被大量稀释后的股权结构短板问题，这其中充满机会，又面临着各种挑战。



新华社图片

不接受对赌条款

3月初，科大讯飞发布的业绩快报显示，2017年，公司实现营业收入54.58亿元，同比增长64.36%；实现扣非后净利润3.61亿元，同比增长41.32%。这样的一份成绩单，总算回应了2017年中报发布后，因扣非后净利润同比下滑而引发的“增收不增利”的质疑。

实际上，这样的质疑从科大讯飞创业之初就有。“看起来很热闹，就是不挣钱。”IDG合伙人熊晓鸽在十几年前曾给科大讯飞下了这样的定论，并提出只有答应对赌才肯投资，而科大讯飞董事长刘庆峰选择了拒绝。

时间回到1999年，在中科大读博士的刘庆峰，带领18个同学创立了科大讯飞的前身，投身到当时席卷全国的大学生创业潮。那个时候的科大讯飞，不但不赚钱，连应该做什么都不知道。“我们知道语音技术很有前景，但怎么做产品，怎么打市场，我们都没有感觉，就是一帮学生在摸索。”当时作为创业团队一员、现在担任公司副总裁的江涛向中国证券报记者回忆起当时的情景。

在刘庆峰创业的第二年，也就是2000年，柳传志也准备二次创业了。这一年，联想“分家”，杨元庆和郭为各挑一摊，柳传志则决心创立一家中国本土的风投机构。

“在上个世纪90年代，中关村的发展一度徘徊不前，包括吴敬琏在内的很多经济学家都很着急。而我们作为一家中关村企业，对于创业型企业缺少什么，需要补充什么是很清楚的。”谈及初衷，柳传志告诉中国证券报记者，当年只能先通过贸易积累资金再寻求技术突破的经历，也让他深刻明白风投在创业公司早期发展中的重要性。

在这样的背景下，刘庆峰和柳传志坐到了一起，一聊就是两个多小时。刘庆峰清楚地记得，当时谈及对语音技术的发展前景，以及如何整合源头技术，自己给柳传志画了一张“在中文领域成为世界第一”的大饼。听完之后，柳传志问，“庆峰，你的最后目标是什么，企业做多大？”刘庆峰答，“超过联想。”

那时候，刘庆峰还不知道如何做一张漂亮的PPT，但有三个理由让柳传志决定“要投这家公司”。“一是看好语音产业的发展方向，二是他们的产品和技术在众多竞争对手中相对成熟，三是刘庆峰带领的创业团队的激情打动了我们。” 当时的项目组成员、现任君联资本（2012年由联想投资更名而来）总裁的陈浩告诉中国证券报记者。

最终，联想投资于2001年4月30日正式成立，两个月后，便从第一期3500万美元基金中拿出300万美元投给了科大讯飞，换回了11.43%的股份。而稍早的2000年11月30日，复星高科也拿出1677万元，通过老股转让换来21.5%的股份。联想投资进来后，复星高科持股比例被稀释至18.43%。

实际上，在柳传志之前，刘庆峰先遇到的是郭广昌。江涛回忆称，当时他跟着刘庆峰，揣着一台厚重的东芝笔记本电脑去上海见郭广昌，想用刚开发的软件 “畅言2000”演示使用语音实现在电脑上听音乐、上网、打开浏览器等功能。但还没开始，电脑突然自己开始不停说话，场面一度十分尴尬。

这次失败的演示让郭广昌一度放弃了投资科大讯飞，直到了解到柳传志决定投资后，郭广昌才回心转意。

但更多的风投则向科大讯飞摆手离去，其中就包括了IDG。“当年IDG的合伙人林栋梁也想投资科大讯飞。他也是安徽人，我说我去沟通。但他们认为‘看起来很热闹，就是不挣钱’，并提出了一些对赌要求，我坚决不同意。”刘庆峰说。

事后看，没有与IDG签对赌协议是明智的。2001年，联想投资进场，给科大讯飞的估值达到2.1亿元。不过，联想投资后来觉得“当初真是投得有点贵”，刘庆峰当时承诺的次年就能盈亏平衡直到三年后才实现。可以想象，如果刘庆峰与联想投资也有对赌协议，科大讯飞可能就不能发展成今天的科大讯飞了。

这样的经历，让创业之初的科大讯飞上了一堂风险教育课。即便到了今天，科大讯飞早已转换角色，并以投资人的身份投资了数十家创业公司，包括寒武纪、商汤科技、优必选这样的“独角兽”公司，刘庆峰对于投资条款中的对赌协议仍然排斥。

在与中国证券报记者聊起这个话题时，刘庆峰再次表示：“有些投资条款，创始人如果失败，连身家性命都没了还要赔钱。我问为什么要设这些条款，回答是别的投资人都这样。”

不过，某风投机构负责人告诉中国证券报记者，不能简单地说对赌协议就是对创业公司的一种不平等条款，像蒙牛与摩根士丹利通过对赌实现双赢的例子也不少。实际上，在投融资的过程中，一种是创业者希望拿到融资，并以尽可能高的估值拿到尽可能多的融资；另一边则是PE/VC在面对创业者的承诺和不确定的未来时，自然希望以对赌协议的方式尽可能地保护自己的利益。

选择适合的资本市场

北京时间3月15日，作为今年“3·15诚信企业纳斯达克联展”中国企业中唯一的人工智能领域代表，科大讯飞旗下的“讯飞开放平台” 身影出现在纽约时代广场的著名地标——纳斯达克广告大屏上。

纳斯达克，对于科大讯飞而言早就熟悉。

在引入复星高科和联想投资后，上市自然成了科大讯飞的目标之一。不过，那时候，科大讯飞离上市还相差甚远。

江涛告诉中国证券报记者，“从1999年到2004年，公司一直处于痛苦的摸索期。我们知道语音合成和语音交互的技术很好，但到底能用来做什么？我们当时做了很多产品，进行了很多尝试，但大多数以失败而告终。”

最典型的莫过于“畅言2000”。电脑刚刚飞入寻常百姓家时，很多用户根本不会操作，科大讯飞就是看准了这个“痛点”，推出了“畅言2000”，希望借助语音方便电脑操作，还打出了“会说话就会用电脑”的广告。高端版本卖1400多元，低端版本卖900多元，但最终以亏本告终。

科大讯飞内部复盘时认为，“畅言2000”之所以失败，一是当时的语音技术还不成熟，二是键盘和鼠标已经足够实现对电脑的操作，三是宽带网络体系不完善。“对于源头技术创新的公司，开发产品前一定要问三个问题：自己的技术是否成熟？能否帮用户解决实际问题？外围条件是否具备？”江涛表示。

联想投资进来后，派出了陈浩、王建庆、杨琳三人组成的项目小组，从人力、财务、市场等各个方面帮科大讯飞进行能力建设。当时，联想投资几乎每个月都到合肥参加科大讯飞的月度经营会，2001年科大讯飞举行第一次全国巡回发布会的时候，王建庆甚至连怎么拉横幅都手把手地教。

对于联想投资而言，最重要的还是要帮助科大讯飞找到正确的发展战略，尽快走出摸索期。“现在科大讯飞的战略选择路径是非常宽的，但当年能力还不够的时候，路径的选择是非常重要的，我记得当年科大讯飞甚至还面临过一次从事房地产的机会，这些都是诱惑和干扰。”陈浩告诉中国证券报记者。

之后，科大讯飞开始改变发展战略，不再自己开发产品，转而向联想、华为、中兴等客户提供语音核心技术模块，将自身技术应用于PC、呼叫中心、智能网等领域，并在2002年、2003年陆续推出了一系列面向电信级、桌面级、嵌入式芯片级的解决方案，终于找到了适合自己的发展模式，并取得了初步成功。

科大讯飞在2004年实现扭亏平衡，并从2005年起进入业绩快速提升期，上市被提上议程。

登陆纳斯达克当时成为国内众多科技公司的共同目标。在上世纪末本世纪初，新浪、网易、搜狐三大门户先后在纳斯达克上市，开启了第一波国内科技公司赴美上市潮。2003年至2009年，盛大、巨人、完美时空、搜狐畅游等游戏公司掀起国内科技公司第二波赴美上市潮。在此背景下，不少高管建议科大讯飞选择登陆纳斯达克。

听到这个消息后，时任联想投资总裁朱立南连夜坐火车赶到合肥与刘庆峰沟通，劝说科大讯飞选择在A股上市。朱立南认为，追求高风险、高增长的纳斯达克并不适合科大讯飞，科大讯飞与类似百度等互联网公司或盛大那样的游戏公司不同，销售软件以及集成服务带来的业绩增长要平稳得多。

同时，某大型投行负责人告诉中国证券报记者，在上市目的地的选择上，也要考虑资本市场与销售市场互动的重要性，“登陆资本市场可以加深客户对公司的认知，销售市场上的口碑反过来又会对公司在资本市场上的发展形成正面影响，这是一个互相影响的过程。所以，我认为，上市目的地最好和目标客户在一起。”

多方考虑之下，科大讯飞选择了A股上市，并于2008年5月12日登陆中小板。当日，科大讯飞以28.21元/股的价格开盘，较发行价上涨122.83%，并最终以30.31元/股的价格收盘。而通过登陆A股，科大讯飞不但让上海广信和联想投资在退出时获得丰厚回报，也让自己在业绩和市值方面获得了长足发展。

从目前情况看，巨人网络、分众传媒、360等中概股纷纷回归A股市场，监管层则鼓励和支持优质“独角兽”公司在A股上市。科大讯飞的资本市场发展之路值得众多“独角兽”借鉴。

破解股权结构难题

2012年4月的一天，刘庆峰带领的管理团队在会议室焦急等待。当时，科大讯飞的重量级客户中国移动要在合肥召开量化薪酬会议。得知该消息后，科大讯飞向中国移动争取了半小时时间展示自己的技术。这次展示为科大讯飞与中国移动的业务合作带来进展，同时也解决了一个困扰自己的问题。

回想1999年，刘庆峰带领18个同学创立“硅谷天音”，注册资金只有300万元。当年年底，这300万元就快花完了。弹尽粮绝时，一笔3060万元的融资解了燃眉之急。

1999年12月30日，安徽省的三家国有或国有控股公司，安徽信托、美菱集团和合肥永信，各拿出1020万元，与硅谷天音的老股东一起成立了科大讯飞的前身讯飞有限。有了这3060万元，刘庆峰开始着手与中科大、中科院、社科院、清华的语音研究机构成立联合实验室，将语音的源头资源整合起来。

不过，这3060万元拿走了过半股份，核心管理团队的持股比例被大幅稀释。

刘庆峰说，“当时三家占了科大讯飞51%的股权，每家17%。所以要提醒创业者，当年不应该要3060万元，1000万元甚至500万元就够了。这种股权架构其实成为讯飞发展过程中的一个短板。”

核心管理团队持股比例过低对于公司治理结构的影响深远。在2005年以前担任科大讯飞董事期间，陈浩的一个重要任务就是提升管理层的持股比例。特别是2004年科大讯飞经营开始出现起色后，陈浩劝说管理团队通过股权质押，从银行和信托融资收购老股。

经过一系列股权转让，上市前的2004年到2007年，科大讯飞实际控制人（刘庆峰等14名自然人股东）的持股比例从19.24%提升至24.3%。同时，得到第一大股东上海广信及第二大股东联想投资的支持，科大讯飞的股权结构得以稳定。

上市之后，到了2011年5月，随着三年禁售期满，作为财务投资者的上海广信和联想投资面临退出，科大讯飞核心管理团队持股比例过低的问题再次暴露出来：一方面，一旦“野蛮人”敲门，科大讯飞的控制权乃至发展将受到影响；另一方面，发行股份进行并购也将受到掣肘。

中国移动适时而来。“2012年4月的那次汇报，中国移动总裁李跃、副总裁沙跃家及几个部门负责人都出席了。原计划的半个小时汇报，实际进行了近一个半小时。除了技术方面的问题，李跃还问了很多我们事先没有准备的问题，特别是股权架构和股东分布情况。”江涛说。

临别时李跃意犹未尽，并表示“我们还会再谈的”。两个月后，中国移动分管投资的副总裁李正茂找到科大讯飞，沟通战略投资事宜，双方一拍即合。中国移动随后召开董事会，通过了战略投资科大讯飞的方案。

根据公告，中国移动13.6亿元认购科大讯飞7027万股，获得15%股权，成为单一最大股东。同时，实际控制人刘庆峰、陈涛、吴晓如、胡郁4人认购2010万股，以刘庆峰为首的实际控制人的持股比例从16.64%提升至17.72%。在这个过程中，上海广信和君联资本退出。

“中国移动看中了智能语音和人工智能发展的方向，以及与我们在业务协同；同时，我们是一家上市公司，有公开的市场价格便于估值。”江涛表示。

股权格局稳固之后，从2013年起，科大讯飞通过再融资着手推进外延式并购，先后出资4.8亿元收购启明科技100%股权、2.16亿元收购上海瑞元100%股权、1500万元收购启明玩具60%股权、3720万元收购安徽信投18.6%股权、4.95亿元收购乐知行100%股权、1.01亿元收购讯飞皆成23.2%股权。

通过外延式并购进行产业整合，科大讯飞的 “平台+赛道”战略得到进一步充实，并在教育、医疗、司法、汽车电子等领域进行了广泛布局。刘庆峰透露，近年来，科大讯飞加快布局To B端，同时在To C端取得突破，推出了翻译机、阿尔法蛋等系列产品。通过资本市场的成长，科大讯飞终于实现了从输出技术到输出产品的回归。

