

獨角獸變毒角獸 初創恐爆倒閉潮

福禍相倚 to B端實力派新星上位可期

獨角獸話題曾熱爆內地，惟2020年新冠肺炎疫情來襲，國際市場上，衛星互聯網公司、知名獨角獸OneWeb跌落神壇，正在崩盤中的WeWork更已開啟「毒角獸」模式，投資界大鱷軟銀被嚴重拖累，業績錄得巨虧。加之瑞幸咖啡財務造假引發信任危機，據稱內地獨角獸倒閉潮亦很可能一觸即發。但塞翁失馬，福禍相倚，行業經歷一番洗牌後正在醞釀巨大商機。眼下諸多掙扎求存的企業積極謀求轉型，旨在解決企業效率問題的定製服務為市場急需，在to C端已為巨頭壟斷、且靠「燒錢」無以為繼的背景下，針對企業服務的to B領域或誕生實力獨角獸。

香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

內地最快速增長的企業之一，去年曾登胡潤潛力獨角獸榜單的安徽社區生鮮電商平台「呆蘿葡」，成為首個栽倒在疫情中的中國獨角獸企業。據合肥市中級人民法院3月發布破產公告，呆蘿葡運營主體已依法進入破產重組程序。

公開資料顯示，「呆蘿葡」於2018年獲得了千萬級美元天使輪融資後，又在2019年拿下了高瓴資本、晨興資本領投的6.34億元的A輪融資，一度風光無限，巔峰時期已布局多達1,000家門店，卻很快因瘋狂燒錢、過度擴張陷入經營困境。而今年年初以來的各種不確定性，終成最後一根稻草，致其資金鏈完全斷裂。

曾以70億元估值入選胡潤全球獨角獸企業榜單的江蘇二手車平台「車置寶」，據稱今年3月中因「買車提不到車，賣車拿不到錢」，公司南京總部聚集了從全國各地趕來討要欠款的賣車人、買車人、二手車車商，公司卻人去樓空。

2018年車置寶宣布完成8億元人民幣D輪融資，投資方包括PAG、毅達資本、戈壁創投等。據公開數據統計，車置寶累計融資超過20億元，但目前公司已被法院列為失信被執行企業。有分析稱，近年來所有主流VC都有涉足二手車平台投資，但效果一般，加上疫情對二手車業務的衝擊，亦令車置寶雪上加霜。除車置寶外，另幾家二手車電商獨角獸優信、瓜子等，亦頻頻傳出降薪裁員。

初創企業運營壓力驟增

恒大研究院在最新發布的《中國獨角獸報告：2020》中亦擔憂，海外疫情衝擊加劇國內經濟下行壓力，訂單需求下滑、部分原材料面臨斷供風險，尤其在未來1-2年資本市場投資行為縮減的情況下，將令內地初創企業運營壓力驟增。

在業內人士看來，後疫情時代「偽獨角獸」現出原形早在意料之中。投資及服務過多家獨角獸企業的量化硅谷控股董事長樓軍龍接受香港文匯報專訪時直言，「後疫情時代」獨角獸倒閉潮是必然，當前定義獨角獸多以10億美元估值為標準，前幾年泡沫顯著時各類資金聯手炒高估值，有些獨角獸實際上只是偽獨角獸，「現在獨角獸們的價值都將回歸本源，光憑『燒錢』、講故事已經行不通了，只靠『燒錢』很難存活，後續也很難找到錢。」

為降風險 投資圈料收縮

在樓軍龍看來，瑞幸咖啡就是典型的例子，講故事無法自圓其說，最終仍需有真實的財務數據支撐，正是因為返璞歸真，投資圈的「二八原則」愈發分明，好的企業不差錢，差的企業融不到錢。他透露，在當前經濟環境下，他們自己做價值投資也比較謹慎，因為失敗率會比以前大大提高，新冠肺炎疫情雖在中國得到控制，但全球情況仍不樂觀，產業鏈上還有各種問題，從投資角度而言會有很大不確定性，故在沒有好標的情況下，自然傾向於現金為王。不過，他同時強調，「後疫情時代」出手謹慎，也不是完全按兵不動，只是投得少、投得精，若現金流、營運能力、市場佔有率、商業模式俱佳的好企業永遠不嫌貴，大家也都樂於投資。另外，現時投資方亦特別注重資源整合，投後與被投企業深入合作，例

中國創新企業面臨三大挑戰

◆ 新冠肺炎疫情疊加經濟下行、金融危機，此次危機影響或遠超2003年非典和2015年寨卡時期，預計2020年全球風投市場投資可能大幅收縮，直到2021年才能有所好轉；

◆ 初創企業運營可持續性和盈利壓力增大，海外疫情衝擊加劇國內經濟下行壓力，訂單需求下滑、部分原材料面臨斷供風險，尤其在未來1-2年資本市場投資行為縮減的情況下，初創企業運營壓力驟增；

◆ 美股市場盈利惡化、估值大跌，獨角獸企業海外上市渠道受影響，受瑞幸咖啡財務造假事件影響，中概股和欲往美股上市的內地初創企業還將面臨投資者信任問題。

資料來源：恒大研究院《中國獨角獸報告：2020》

整理 記者 章蘿蘭



量化硅谷控股董事長 樓軍龍

疫情過後，企業最大的難題就是如何生存、提升效率和轉型，很多企業會考慮自線下轉到線上，故此迸發出龐大需求。「後疫情時代」B端蘊含着巨大商機，可能催生不少獨角獸。



同濟大學經濟與管理學院教授 張玉臣

目前，互聯網正在由消費型向生產型升級，伴隨更加巨量數據的衍生和處理，人類社會即將進入智能時代，可以預期智能時代真正的獨角獸企業一定會更多。



貝恩公司全球合夥人、大中華區 私募股權和兼併收購業務主席 周浩

疫情之下中國私募股權行業可能會經歷洗牌，以前私募融資太容易了，致使新基金層出不窮，以後頭部效應會漸漸明顯，以此為契機，中國的私募股權市場也會趨於成熟。



後疫情時代 to B端需求勢井噴

與美國等發達國家to B投資在VC/PE投資中佔到半壁江山不同，前些年內地投資圈還是更傾向於在to C端（面向個人）尋找機會，不過自去年以來，內地風投機構對B端（面向機構）的佈局開始漸入佳境。恒大研究院最新統計，2019年幾大互聯網巨頭均加強對包括大數據、雲計算等在內的企業服務行業投資力度，阿里巴巴、百度、京東投資上述領域數量，分別佔各自投資總項目的14%、17.7%和14.2%。

專注於企業服務的B端主要是為了解決客戶企業的效率問題，例如幫助客戶

構建雲端系統等。量化硅谷控股董事長樓軍龍認為，「後疫情時代」B端蘊含着巨大商機，可能催生不少獨角獸。

三巨頭割據to C端

「疫情過後，企業最大的難題就是如何生存、提升效率和轉型，很多企業會考慮自線下轉到線上，故此迸發出龐大需求。」樓軍龍說，企業需要在市場上尋求助其轉型的to B端服務，料未來to B領域一定會冒出一大批獨角獸，這些獨角獸的估值不會低於to C領域。

在樓軍龍看來，內地to C端競爭已

非常激烈，基本能想到的商業模式都被BAT、京東、拼多多等巨頭壟斷，且平均獲客成本很高，例如某兒童教育機構人均課程收費才逾1萬元，獲客成本就要近1萬元，在to C端競爭燒錢幾乎成了慣性，且現在市場近於飽和，新公司很難分一杯羹；反觀to B領域尚未出現壟斷，且都是「非標」服務，畢竟被服務企業需求各異，最重要的是投入不大，不需要燒錢，因為to B領域需要的是服務專業化，燒錢根本不會奏效。

軟銀日前發布2019財年業績預測，料

運營虧損1.35萬億日圓，淨虧損7,500億日圓，這將是公司自1994年上市以來的最大虧損，也是近15年來首次年度淨虧損。軟銀投入超過100億美元的獨角獸WeWork去年IPO計劃失敗，在私募市場估值大跌；今年3月，其投資的衛星互聯網公司、同樣是知名獨角獸的OneWeb，申請破產保護。

樓軍龍認為，軟銀偏好壓注於幾間公司的策略本身就有問題，但投資界總是「長後浪推前浪」，沒有公司會是常青樹，就算軟銀倒下去，也一定有後起之秀。

微觀點 同濟大學經濟與管理學院教授張玉臣在接受香港文匯報採訪時指出，市場或商業實踐中存在的非理性力量，將「共享單車」、「瑞幸咖啡」等按照商業邏輯並不具有競爭優勢的公司，培育成了獨角獸，這種非理性力量中最高為突出的就是瘋狂的資本，資本是逐利的，也是敢於冒險的。

「一個創業企業從早期的天使輪、種子輪，到後期的成長期投資、橋式投資，其間經過了多輪次的投資接力，每一次接力都會推升創業企業估值，直到後邊的投資者到二級市場兌現收益。」張玉臣說，但是對普通大眾而言，真正領悟其商業模式、審視其商業邏輯難度頗高，非專業人士很難具備鑒別其真偽的能力。

有人欺騙公眾和社會

「在這樣一個漫長的投資、溢價估值鏈條中，有些主體可能是由於無知，比如對創業企業實際價值沒有認知和判斷能力，也不排除有些主體本來就無恥，即基於公眾的信息有限和無知，人為地欺騙公眾和社會，」在他看來，多元參與者造成「眾人拾柴火焰高」效應，使本來並不出色的企業被培育成「獨角獸」公司。不過，張玉臣亦相信，互聯網時代的邏輯支持獨角獸產生和發展，目前，互聯網正在由消費型向生產型升級，伴隨更加巨量數據的衍生和處理，人類社會即將進入智能時代，可以預期智能時代真正的獨角獸企業一定會更多，而且會與時代一併升級。

記者 章蘿蘭

私募股權成交額首季削逾半

私募股權投資向來是獨角獸企業最重要的資金來源之一，據貝恩公司最新發布的《2020年中國私募股權市場報告》，經濟疲軟疊加新冠疫情，一季度交易金額和數量較2019年同期分別下降了55%和7%，料市場萎縮帶來的影響將延續至第二季度，今年上半年交易數量、金額同比將大幅下降；下半年市場料迎來反彈，預計2020年全年交易數量較已處於低位的2019年會下降約1%-5%，交易金額下降約15%-25%。

「儘管中國市場遭受不利影響，但從當前趨勢來看，各行各業相繼恢復，經濟活動嚴重下滑不會持續太久，」貝恩全球合夥人周浩建議，投資者仍應持續

專注於如何在疫情之後成功破局。周浩接受香港文匯報專訪時透露，因為疫情之故，目前很多交易處於停滯狀態，有些公司的估值可能還需要重估，但畢竟未來幾個月，市場還有很大不確定性，重估標準尚無法確定，所以其中的一些交易已經被取消；從另外一方面來看，對買家而言疫情之下仍有很多機會，例如有些公司迫切需要融資，並有新興商業模式湧現等等，根據歷史經驗，往往在危機出現時，投資回報才是最高的。

中國私募行業將大洗牌

「中國私募股權市場有其獨特性，所以以疫情的最終影響很難確切估計，好在

過去幾年互聯網、技術領域的交易較多，而這些行業其實受到疫情衝擊並不大，」周浩說。但他亦坦言，內地私募股權投資方式較單一，可能會在一定程度上增加風險。過去幾年，很多私募都投向成長型企業，現時受到宏觀環境影響，一些成長型被投企業受到不小衝擊；反觀國外，私募股權投資方向百花齊放，併購型(buyout)更為主流，交易的着眼點也十分多元，例如會看重整後的盈利、增長機會，並不僅僅關注標的公司的成長性。

周浩預計，疫情之下中國私募股權行業可能會經歷洗牌，以前私募融資太容易了，致使新基金層出不窮，以後頭部

效應會漸漸明顯，以此為契機，中國的私募股權市場也會趨於成熟。

「其實國外成熟的私募股權市場也是如此，只有大型、有成功交易記錄的私募才更可能融到錢，通常他們的資金池都很大，由於無論投向大、小公司，整個交易所花費的時間、精力相差無幾，所以這些私募股權基金一般會傾向於將大型標的作為投資對象，而不太願意去投資小型企業，未來可能隨著私募頭部效應顯現，內地市場上私募基金的投資標的也會越來越大。」

在周浩看來，好的獨角獸公司仍有很大的可能性拿到投資，如果其商業模式已被證明可以成功，且未來還有很多潛在機會，投資人還是願意出錢資助其在後疫情時期挺過難關。