

「獨角獸是基金炮製的寵物」

內地學者：靠包裝推高估值 恐危及資本市場



復旦大學劉明宇直言，中國市場上並沒有一間真正意義上的獨角獸公司。

2018年中國投資圈「爆款」當屬「獨角獸」無疑，據說內地獨角獸企業數量已躍居世界第二。惟令人費解的是，「神獸」身價雖在一級市場估值迭創新高，及至上市後登陸二級市場，卻迅速跌落神壇，連連破發。由此，獨角獸熱開始觸發越來越多的「冷思考」。有學者直言，若嚴格以年複合增長率作為衡量標準，中國其實並無任何一間企業符合獨角獸定義，當下滿地跑的獨角獸中，不少是基金與投資機構共同炮製的寵物，若將獨角獸的身份作為快速上市的「敲門磚」，於資本市場十分危險。

■文/圖：香港文匯報記者 章蕙蘭 上海報道



小米是本港首隻同股不同權股票，上市首日失守招股價。資料圖片

數目全球次多 僅次美國

目前中國內地究竟有多少獨角獸公司？數據可謂五花八門：胡潤研究院發佈的《2018第一季度胡潤大中華區獨角獸指數》稱，截至2018年3月31日，未在境內外上市、有獲得外部融資且估值超10億美元的獨角獸企業有151家；而科技部火炬中心和長城戰略諮詢發佈的《2017中國獨角獸企業發展報告》稱，至去年末中國的獨角獸企業達到164家；美國著名創投研究機構CBInsights去年也曾發佈《全球獨角獸榜單》，中國企業佔到55席。

普華永道上月發佈的最新報告稱，中國獨角獸企業的數量已位居世界第二，僅次於美國。

獨角獸概念最早由美國著名投資人Aileen Lee在2013年提出。Lee將範圍限定於創業10年以內、估值超過10億美元、且暫未上市的創業公司。最終，他從6萬多家初創公司中，挑選出39家出類拔萃者，定義其為「獨角獸」。

真正獨角獸 千中無一

復旦大學管理學院產業經濟學系副教授劉明宇長期關注新經濟，他接受香港文匯報專訪時算了這樣一筆「賬」，「按照Lee的『錄用』比例，在所有初創公司中，獨角獸約佔千分之0.65，意味着1,000家企業中，尚且挑不出一家。」

「獨角獸之所以如此稀有，是因為絕大多數初創公司，很難獲得持續性的快速增長，早期的高成長率已經不易，持續性更是難上加難，他援引CBInsights的計算方法，初創公司成長為估值10億美元的獨角獸，平均約耗時六年，且至少需要9,500萬美元融資助力，照此得出的年複合增長率應高達48%。」

螞蟻金服增長率僅39%

公開數據顯示，目前中國獨角獸企業中估值最高的是螞蟻金服，巴克萊銀行認為其估值達到了1,500億美元。

螞蟻金服2017年的營業收入是89億美元，據巴克萊預測，至2021年，其營業收入將達335億美元。即便如此，螞蟻金服在這四年間的複合增長率也僅為39%。「可見如果嚴格按照高增長、可持續的標準，中國市場上並沒有一間真正意義上的獨角獸公司，」劉明宇說。

「獨角獸應當是稀有祥瑞，如果遍地跑，那不就成寵物了嗎？」劉明宇續說，其實中國不少獨角獸，根本就是基金和投資機構共同炮製的「寵物」，「投資總盤子裡回報不高，但大家總要有投資績效裝點，所以各自推出明星企業，將之包裝成獨角獸，冒牌獨角獸們經過二級市場洗刷，卸了妝現了形，原來就是些化了妝的寵物。」

高估值純為募資造勢

「寵物」速成法，即是爆炒估值，內地獨角獸企業的高估值，早前已有諸多業內人士直斥荒謬離譜。對此，劉明宇認為，內地有些獨角獸企業的所謂估值，確實不是投資界根據科學模型計算所得，而是企業、投資者、關聯方既當裁判員又當運動員的口頭估值，純粹是為了募資造勢，採用粗糙方法，簡單類比，致估值越估越高。

「其實是估值怎麼可能只漲不跌？高科技行業的特點應是高成長、高風險，在真實的市場環境中，一間企業上半年的估值可以躡身獨角獸，下半年則很可能因宏觀環境、或自身經營問題，致估值大幅下調，被剔除出獨角獸名單。」

在港上市新經濟股表現

股份	超購倍數	凍資額	發行價	上周五收市價	變幅
閱文(0772)	625	5,200億元	55元	75.45元	+37%
小米(1810)	8.5	約230億元	17元	21.45元	+26%
雷蛇(1337)	290	1,240億元	3.88元	1.79元	-54%
平安好醫生(1833)	653	3,768億元	54.8元	49.35元	-10%
眾安(6060)	392	2,000億元	59.7元	43.95元	-26%
易鑫(2858)	560	3,800億元	7.7元	3.25元	-58%

小米上市至今股價走勢



雷蛇潛水54%



易鑫潛水58%



眾安潛水26%



新經濟股上市 難逃潛水厄運

港股市場上，近期雷蛇、眾安保險、易鑫集團、閱文集團、平安好醫生等一眾新經濟、獨角獸個股紛紛破發，獨角獸標杆小米公司，上市前估值不但被大幅調低，首日同樣難逃破發厄運。相形之下，A股獨角獸表現較港股稍佳，但遠未達到市場預期。

藥明康德高位挫四成

A股市場向來稀缺優質標的，首隻獨角獸藥明康德登陸之初，股壇歡呼雀躍。藥明康德5月8日上市，發行價為21.6元（人民幣，下同），至5月29日已連漲出

16個漲停板，稍有反覆後，6月4日又高見138.87元，但之後即跌跌不休，6月28日最低下探至86.11元，股價如坐過山車，從最高位插水近四成。至7月12日收市，雖然又回到102.67元，但樂於追高的投資者很可能依然尚未解套。

6月8日獨角獸工業富聯上市時，發行價13.77元，首日無懸念漲停。彼時市場還十分樂觀，甚至有統計稱，按今年以來A股上市新股平均約有7個一字漲停板計算，若工業富聯亦錄得7個一字漲停，其市值將逾6,900億元，超過中國人壽；若再將市場對獨角獸的強烈追捧納

入考慮，達到11個一字漲停，其市值將突破萬億元，超過貴州茅台。

不過工業富聯在3個漲停板後，即迅速開板，股價從26.36元高位暴跌，最低曾見16.54元，跌近四成，7月12日報17.96元。A股其他獨角獸們似乎也同樣不怎麼抗跌。

緊隨其後的寧德時代發行價25.14元，最終止步於8個漲停板。相對來說，寧德時代在A股3隻獨角獸中為最穩定，開板次日下探至63.49元後震盪盤整，少有大起大落，近期重拾升勢，7月12日報84.77元。

小心變成「毒角獸」

中國證監會為獨角獸企業IPO開闢綠色通道，不過，復旦大學管理學院產業經濟學系副教授劉明宇對此直言，若將獨角獸的身份作為快速上市的「敲門磚」，對資本市場而言將是危險的。

估值波動大 散戶易觸礁

「單單為獨角獸企業IPO開綠燈，暫且不談這是否利於市場公平競爭。關鍵在於是否被判定為獨角獸，並不是由政府來認定，而應取決於市場真實估值。」劉明宇認為，其實政府未必有識別獨角獸的能力，新經濟企業通常估值波動很大，這些企業可能一段時間是獨角獸，一段時間又不是，而且誰又能保證，所謂估值並不是關聯方為了上市而聯手推高？若這樣的假獨角獸也混跡於資本市場，被識破後豈不是要將市場砸得一塌糊塗？」

他續稱，因新經濟特性使然，對於還處於成長早期的獨角獸企業，未來存在高度不確定性，投資這些企業本身就伴隨高風險，它們可能只適合機構投資者，而不是散戶，「將這些高風險的企業，投入主板市場是否合適？」他補充，即便是伴隨高成長屬性，

亦不代表它值得投資，若估值太高，投資當然是不划算的。

據相關報道，早在2016年，美國Shares Post就曾發佈報告預言，美國將有三分之一科技獨角獸會跌落神壇。Shares Post的創始人和首席執行官Greg Brogger認為，哪怕獨角獸公司的估值繼續上升，也並不意味著都走對了路。2017年，包括Buzz Feed、Vice Media和Credit Karma等在內的獨角獸公司，都未能達到收入目標。甚至還有多個財務模型預測結果顯示，多達80%的獨角獸公司或將在兩年內失敗。據稱，在美國，許多由風投支持的公司正走向倒閉，裁員越來越頻繁。

多層級資本市場助減風險

以美國為鑑，劉明宇強調，一些風頭正勁的中國獨角獸企業，也非常有可能只是曇花一現。他建議，若要支持獨角獸企業上市，那麼中國一定要加速建構多層級資本市場，可令處於不同發展階段的新經濟企業，對號入座主板、中小板、創業板、新三板、股權交易市場等，這樣才可最大程度平抑市場風險。

創投：反對獨角獸回歸



東方富海投資管理股份公司董事長陳琿璋，創投行業很亂，律師、會計師很多人都辭職做合夥人。

風投在獨角獸企業成長過程中不可或缺，但據業內人士所言，如今內地創投環境非常艱難，因為整個行業都「很亂」。在創投行業摸爬滾打超過十九年的深圳市東方富海投資管理股份公司董事長陳琿璋，就在復旦大學管理學院2018創投峰會上痛陳，當下之創投環境堪稱十九年來最難，

投資很貴，比房價還貴，所有投資一輪高過一輪。

估值比以前貴

據悉，隨著項目在二級市場估值的不斷下降，一級市場的估值甚至要比二級市場貴，出現一二級市場估值倒掛現象。陳琿璋直言，「如今好項目的確比以前多了，但是(估值)也比以前貴了，因為市場上太多錢，我們投資項目15倍、20倍市盈率，原來還可以賺市盈率錢，但現在二級市場估值下跌了很多，賺不了市盈率，只好押寶於(項目)成長性，所以鬆鬆平常的項目都不能投。(內地的項目投資變成了後端項目大家投資越來越多，早期項目投資越來越少。」

「所有投資只能一輪比一輪高，天使等着A輪，A等A+，A+等B，等F等IPO，一輪比一輪高，可以給LP(不參與管理的有限合夥人)有交代。」陳琿璋說。

行業混亂 人人爭做合夥人

「創投行業很亂，律師、會計師很多人都辭職做GP(普通合夥人)，誰都想當GP，中國有11萬億元基金，卻有2.2萬個GP，美國基金規模有20萬億美元，卻只有4,000個GP，美國PE(私募股權)投資界錢多、人少、年齡大，中國則是錢多、人多、年紀輕。」陳琿璋說，還有就是中國LP的GP化，「我給你投資可以，但是我不能當投委會，IC委員，這個項目能不能讓我也看一眼，將LP和GP混為一談，GP亂、LP也亂。」

「有的時候吃飯一桌子十個人，大家一交換名片，9個做投資，還有1個也想幹投資，我們這個行業站不下人了，腳都不能落地，太多人搞金融，誰能賺錢？」他還提到，流動性對中國資本市場很重要，中證監最應該維護的是流動性，考慮到眼下A股交易量較高峰時已跌到非常可怕，因此他堅決反對所謂獨角獸回歸，「他們長成恐龍了，不缺錢了，我們就這一點點水，他們又來弄走，我是堅決反對。」