



# 江苏创业投资

JIANGSU VENTURE CAPITAL

2019 年第 9 期（总第 188 期）

江苏省创业投资协会 主办

2019 年 9 月 25 日

## 产业公司

- 文旅市场成“香饽饽” 项目方和投资方如何“两相宜”？ 3
- 解密蚂蚁金服投资逻辑：一切围绕“生态”布局 ..... 5
- LPL 八周年： 电竞产业亟待“破圈” ..... 11

## 创业投资

- 专访原中投私募投资业务掌门人王欧：人民币并购基金时代渐近，GP 并购操盘能力迎考..... 14
- 从企业家到创投家：元禾璞华陈大同的 40 年“芯”路... 17
- 对话辰德资本谈庆：专业化趋势下聚焦医疗健康投资，产业化思维搭建“榕树林” ..... 21

## 资管周刊

- 35 亿私募票据基金现兑付困难 供应链融资模式的痛点在哪里？ ..... 25
- 资管市场大门打开：外资渴望试水理财子公司 ..... 28

## 汽车

争议新能源汽车技术路线：氢燃料汽车不会取代纯电动. 31

## 聚焦

可转债融资打通多层次资本市场 推动融资结构与效率再优化..... 34

可转债井喷发行规模超 1600 亿 公私募机构积极布局转债产品线..... 37

## 新健康

互联网医疗接入医保 能否解局盈利模式之困? ..... 40

## 科技前沿

旷视科技的“无限游戏” ..... 43

## 中国观察

直播带货圈“南北派”江湖：职业主播 PK “老铁经济” . 50

## 地产

房企态度分化 长租公寓需升级换挡 ..... 55

文旅文化产业稳步推进 融创上半年业绩全面提升 ..... 58

## 生物科技

想活 120 岁? 干细胞技术可帮你圆梦 ..... 60

## 文旅市场成“香饽饽” 项目方和投资方如何“两相宜”？

据悉，这次对接会共征集到 462 个文旅项目，项目规模超过 1 亿元及以上的项目有 275 个，10 亿及以上的项目有 122 个，超过百亿元的项目有 23 个。

“国家提出的建设粤港澳大湾区战略给广东带来了难得的历史发展机遇，尤其是对文旅产业而言，最大的优势是带来巨大的消费市场，而消费市场的形成是投资最大的红利。”8 月 31 日，中国旅游研究院院长戴斌接受 21 世纪经济报道记者采访时表示，除了政府在公共领域的投资以外，也要发挥市场主体作用，让文旅产业有更多投资主体。

长期以来，由于贷款期限长、资金需求规模大等原因，导致文旅产业面临着传统信贷不足，资本市场支持不足等投融资方面的问题。随着国内文化旅游产业市场的总量不断的扩大，一些新兴的旅游产品比如夜间游、定制游的出现，也激发了市场新的需求。去年，国务院组建了文化和旅游部，文旅产业再次迎来新的发展机会，各个渠道的资本争相涌入，从传统企业、互联网公司到金融机构等，都在大步迈进文旅投资市场。

8 月 31 日，广东文化和旅游产业投融资对接会在广州举行，这次投融资对接会就是为了给项目方和投资方搭建一个对接平台。据悉，这次对接会共征集到 462 个文旅项目，项目规模超过 1 亿元及以上的项目有 275 个，10 亿及以上的项目有 122 个，超过百亿元的项目有 23 个。

### 文旅项目难找好“婆家”

在谈到当下文旅消费的新趋势时，戴斌认为：“游客对旅游的需求已经从简单地观赏自然风光，升级到对完善商业环境和高品质生活方式的追求。”他表示，现在越来越多年轻人追求的是融入当地生活方式，所以国家提出了都市休闲、景观之上都是生活的概念，希望能打造一个主客共享的美好生活品质。

旅游观念的差异也激发了区别于传统旅游形式的文旅项目的诞生，从全国范围来看，居民消费升级进一步带来了文旅产业的蓬勃发展。根据相关数据，文旅产业的消费需求规模从 2013 年的 1.4 万亿元增长到 2018 年的 1.7 万亿，年复合增长率达到了 17.14%。

尽管国务院已经发布了《进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》等促进文化旅游产业消费的政策和措施,人们都在期盼当地旅游业的发展能够带来新的就业机会和致富商机,但新的问题却出现了。

随着越来越多文旅项目等待被开发,资金的来源却成了一个关键问题。传统的融资方式使一些体量不大、开发周期长的文旅项目在投资方面失去优势。一直从事旅游景区经营管理的乳源县云门山旅游景区开发有限公司董事、总经理文岳雄告诉 21 世纪经济报道记者,旅游景区运营常常面临着融资难题。“由于旅游景区运营投资回报率长,而且很多景区的产权问题很难明确,一般金融机构考虑到资产质押的问题时往往会放弃投资。”

东莞信托董事长黄晓雯向记者表示,从投资周期来看,文旅板块的投资至少为 5 年时间,甚至有些项目真正完成盈亏平衡要 7-10 年,资本方很难等待这么长的时间。而另一方面,虽然文旅产业需求旺盛,但是却存在着传统融资支持不足的问题。文旅产业投融资的增速加快的同时,金融贷款总量只有 7000 多亿元,不到 1 万亿元。

根据有关数据,从文旅产业的投资主体来看,以民间投资为主,占比达到了 60%,政府投资占到了 20%,国有企业的投资是 15%,三种主要资金来源的特点和投资的领域各有不一。民营资本主要是投资于大型的旅游项目,政府和国有企业的投资是以旅游的基础设施,公共服务设施,以及旅游村镇类的项目为主。

黄晓雯认为,资本市场的支持不足,表现为资产证券化明显偏低。“4A 景区超过了 3000 家,但是 IPO 和上市公司并购的不到 100 家,资本市场的融入资金是有限的,2017 年全国旅游投资 1.5 万亿元,增速是 16%,资本市场融入是 1014.3 亿元,仅占 6.76%。”她认为,通过对接会这个平台,给文旅企业和资本方尤其是金融机构提供了接洽的机会。

#### 对接平台成“窗口”

文旅产业本身具有很大发展潜力,很多资本方在遇到风口时甚至会一拥而上,比如前几年风靡一时的特色小镇,被很多投资方追捧,但是实际运营情况并不理想。

黄晓雯向 21 世纪经济报道记者表示,文旅综合体和特色小镇,占了整个总类的投资项目的 43%,如果从投资总额来看,也超过了 90%多,绝对是绕不过去的两大板块,而特色小镇近年来的发展确实是良莠不齐。

“最核心的一点,做特色小镇的定位上千万不能无中生有,要结合当地的文化、资源、运营平台特色,去提炼、升华当地的文化生活,才能产生经济效益,当然因为整个特色小镇的建设需要的周期很长,投资规模大,回报期和回收期也偏长,这也考验资金能不能持续投入、加大投入,在一定规模之上产生规模效应。”黄晓雯向记者表示。

而对于目前同样火爆的综合商业街项目，黄晓雯认为，这种商业街的项目前期的投入和产出完全不成正比，即使后面运营状况良好也很难实现高盈利，这主要是因为这种商业街项目摊薄街区面积的坪效一定很低。

“但是政府和企业一定要有个共识，通过前期的土地、资金投入来打造综合商业街这张名片，在提升周边街区的价值以后，能进行更好的投融资获利。比如佛山的新天地商业街，在建成 7 年以后才实现盈亏平衡，所以企业和政府要有一定的情怀，这就是跨业态组合。”黄晓雯说。

投资方的理性认识，是文旅产业持续稳定发展的重要一环。为了更好的促进广东省内文旅产业的发展，广东省除了近期举行的旅博会，接下来广东省文化和旅游厅还会搭建文博会、文化和旅游节等重大平台，以更好地对外宣传。

在谈到未来如何持续扩大对接会影响力时，广东省文化和旅游厅党组成员、副厅长赵红向 21 世纪经济报道记者表示，之后每年广东省文旅厅会持续运营对接会，而这次对接会收集的 462 个项目，在对接会结束以后也会在线下进行持续对接。“另外，未来期望为省外甚至是国外有需求的项目方和资本方搭建平台，通过讲堂、培训等方式引进来、走出去，发挥资本的作用。”

首次作为对接会承办方的南方财经全媒体集团总经理、广东省南方文化产权交易所董事长张志兵也向记者表示，作为未来长效机制的一部分，承办方专门开发了一个小程序，未来会成为对接项目方和资本方的平台，目前正在内部测试当中。

今年的投融资对接会是广东省连续举办的第三届对接会，中国文旅集团(开曼)总裁助理周洽强向记者表示，今年能明显预期到项目的落地。“文旅产业的投资也会有优胜劣汰的过程，文旅项目对专业性、资金成本、人才、项目选址的要求还是比较高的，所以资本方在进入这个行业的时候还是要做好深度的调研，做好项目落地的铺排，不然很容易造成资金链断裂。”他认为，文旅项目的发展不应该是“文旅+地产”的单一模式，对于一些好的资源，要有专业团队的运营，同时还能带动当地经济、就业、做到区域发展与项目紧密结合。

来源：21 世纪经济报道

## 解密蚂蚁金服投资逻辑：一切围绕“生态”布局

过去 8 年，蚂蚁金服至少投资了 160 家公司，仅 2017 年，蚂蚁金服便完成了超过 200 亿人民币规模的战略投资，成为一级市场不可忽视的一股力量。

“我们最重要的目的是寻找我们的同路人，阿里要走向未来，走向 102 年，走好未来五年、十年、二十年的同路人。”9 月 5 日，阿里巴巴宣布即将在 20 周年之际发布最新的“六脉神剑”，逍遥子的这番话被视作一个重要的注脚。

一个月前，“90 后”创业者邓建波在青团社办公室内，接受了 21 世纪经济报道记者采访。与年龄不太相符的是，他身上有股成熟、老成的气质，在接受蚂蚁金服投资前，他没少咨询身边的朋友。

最终，他认为蚂蚁投资青团社的逻辑，是基于生态的投资，“这对于双方都是好事。”

作为商家和学生寻求兼职的平台，目前，支付宝的店员通入口，平均每个月给青团社带来的新用户是它过去一整年的 8 成。

这是一个典型的蚂蚁金服通过投资，帮助生态内公司成长的案例。过去 8 年，蚂蚁金服至少投资了 160 家公司，仅 2017 年，蚂蚁金服便完成了超过 200 亿人民币规模的战略投资，成为一级市场不可忽视的一股力量。

“我们团队没有明确的 KPI。因为你做的是战略投资，你很难给它定义。如果要求你今年必须投多少个项目，或者要求你投的项目必须有多少回报，就会走偏了。”蚂蚁金服投资部投后管理的负责人朱超在接受 21 世纪经济报道记者采访时认为，蚂蚁战略投资的作用，更多的是润物细无声。

可以预见，一个清晰的属于蚂蚁金服的未来，仍然是为小微企业和消费者，提供普惠金融服务，在开放生态的基础上，再进行投资和布局。无论它瞄准的是金融、国际、人工智能还是本地生活服务，寻找一条路上的同路人，这条投资的主线都不会变。



## 20%的边界

越来越多的触及面、不断涌现的新商业模式、市场风向的风云变幻等各种因素汇聚之后，共同推动了中国互联网巨头的战略投资。电商、支付、出行、外卖、共享单车、云计算、新零售、人工智能等领域，成为新的战场。

此前，麦肯锡统计表明，阿里巴巴和腾讯在中国内地并购市场中的占比，高达 40%-50%。除了阿里巴巴、腾讯、百度三大巨头，蚂蚁金服、今日头条、美团、滴滴等公司也组建了战投部。其中，估值高达 1600 亿美元的蚂蚁金服尤其令业界关注。

2018 年 10 月，世界银行发布的《2019 年世界发展报告》中评价，蚂蚁金服是世界上最有价值的金融科技公司。投资正成为蚂蚁金服争夺未来的手段，也是更快实现战略的手段。据了解，2016 年以前，蚂蚁主要围绕金融场景做投资布局，2016 年以后更多投资在金融可以赋能的综合场景。

比较有意思的是，蚂蚁的投资，并不谋求做大股东，一般来说，股份占比都会控制在 20%左右，“我们要有影响力，也不要对公司施加太大的影响。”朱超向 21 世纪经济报道记者透露。



马来西亚本地钱包公司 TnGD 的办公室里，来自支付宝的中国工程师和当地工程师探讨的日常状态。中国移动支付名片“走出去”，已经从技术赋能逐渐升级到生态赋能，培养当地人才服务当地用户是关键。-资料

目前，蚂蚁金服的投资主要集中在金融和技术两个核心能力上，与此同时，不断完善支付场景入口，并布局全球化。

出手投资商米科技，正是在这样的背景下。今年 1 月，商米科技获得数亿元 D 轮融资，由蚂蚁金服领投、农银国际跟投。此前商米的投资方包括小米科技、深创投、美团点评、中民投、光速中国等。

目前，商米科技与支付宝已经联合推出了刷脸支付系统，以及基于人脸支付的硬件设备“蜻蜓”。其旗下产品已销往近 100 个国家和地区，服务 100 多万商户，与其合作的软件商已超过 1 万家，上架各种商业类应用超过 8000 个，应用于外卖、收银、供应链、餐饮、零售、税控、支付等商业场景。

商米科技 CEO 林喆在接受 21 世纪经济报道记者采访时透露，“2018 年初，我们推出了基于人脸支付的第一台 POS 机，之后在支付宝的推动下，我们开发了一系列针对人脸支付的产品，比如餐饮行业、生鲜水果店、零售店、便利店等等。但是，开始的时候还是有点怀疑，到底能不能大规模商用？”林喆也坦承了当初存在的疑惑，但是最终，蚂蚁金服在安全和技术方面的保障，打消了他的疑虑。

在他看来，商米能与支付宝走到一起，完全是出于价值观的一致，即利他心。显而易见的是，通过蚂蚁的投资，商米打开了阿里系的商业场景，已经与星巴克、盒马鲜生、大润发等知名零售商建立了合作关系。



### 协同与独立

阿里巴巴与蚂蚁金服都设立了各自的投委会，两者之间紧密协同，但决策又相对独立。蚂蚁投委会成员包括蚂蚁金服董事长兼 CEO 井贤栋、阿里巴巴集团 CEO 张勇（逍遥子）、阿里巴巴联合创始人蔡崇信等，反而是马云并不在名单之中。

在一些项目上，蚂蚁金服会领投前一轮，后一轮又由阿里领投，Paytm 就是典型案例。2015 年 1 月 28 日，蚂蚁金服 CFO 韩歆毅到访印度，给 Paytm 创始人

Vijay Shekhar Sharma（下文简称“Vijay”）带来了一个坏消息，阿里巴巴暂时不会投资它们。另一个好消息则是，蚂蚁金服决定投资。Vijay 刚刚紧张的神经稍微放松开来。

随后，在 2015 年 9 月，蚂蚁金服又联合阿里巴巴，对 Paytm 进行了第二轮投资。由此作为起点，蚂蚁金服开始了对 Paytm 的赋能之路。他们输出的不仅仅是资金，还有技术和运营。2017 年，阿里巴巴又领投了 Paytm 的 C 轮融资。

Vijay 在接受 21 世纪经济报道记者采访时曾透露，原本印度并没有这么多人使用 Paytm，此前也只有支付和手机充值的功能。后来在支付宝的启发下，也加入了本地生活服务、电影票、打车等多个场景。“来自中国的经验告诉了印度的政府，科技公司的加入是一件好事。”

蚂蚁金服与阿里巴巴，在投资逻辑上，有很强的共性。二者都不做纯财务投资，但是蚂蚁金服更强调“赋能”，不追求绝对控股，而是输出技术、信用、金融等各方面的能力。

可以看出，在大阿里系的生态布局里，基本是电商先行投资布局，支付、金融、物流、云计算再持续布局的方式，对于创业公司来说，也是更加全面的赋能。在选择投资项目时，如何将协同效率发挥到最大，是第一时间考虑的问题。

“每家公司自己发展到这个阶段，他觉得他要走下一步，他的业务创新点在哪？比如说高德，它做地图应用。但地图怎么产生更多的黏性？打车就是一个很顺其自然的服务提升。哈啰出行也是，最早它是做两轮的，它也需要去拓展它自己的业务边界。这都是他们基于自己的需求，而做出的决策。”蚂蚁投资部丁铭也借机否认了阿里推出自有网约车平台的传言。

在他看来，蚂蚁金服今天提供的是金融、支付的基础设施。无论是网约车、教育还是旅游，各个行业它都需要支付跟金融的基础设施，但是蚂蚁不可能自己去提供服务，而是提供赋能。

### 哈啰的逆袭

无论是在投资还是合作上，阿里系创业的哈啰出行开始了逆袭之旅。目前，哈啰出行与首汽约车、嘀嗒出行、高德地图、饿了么都已经展开了合作。事实上，蚂蚁金服在投资哈啰时，后者还处于行业第二梯队靠后的位置，甚至谈不上行业第三。

“当时主要还是觉得创始人和团队都不错，然后投了他们以后，全方位的赋能，帮他们去做大。从整个业务协同，包括资本协同。”丁铭回忆道，当时并没有过多考虑，哈啰出行联合创始人韩美曾在阿里巴巴就职，纯粹是出于对团队的看好。

但无可否认的是，芝麻信用“免押”模式的推出，使得哈啰出行彻底脱颖而出。

“只要能给用户带来价值，对用户体验带来改善，我们愿意和更多合作方在业务上深度结合，比如开放数据、产品的打通。”哈啰出行 CEO 杨磊在接受 21 世纪经济报道记者采访时坦言，阿里生态里面的企业，谈起来相对更容易一些，所以先从这些合作伙伴着手。

2017 年上半年，蚂蚁金服先是撮合永安行和哈啰的合并，又在年底领投了哈啰总计 3.5 亿美元的 D1 轮融资，此后又有多轮加仓。公开数据显示，过去两年半，哈啰单车已经完成超过 120 亿次出行服务，日均订单量也超过 2000 万单。

杨磊认为，共享单车是一个非常典型的先易后难的生意。“刚开始，你的指标肯定都是非常好的，包括有效位置和有效车辆。最初，你可以根据数据，把所有的车子投放在城市里最需要的地方。但是，随着时间的推移，车子会被大量骑散到各个角落里去。长此以往，整个生态将无法运营下去。”

因此，人工智能在共享出行领域也得到了广泛应用。AI 能够帮助做大量基础性工作。哈啰单车在城市的运营不是由当地城市的负责人决定，而是由其系统决定。说到底，共享单车归根结底还是一门基于技术的生意，只有通过技术大幅提高效率，降低运营成本，才能进入正常的盈利循环。

“蚂蚁金服在人工智能、软件计算方面给了我们很大的支持，这也是它们的优势所在。”哈啰出行研发副总裁任亮亮在接受 21 世纪经济报道记者采访时透露，为了助力政府的交通智能管理，哈啰出行独家研发的 Argus 智能视觉交互系统，基于图像识别技术、AI 分析等多项技术，可以实时判断出所在区域的单车总数，通过一个摄像头管理多家共享单车企业和社会车辆，实现总体单车的动态平衡。

这其中，依赖的正是蚂蚁金服提供的技术。总之，哈啰出行的逆袭，无论是杨磊还是他的对手摩拜、ofo 可能都不曾预料过。一份来自支付宝的数据显示，自 2018 年 3 月哈啰全面免押以来，3 个月后的用户量就从 5000 万扩增到了 1.23 亿。其日订单量，已经超过了曾经的两大对手总和。

### 布局“95”后赛道

“合作一定是基于尊重对方的工作方式，而不是强行改变对方。”这句话是蚂蚁金服印度 Paytm 项目负责人陈彦曾经告诉 21 世纪经济报道记者的肺腑之言，“我们没有当地人的优势，不可能比本土团队做得更好，我们就是提供弹药和思路。”

弹药和思路，也是每一个处于早期创业的公司最迫切需要的资源。眼下，蚂蚁金服战略投资部已经开始逐步做一些探讨，将蚂蚁公司内的一些资源拿出来，支持被投公司。比如一部分公司需要利用整个组织文化和 HR 的培训，一部分公司需要提升财务能力，一部分公司有招人的需求。

“一家小的创业公司，其实他自己很难去获得那些，今天我们通过一些方式，帮助他们去解决这些问题。”丁铭透露。

对于蚂蚁的支持，邓建波感触最为深刻。作为大学生兼职平台的青团社，以劳力共享的模式，为学生和蓝领提供安全可靠的兼职工作，为企业提供弹性用工解决方案。在支付宝的店员收款页面，还提供了一个招聘的入口，直接接入青团社平台。

“支付宝的实名认证、芝麻信用等，无论是对于求职者，还是用工方都感觉到特别放心。所以，整个客户体验也很好，效率也可以提升，这是基于 B 端的。这些基本是在投资前就能看到的一些好处。”邓建波说。

在此之前，他与腾讯也有过接触，甚至腾讯具备更多的社交流量，但是，腾讯的流量入口是以两种形式体现的。“一种形式是，它所有广告都已经被计价，即便投资了你，但是你得回过来买我的广告，最多给你一个折价。第二个是，腾讯一些大的广告资源位，它不是对外出售型的，必须是战略合作的，就是微信的什么小程序、九宫格，我们拿九宫格的位置是不可能的，回去投广告对我们来说也没什么太大的意义。”

他非常清楚，自己更需要的是基础能力。从 2016 年开始，青团社的整个信用体制，就是基于芝麻信用，用户提现也是提到支付宝。同时，作为一家小公司，网商银行还为其量身打造了一套资金监管见证体系。

“我找了很多家银行都搞不定，现在，在这个行业里，我们是唯一一个有这套系统的平台。”邓建波颇为自豪地表示，还与蚂蚁投资的国泰保险推出了定制保险，在此之前，一家小公司去与保险公司谈的话，几乎是不可能的事。

对于蚂蚁金服来说，为何会去投资一家兼职招聘平台？尽管双方都没有透露详细的原因，但是可以猜测的是，灵活用工也是未来社会的一大趋势，灵活用工人群，也是蚂蚁金服未来要去覆盖的重要人群。

丁铭认为，“有业务协同和战略协同的价值，不一定是发挥在今天，也有可能三年以后、五年以后。”

因此，投资价值并不是单纯的看当下，而是有耐心与战友们一起一条路，一起走。

来源：21 世纪经济报道

## LPL 八周年：电竞产业亟待“破圈”

9 月 6 日，上海梅赛德斯奔驰文化中心迎来了又一场电竞盛宴。两周前，TI9（2019 DOTA2 国际邀请赛）刚刚在这里落幕，这次则是英雄联盟八周年盛典。

整个盛典活动为期三天，其中包括 LPL（英雄联盟职业联赛）夏季赛总决赛以及 2019 英雄联盟全球总决赛（S9）选拔赛两项重要赛事。

最终，FPX 战队以 3:1 的比分战胜卫冕冠军 RNG 战队，成为 LPL 2019 夏季赛冠军，而 IG 战队经过 10 场鏖战，先后战胜 JDG 和 TES 战队后，成功搭上了 S9 的末班车。

9 月 8 日晚，主办方特意安排一场颇为隆重的 S9 出征仪式。今年，将代表 LPL 赛区参加 S9 的战队有三支，分别是 LPL 夏季赛的冠亚军 FPX 战队、RNG 战队，以及 IG 战队。

去年，IG 战队夺得 S8 总冠军的消息在社交媒体刷屏，让 LPL 这一电竞赛事受到了前所未有的关注，也让中国的电竞产业从业者们看到了巨大的市场机遇。过去一年，21 世纪经济报道记者采访了诸多电竞产业相关人士，“破圈”成为了他们口中提及最多的关键词。

腾竞体育联席 CEO 金亦波告诉 21 世纪经济报道记者，“LPL 现在最主要的方向还是让电竞体系更加完善和专业，在此基础上，我们还希望能够做到大众化，让电竞文化能够传播到更大的范围”。

### 圈内的狂欢

6 日下午，一场阵雨惊扰了上海梅赛德斯奔驰文化中心门口正在排队入场的观众，面对突如其来的降雨，有人掩着头跑向旁边的屋檐去避雨，也有人不为所动继续向场馆走去。

当天，能容纳近 18000 人的上海梅赛德斯奔驰文化中心上座率很高，记者查询了一下门票价格，发现五层看台的票价有两档，分别是 280 元和 480 元。坐在记者旁边的一位观众表示，他是和三个好朋友一起买票来观赛的，平时大家就开黑打游戏。

比赛间隙，这位观众离开座位，后来抱着一个盒子及拎着两个袋子回来，这是他买的周边。当被问及愿意为一场电竞比赛花多少钱的时候，他告诉记者，“这个很难说，比如这次花 500 元买张票就当看一场演唱会了，如果比赛足够精彩，哪怕票价是 1000 元，也会觉得很值。”

现场，21 世纪经济报道记者看到了很多 RNG 战队的粉丝，认出他们并不困难，因为很多人都是身着 RNG 的队服。作为 LPL 的老牌战队，RNG 拥有足够多的粉丝受众，而 2017 年才成立的 FPX 战队与之相比，在人气上就稍微差了一些。

但在获取关注度的问题上，电竞和传统体育确实很像，只要能够取得优异的成绩，关注度自然也会随之而来。这次，FPX 战队抗住压力战胜了 RNG 战队，现场很多观众也在为之欢呼，如果 FPX 能进而在 S9 的赛场上表现出色，相信它的粉丝数量也会快速增加。

事实上，电子竞技最初就是一个小圈子，是一帮喜爱游戏的人组成的圈子。他们可能只喜欢某一款游戏，也可能喜欢很多游戏，对他们而言，支持电竞就是理所应当的事情，他们也享受从电子竞技的较量中获取的快乐。

这部分人群愿意花钱买门票、买周边，他们是电子竞技最为核心的受众群体，但仅仅有他们还不够，任何一个产业的成长，都不能只依靠一个小众群体。这也是为什么“破圈”的话题在电竞领域变得尤为重要。

### 圈外的关注

不过相比十年前，如今的电竞产业已经突破了很多圈层。从赞助商的变化就能看出，最初都是一些鼠标、键盘等计算机相关的硬件厂商，但现在，快消、汽车、金融等行业品牌都成为了电竞赛事的赞助商。

这种变化背后，与相关政策的推动不无关系。近两年，电竞产业从业者最大的感受，就是国家对这个行业的扶持，除了产业层面的各项利好政策，很多地方政府也针对电竞产业发布了扶持政策，这让行业从业者得到了诸多便利。

9月8日，金亦波宣布了一项全新的英雄联盟赛事——LPL全明星周末。据金亦波介绍，该比赛将于今年底在海南生态软件园落地。

其表示，这个赛事和海南省有关部门做了很多沟通，也得到当地很多的支持。事实上，今年6月海南省曾发布面向电竞产业的“海六条”，分别从建基金、引人才、低税率、免签证、简审批、建窗口等六个方面推出相应的支持政策。

其中就包括海南生态软件园将设立10亿元电竞产业专项发展基金，支持电竞龙头企业做大做强、孵化电竞中小企业创新发展，如为大型赛事落地专项补贴1000万元。

各地政府之所以愿意扶持电竞行业，也是因为看到了该行业的增长潜力。据行业预测，今年，中国电竞的用户总量将突破3.5亿，产业规模将达到138亿元。这是一个体量极为庞大的用户群体，而且这个群体的年龄段普遍在15-30岁之间，他们具有极强的消费能力。

除了海南，上海浦东新区也于8月发布了浦东电竞产业发展的扶持政策，扶持对象涵盖电竞企业、电竞场馆、电竞俱乐部、电竞运动员等各主体。完美世界CEO萧泓曾告诉记者，TI9成功落户上海便是因为上海有充足的政策优势。

品牌商的关注，政策的支持，这些给电竞产业的发展注入了很多外力。眼下，确实是中国电竞的黄金时代，它展现出的勃勃生机也开始让人期许它的未来。但不可否认的是，中国电竞现阶段仍然存在一些亟需完善的地方。

一位长期关注电竞产业的资深人士向记者表示，比如在观赏性方面，由于电竞是新兴的赛事，普通用户对其了解得还是不多，对规则玩法也不熟悉，这其实大大阻碍了电竞的进一步破圈。

该人士同时还表示，在转播方面，电竞产业也需要加强专业化，因为只有  
在转播形式上更加多样化，才能进一步提升电竞的观赏指标。其还指出，目前电竞  
的标准化建设也不够完善，无论是电竞赛事标准、电竞赛事战队及选手标准、电  
竞赛事场馆标准、电竞赛事商业合作标准等等，这些都还有待完善。

来源：21 世纪经济报道

## 创业投资

# 专访原中投私募投资业务掌门人王欧：人民币并购基 金时代渐近，GP 并购操盘能力迎考

多年来，困扰中国私募股权投资市场的一个现实问题是，并购基金从未真正  
成为主流模式。背后原因何在？

拿下一家公司的控制权，然后通过重组、整合、改善等方式提高公司价值，  
由此获得可观的回报——这种投资方式被称为并购投资，在私募股权投资领域属  
于高阶打法。

在欧美成熟资本市场，并购投资基金（Buyout Fund）一直是 PE 市场的主流，  
黑石、凯雷、KKR 等顶级 PE 机构是其中主要玩家。

“在中国市场，PE 行业却在很长时间内呈‘橄榄型’，成长期投资独  
大。近些年，由于成长期投资泡沫的形成，不少机构开始向早期投资、并购投资  
这两端走，市场逐渐向‘哑铃型’演化。”近日，资深投资人王欧在接受 21 世  
纪经济报道记者专访时说。

“但并购投资与早期、成长期投资的逻辑不同，它对机构的资源整合能力及  
投后运营能力都明显有更高的要求，这也是人民币基金目前所面临的新挑战。”  
他说。

王欧现为华兴资本集团战略顾问、华菁证券董事，在此之前，他是中国投资  
有限责任公司（简称中投公司）私募投资业务的掌门人，在私募股权市场有近二  
十年的研究和投资实践经验。

据了解，王欧早年曾在世界财富 500 强企业及华尔街投行任职。2002 年从  
海外归国后，王欧在证监会任职 13 年。2015 年，王欧加入中投公司，成为公司  
私募股权和私募债权投资业务的操盘手。

在他的主导下，中投公司投资了全球约上百只私募股权基金和私募债权基金，具体包括 KKR、黑石、华平投资等全球知名私募基金。业内人士评价称，他是中国私募市场上少有的既深谙政府、国有企业的运行逻辑和规律，又具有全球投资视野的投资人。

结合多年在全球市场的投资实践经验，王欧在专访中谈到成熟市场中并购投资的运作逻辑，并购投资过去在中国发展的掣肘之处及当前机会所在。

### 并购投资获利的三重逻辑

并购投资的兴起源于美国，在王欧看来，美国市场并购基金的发展也经历了多个不同的历程。而拆解它们的运作机制可以发现，并购投资的利润空间主要来自于三方面：财务杠杆、资产价值提升和市场套利。

据了解，在 20 世纪七八十年代，由于垃圾债券的创新等因素，美国市场上运用财务杠杆进行的收购大行其道，KKR 等私募机构因此名声大噪，赚得盆满钵满。

杠杆收购的具体操作方式是：PE 在收购一家目标公司时，利用目标公司的资产及未来现金流作为债务的抵押，从而获取并购资金。交易过程中，并购方的现金支出降到最低程度，杠杆融资的占比在总对价中占到 70% 甚至更高。这是并购投资的利润来源之一——杠杆。

但由于 1980 年代末经济的衰退和垃圾债市场的崩溃，杠杆收购的浪潮也随之结束，KKR 这个曾居于潮流顶峰的公司也备受打击。所幸，KKR 在这场危机中全身而退，并实现了了不起的逆转，原因在于，KKR 意识到并不能仅仅是将获利的来源寄托在财务杠杆的灵活应用上，而应该回到目标企业本身，帮助目标公司改善运营，带来企业资产价值的提升。

正如 KKR 创始人亨利·克拉维斯（Henry Kravis）所说的“像实业家那样思考和行动”，在收购目标公司之后，管理人可以通过引入第三方管理团队等方式帮助企业发展业务，从而获得业绩提升所带来的回报。这正是并购基金获得回报的第二个逻辑。

并购基金获利的第三层逻辑是“套利”。通常在经济危机发生时，不仅是差企业陷入困境，好企业也可能现金流出现问题，发生负债过高、资不抵债的情况。

此时，并购基金可以用较低的价格将目标公司买下，注资帮助企业渡过难关。当市场行情恢复正常，标的公司 PE 倍数回升后，管理人将股份卖出，即可从中赚取差价。或者，并购基金买下目标公司后，将其有价值的资产分拆卖出，也是市场套利的一种方式。

“所以在评价一项并购交易的业绩时，不仅要看总体回报，也要拆开来看回报究竟是怎么构成的，来自财务杠杆、资产价值提升、市场套利的成分分别有多少，这也是最能体现基金风格的地方。”王欧说。

## 中国并购市场：从鲜有问津到需求迫切

美国市场历史上曾有过多次并购投资浪潮，但时至今日，中国市场的并购投资尚处于早期阶段。即使是 KKR、凯雷等全球知名机构，在进入中国市场的很长一段时间内，也很少出手涉足并购投资。

王欧表示，其中原因在于，第一，中国经济自改革开放以来一直在高速增长，受市场环境、人口红利等因素的影响，企业一直处于高速成长期，不存在被控股收购的基础。

第二，很多创办企业的第一代企业家正值壮年，他们在积极参与公司管理，把公司控制权卖给投资人的动力并不大。

第三，从 PE 机构的角度来说，由于金融配套环境和资本市场的原因，财务杠杆和市场套利在中国的运作空间并不够成熟。同时，由于企业普遍处于高速增长阶段，靠精细化运营带来的业务提升也显现不出特殊价值。

“但在最近几年，情况发生了变化，中国市场上的并购投资逐渐兴起，尤其是跨境并购的诉求增多。”王欧说。

究其原因，首先是因为中国 GDP 的增速在放缓，人力成本逐渐上升，为企业高速增长提供保障的外界环境发生变化。第二，第一代企业家随着年龄增长到了换班阶段，但二代子女并不愿意接手，控股权转让的需求出现。第三，经济下行导致产业模式的转换，对企业的精细化管理提出挑战。企业需要改变粗放式经营的方式，进行产业升级、提高效率。

所以过去几年，可以看到中国企业在全球各地疯狂投资并购，其中诞生了一系列典型的个案。如 2017 年初，美的集团正式宣布以约 292 亿元人民币的价格，完成对库卡机器人 94.55% 股份的收购。

王欧称，中国企业的跨境并购不仅是为了获取海外标的的先进技术，通过标的公司的品牌和销售渠道进入海外市场，也是重要考量因素之一。

比如 2016 年，海尔以 50 多亿美元的价格完成对 GE 家电业务的收购。其中核心逻辑在于，一方面，GE 在美国的高端家电市场占据重要份额，海尔可以通过收购获取 GE 的高端技术，将其引入中国市场。另一方面，海尔可以通过 GE 的品牌和渠道打开美国市场，把相对中低端的家电产品也在美国市场售出。

## 人民币 GP 并购操盘能力受考验

人民币基金也曾在并购投资上有过探索，一些颇有中国特色的并购基金模式随之诞生，比如“PE+上市公司”模式。

在进行跨境并购过程中，很多民营企业了解自身诉求和标的公司所在，但却不太懂资本市场的规则。它们不知道如何去买下标的公司，对并购之后的消化整合也心里没底。这种情况下，将 PE 机构和上市公司进行捆绑的“PE+上市公司”模式，对企业来说是一种相对靠谱的选择。

但王欧认为，“PE+上市公司”模式的弊端在于，由于投资周期、回报算法的不同，财务投资人和战略投资人间存在一定的利益冲突。上市公司作为战略投资人，从公司 10 年、20 年的长远发展角度出发，愿意在并购时给标的公司一定的溢价。但 PE 机构作为财务投资人，需要在更短的期限内，为退出回报考虑。对于这种矛盾，目前仍没有特别完美的解决方案。

“中国的并购投资市场正逐渐兴起，但能把并购投资尤其是跨境并购做好的本土机构并不多。”王欧说。如今并购市场的主要参与者仍是传统的美元大 GP，如 KKR、凯雷、黑石等，做并购投资是它们所擅长的，同时，它们也在过去两年募集大量资金，为发力并购投资做足了准备。

对中国本土市场来说，此前大部分机构都在做早期和成长期投资，有并购投资经验的 GP 较少。整体来说，人民币 GP 的并购操盘能力仍受考验，鼎晖投资、弘毅投资等机构相对走在前面。

在王欧看来，尤其是双汇集团和鼎晖投资对美国第一大猪肉生产商史密斯菲尔德的收购，堪称是一起经典的跨境并购案例。

据了解，2013 年时，鼎晖投资主导双汇集团以 71 亿美元的价格收购史密斯菲尔德。收购完成之后，双汇一举成为全球最大的猪肉食品企业。

2014 年 1 月，双汇国际更名万洲国际，后在港交所上市。万洲国际在香港市场实现双汇和史密斯菲尔德两大公司合并后的价值，公司通过全球资源、全球产品驱动中国市场，投资人也获得很好的回报。

来源：21 世纪经济报道

## 从企业家到创投家：元禾璞华陈大同的 40 年“芯”路

9 月，市场消息传出，国家集成电路产业基金（“大基金”）二期规模约 2000 亿元，新基金的投资即将正式启动。

今年 9 月 12 日，21 世纪经济报道记者在苏州东沙湖基金小镇专访元禾璞华管理合伙人、投委会主席陈大同。元禾璞华的前身是由华山资本、华登资本的管理团队和清华控股合作成立的华创资本（后更名为“璞华资本”）。

采访开始后，陈大同的记忆回溯到 2009 年的清科年度论坛，有一线投资人在演讲中感慨，“所有行业都能赚钱，就是半导体不能赚钱”。

同是半导体行业的业内人士，陈大同自然知道这位投资人轻松语气背后的沉重现实。当天他许下心愿，一定要投出能赚钱的半导体公司。

十年过后，中国科创板在 2019 年 7 月 22 日开市，璞华资本连中三元：澜起科技、安集微电子、天准科技三家被投资企业作为首批科创板企业同时登陆资本市场。

三家公司中的安集微电子是半导体材料商、澜起科技是芯片设计企业，两家公司都已实现连年盈利，安集微电子上市首日以涨幅 520.6% 领跑，澜起科技的市值一度突破 1000 亿元。



陈大同。资料图

### 结缘半导体

从大学求学开始，陈大同的人生就和半导体紧密结合在一起；30 余年的职业生涯中，芯片一直是他的深耕领域。

陈大同是清华半导体专业 77 级的学生，在清华微电子所所长李志坚的指导下完成了本、硕、博阶段的学习，后赴美国伊利诺伊大学和斯坦福大学从事博士后研究。

1995 年，他在硅谷联合创办了豪威科技（OmniVision Technology），研发出世界上首颗单芯片彩色 CMOS 图像传感器，让手机可以像相机一样拍照；2001 年，在上海联合创办展讯通信，研发出世界首颗 TD-SCDMA（3G）手机核心芯片，推动了国内通信产业的发展。两家公司分别于 2000 年和 2007 年在美国纳斯达克交易所上市。

作为投资合伙人在北极光创投完成了从创业者到职业投资人的过渡后，陈大同在 2009 年成为中投公司一只海外高科技投资基金的管理人，和同样是企业家出身的杨镭创办了基金管理公司华山资本。

华山资本的两位创始合伙人都毕业于清华大学，“华”是清华的“华”，也同样是中华的“华”。

2009 年是人民币基金市场重要时间节点，创业板开闸让人民币基金的退出路径趋于可期，一批本土 PE/VC 机构迅速崛起。只是当时的投资机构在阶段上仍蜂拥 Pre-IPO，投资主题上追捧的是更为性感的 toC 消费。

统计显示，华山资本管理的资金有 80% 的资金投资海外市场，20% 的资金留给中国本土项目。他们在国内投资的六七个项目多是在半导体领域，包括兆易创新（GigaDevice）、芯原微电子、安集微电子等。

除了在半导体领域的直接项目投资，陈大同还作为顾问参与到 2011 年中投公司对中芯国际的 2.5 亿美元投资中。

“这笔投资是在中芯最困难的时候投进去的，之后我们帮团队做了管理上的改进，间接成就后多年后上海张江这个中国芯片产业重镇。”陈大同告诉 21 世纪经济报道记者。

### 联手“大基金”

陈大同将中国半导体行业的发展分为四个阶段：1958-1979 年的封闭发展期，1979-2000 的艰难转型期，2000-2014 年市场主导的野蛮生长期，2014 年以来政府与市场共同推动的高速发展期。

对应芯片投资领域经历过三轮热潮，分别是 2005 年前后中国市场美元 VC 兴起带动的半导体行业海归创业潮，2009 年创业板开闸后人民币基金推动的半导体创业热，和正在发生的政府资金以市场化姿态入场带来的半导体行业大发展。

2014 年，国内芯片投资的新一轮大幕正式拉开。10 月，工信部办公厅正式宣布国家集成电路产业投资基金。这只初始计划规模为 1200 亿元的基金首期募集资金超过 1387 亿元，在行业内又被称为“国家大基金”或更为简洁的“大基金”。

当时，凭借在半导体行业的深耕，华山资本和华登资本的部分管理团队、清华控股合作，成立了新的基金管理公司华创投资（已更名为“璞华资本”），受托管理北京市集成电路产业基金在封装测试部分的基金。

璞华资本一经成立就参与完成了对豪威科技和芯成半导体（ISSI）两家企业的私有化收购。谈及从早期 VC 投资到私有化并购的跨界，陈大同说，“我们要做的是投资产业里真正的好公司。窗口型的机会一旦出现就要抓住，不用把自己限制在 VC 或者 PE。”

2018年9月，璞华团队与苏州元禾控股、国家集成电路产业基金合作设立管理公司元禾璞华（原名“元禾华创”），成为元禾璞华集成电路产业投资基金的管理团队。

元禾璞华首期基金规模为32.8亿元，专注于集成电路设计及相关应用的产业投资，出资人包括元禾控股、国家大基金、江苏省政府投资基金等。至此，陈大同的团队更为直接的参与到大基金的投资管理中。

公开资料显示，元禾璞华重点关注集成电路全产业链，细分领域包括集成电路设计、设备、材料及新工艺技术、关键IP研发及技术服务、工具链开发、分销等；投资阶段兼顾早期和成长期投资，也能够通过成熟期投资和并购整合，帮助国内平台型企业实现跨越式发展。

### 半导体投资三大定律

回忆2001年回国创业时的市场环境，陈大同说：“国内创新环境缺失的一大现象就是VC的缺位。”

在硅谷成立的豪威科技和于上海创办的展讯通信在发展过程中都获得了风险投资机构的支持，其中展讯通信对中国VC行业而言尤其是一个里程碑式的项目，甚至可以说是见证和参与了国内风险投资市场的真正启幕。

展讯通信从创业到上市只用了六年时间，背后的VC投资机构收入颇丰。这一成功案例推动了NEA、祥峰投资（Vertex Ventures）等机构正式进入中国市场的决定，也成为君联资本、北极光创投等中国VC团队的早期基金带来卓越回报。

2008年，陈大同转身成为全职VC投资人，他的团队支持了兆易创新、联合光电、Unity、Twitch、安集微电子、九号机器人一批高科技企业的成长。十年之后，他结合VC投资和半导体行业发展规律总结了三条定律：百分之一定律、新市场开拓两倍时间定律、新技术开发两倍时间定律。

“1%的市场机会，只有1%的人看得见；新市场成长所需时间往往是分析家们预测的2倍以上；颠覆性新技术的开发所需时间往往是创业团队预测的2倍以上。”他相应解释说。

2019年7月科创板开市，璞华资本投资的澜起科技、安集微电子、天准科技成为首批上市企业，国内PE/VC市场的科技投资也掀起热潮。

陈大同认为中国集成电路产业正在迎来“黄金十年”，中国成为全球集成电路主要消费市场并形成了较为完整的电子产业链，5G、物联网、人工智能、新能源汽车等新兴产业正在培育。

如果说过去十多年的市场竞争是中国集成电路产业的“春秋战国”，那么当前正在发生的还有围绕产业头部企业进行的行业并购与整合。

“做好投资不能追风口，而是要顺大势。风口两三年就过去了，只有‘大势潮流’才是二三十年不变，集成电路产业的潮流就是从贸工技到今天真正的自主研发。”他说，中国在 5G 通信、人工智能、3D 传感等前沿领域正在出现全球领先的技术公司，他在做的，就是投资那些有眼光、有心胸、有执行力的创业团队。

来源：21 世纪经济报道

## 对话辰德资本谈庆：专业化趋势下聚焦医疗健康投资，产业化思维搭建“榕树林”

最初为满足不同 LP 的需求，辰德资本早期定下在 TMT 领域做母基金、在医疗健康领域做直投的混合基金打法。但在运营一段时间后，辰德资本将主要精力都放在医疗健康领域的项目直投中。

“我们认为，跨行业的投资人将会成为历史，真正优秀的投资人都是在某些细分领域有所专注的。这种趋势下的辰德资本，也选择将主要精力都放在医疗健康项目的直投中。”近日，辰德资本创始合伙人谈庆在接受 21 世纪经济报道采访时说。

他身着灰衬衫、黑西裤，头发微微泛白，举止儒雅、文质彬彬。说话间，明亮有神的双眼中，透露出真诚和自信。

在大约十年前，谈庆常以尚高资本董事总经理兼中国区首席代表的身份出现在公众视野。在尚高工作的 6 年中，他投资了中国 40 多只 PE/VC 基金共超过 10 亿美元，并担任 20 多家基金的投资者委员会委员。



在医疗健康领域，有医疗器械、医疗服务、医药等诸多细分领域。-宋文辉 摄

当时的谈庆，与磐石基金（香港）合伙人黄永忠、摩根凯瑞董事总经理张震、雅登投资合伙人王彪文并称为美元 LP 基金的“四大金刚”。后来，中国内地股权投资行业的快速发展，“四大金刚”早已各奔前程。

离开尚高后的谈庆在 2013 年创办了辰德资本。最初为满足不同 LP 的需求，辰德资本早期定下在 TMT 领域做母基金、在医疗健康领域做直投的混合基金打法。但在运营一段时间后，辰德资本将主要精力都放在医疗健康领域的项目直投中。

“如果说母基金和直投这两者间的精力分配一开始是 3：7，那现在就是 1：99。”谈庆说。

辰德团队选择这样做，并非在母基金投资上做得不好。相反，辰德资本做母基金业务时，抓住了高榕资本、源码资本、顺为资本等一批新基金中的佼佼者，带来了不错的业绩回报。

但也正是在跟这些子基金接触的过程中，谈庆越来越感受到，优秀的投资团队都是在某个细分领域足够专注，专业化成为市场趋势所在。即使在一些规模比较大的综合型基金中，也是由专业团队看不同专业领域的项目，甚至还会分开设立专业领域基金。

“因此对辰德资本来说，我们也需要更加专注。同时，专业化的团队成员配置，也让辰德资本有机会成为医疗健康领域的头部基金。”谈庆说。

据了解，辰德资本的团队配置中，几位主要合伙人既有医疗领域的专业教育背景，又在顶级医疗机构从事过一线研发和销售工作。例如，谈庆本人在美国约翰霍普金斯大学获生物学工程硕士，加入尚高前，曾担任 GE 通用电气（中国）医疗集团副总裁兼核心影像总经理。

另外一位合伙人赵瑞林在美国哈佛大学和麻省理工联合办学的健康科学与技术系获得医学工程学和医学物理的博士学位，他曾是全球最大 DNA 测序公司 Illumina 的全球副总裁兼大中华区总经理。

在兼具学术与产业背景合伙人的带领下，辰德资本五年来的投资业绩可圈可点。据了解，辰德资本基金管理规模达 40 多亿元，投资了华脉泰科、贝瑞和康、金域检验等 40 多个项目。

团队在 2014 年时设立的一期基金，目前已经有 4 倍账面回报，DPI（投入资本分红率）达到 2.3 倍，且有项目陆续在退出进程中。市场上大多数基金或许也会有好看的账面回报倍数，但实际情况却是，即使在基金到期退出时，也很难帮助投资人收回初始投资本金，让 DPI 达到 100%。

辰德资本是如何实现真正落袋为安的高收益的？它坚守怎样的投资逻辑，又是如何把握退出节奏的？

### 三重拷问把关项目质量

在医疗健康领域，有医疗器械、医疗服务、医药等诸多细分领域。谈庆表示，辰德资本会有所取舍，团队基本不会进行医药投资，而是选择专注于医疗技术投资。“因为医药投资赛道已经相对拥挤甚至过热，从团队配置上来说，我们在医疗技术领域会更具投资优势。”他说。

在医疗技术领域，辰德资本专注于三大细分赛道。一是包括分子诊断、基因检测在内的体外诊断，这也是辰德资本投资比例最大的领域。二是微创器械，比如心血管体系中的支架、球囊、瓣膜等。三是数字化医疗，即由数字化带来医疗产业变革的应用，比如由数字化 3D 打印设计隐形牙套等。

“我们在这些赛道做投资时，会反复思考三个问题。”谈庆说。首先，这项医疗技术创新是否真正有效。为了进行验证，辰德团队中有医疗实操经验的成员甚至会亲自做测试。另一方面，辰德资本也会找处于产业链相关环节的被投资企业做交叉验证。

验证技术可行性之后，辰德团队关注的第二个问题是，产品是否好卖，最终由谁来买单，创始团队是否有能力建设销售渠道。“我们都在中国医疗市场泡过，销售过几亿美元的产品，能够辨别市场需求和团队的销售能力。”他说。

第三，市场上有很多医疗投资基金，这个项目为什么是属于辰德资本的投资机会？团队会寻求自身有更深刻认知的项目去投资，或者辰德能够提供特殊价值的项目。

谈庆认为，投资人都是在市场共识中寻找差异。如果大家对市场的认知都差不多，可能会对某个项目造成哄抢，产生高估值。这种没有认知差的情况下的投资操作，是不那么容易产生价值的。只有看到市场中大多数人没有看到的价值，才会产生价差，带来高额收益。

“我们投的许多早期项目，都是在其他人还不敢投、认为风险很大的时候下注的。这样的项目当时估值比较低，但成长起来后能够带来更好的回报。”他说。

### 榕树理论搭建生态林

在项目投资之后，辰德资本会在伴随企业成长的同时，借助被投企业的产业资源再去挖掘新的投资机会，并与被投资企业共同尽调、共同投资新的项目。这些新项目往往与原被投企业在技术、渠道，或者客户上是相通的，大家可以协同发展，形成共赢生态。

辰德资本内部将这种投资模式称之为“榕树理论”：投资一家企业就是栽下一颗榕树种子，在伴随榕树成长的过程中又会发现新的机会，生出新的枝芽脉络。榕树之间相互交错依靠，最终形成茂密的榕树林。

据了解，在辰德资本投资的 40 多个项目中，有近 1/3 的项目是通过榕树理论获取的。比如辰德资本在 2016 年时，曾投资了做大动脉支架的华脉泰科。当

时这家企业的估值 4 亿多人民币，而在今年最新的一轮融资中，华脉泰科的估值已经达到 16 亿人民币。

在投资了华脉泰科之后，辰德资本又接触到另外一家做人工血管的项目百优达，它所做的人造血管与华脉泰科所做的大动脉支架，都主要销售给血管科的病人。由于这两家企业有业务上的协同性，辰德团队在尽调过程中，邀请华脉泰科的技术专家共同验证百优达的技术细节。

交流之后，华脉泰科方面非常认可这家企业的技术实力，甚至也参与到对百优达的投资中。同时，华脉泰科还希望百优达利用自身技术优势，帮助公司生产做大动脉支架所需要的内膜。最终，这两家企业达成业务层面和资本层面的合作。

这种合作，让两家企业都从中获益。对华脉泰科来说，原来内膜需要进口，采购费用较高。从百优达采购节省了成本，同时也是支持被投资企业的发展。对百优达来说，既拿到投资，又增加了额外的业务收入。另外，由于面对同样的客户群，这两家企业也可以将产品进行打包销售。

“每次投资不仅仅是一场交易，而是又一次借助投资深入了解市场、发现市场的机会。”谈庆感慨说。

同时值得注意的是，如果在不熟悉的领域播种一颗零散的种子，很难形成榕树林的效果。只有集中和专注，才能形成生态。并且随着网络效应的形成，榕树向外延伸的能力也越强。比如在体外诊断领域，辰德资本通过跟被投资企业金域检验的合作，又投资了超过十家企业。

### 当退则退不恋战

榕树林的形成，不仅需要产业链上下游企业间的协同互动。辰德资本的投后团队也会依托自身产业背景，不断注入养分资源。

辰德资本董事总经理林雷对 21 世纪经济报道表示，对初创企业来说，快速成长过程中，最需要的就是人才梯队能够跟上企业发展速度。对此，辰德资本会组织面向被投企业中高层的领导力训练营，帮助初创企业制定发展战略、培养中高层人才。

林雷透露，训练营会邀请 GE 高管等有管理实操经验的人作为讲师，对参与学员进行课程培训。目前训练营已经举办了三届，涉及近 20 家被投资企业。

“医疗投资机构中，能够像我们这样帮助培养发展人才的并不多，我们也会联合东沙湖基金小镇做一些服务增值。”她说。在辰德资本 16 个人的团队中，有一半的人负责投资，另外一半的人负责中后台，主要是做投后工作。

“当然，企业最主要还是靠自己，我们只不过是有些时候锦上添花，帮助他们把学习能力变强。”谈庆说。同时，他认为好 CEO 可遇不可求，也很难说去培养。辰德资本主要是帮助企业“强腰”，迅速提高团队实力，支持 CEO 战略目标的实施。

谈及基金的退出情况，谈庆表示，截至目前，2014 年时设立的一期人民币基金回报倍数已经超过 4 倍，DPI 已经达到 2.3 倍。并且这只基金只是第五年，仍持续在做项目退出。而二期基金的 DPI 也已经达到 40%。

“我们的退出策略比较灵活，既有上市退出、并购退出，也有股权转让退出。”谈庆说，

“我们会根据市场行情和对企业价值的认知来捕获退出机会，一旦时间窗口打开，我们并不会那么恋战，该退出时就去退出。”

“你不能够太贪，如果想把桌面上的每一分钱都捞进口袋，可能会错过退出机会。”他解释说。另一方面，辰德资本这样做，也是基于背后 LP 的需求。如今的人民币基金 LP 越来越强调 DPI，他们需要好看的回报倍数，更需要踏踏实实的现金回流。基金管理人作为服务者，就应该尽责任把对 LP 的服务做好。

“与美元 LP 不同，人民币 LP 可能期许的投资回报周期更短。我们会根据美元 LP 和人民币 LP 的不同诉求，采取不同的退出策略。我们服务于 LP，就应该尊重他们的选择。”他说。

来源：21 世纪经济报道

## 资管周刊

# 35 亿私募票据基金现兑付困难 供应链融资模式的痛点在哪里？

上海地区一位私募机构人士解释称，绝大部分常见的票据基金均是投资票据收益权，归根结底是一种债权性质的放款，只是以票据标的企业所持有的票据作为放款依据。

诺亚财富踩雷承兴国际 34 亿应收账款融资一事，使得多年来被第三方财富公司、私募和资管公司大量运用的供应链融资模式浮出水面，并将该模式的流程和风险点一一展示出来。

21 世纪经济报道记者了解到，上海一家规模较大的资管公司上海华领资产管理公司（下称“华领公司”）近期曝出票据系列产品无法兑付问题。

21 世纪经济报道记者获得的一份由投资人递交给上海地区监管部门的材料显示，华领公司是“华领泽银稳健系列票据分级私募基金”“华领定制系列银

行承兑汇票分级私募基金”的私募基金管理人，该系列产品于 2016 年非公开募集，通过华领公司直销，开放式运作。总规模为 35 亿人民币，其中优先级基金份额为 23.7 亿人民币。

2019 年 1 月，华领公司突然公告延期，停止向投资期限届满的投资人兑付本金和收益。

对此华领公司的理由是，由于资管新规的实施，证券基金监管部门要求其退出该产品，而托管人恒泰证券股份有限公司停止执行华领公司兑付划款的指令。

随后，恒泰证券对投资人否认了这一说法。

华领公司相关人士还称，由于经济环境恶化，“交易对手”（实际上是放款对象，未披露具体机构）违约，资金无法回笼，导致产品亏损，无法兑付。

### 投向票据收益权的票据基金

票据基金是较为常见的一种私募产品形式，由资管机构募集资金，投向银行承兑汇票或票据收益权。该形式产品宣传的亮点在于，银行承兑汇票，收益稳健，流动性高。

华领公司相关产品材料介绍了多种票据模式下的盈利方式：1. 通过市场贴现率获得基础的持票收益；2. 对票据池进行合理配置，以票换票（大票换小票，以城商行、农商行的票据换国有行和股份行的票据），获得差价收益；3. 进行高频票据交易，低买高卖，获得利差；4. 趋势交易，即期限错配交易；5. 前置性银行理财产品套利（在银票利率高出信用证或流贷的情况下，质押银票开出信用证贴现）。

21 世纪经济报道记者从市场了解到，这种模式一度非常盛行，上海地区华领资管、和合资管、良卓资管等均是发行票据基金产品较多的资管机构。

一位资深私募机构人士对记者表示，但这其中存在悖论，票据市场是一个庞大而成熟的市场，真正投资银行承兑汇票的确存在低风险、高流动性的特点。但是，首先票据交易需要资质，私募并无资质，除非通过关联的贸易公司去交易；其次，票据交易收益并不高，很难覆盖私募基金的融资成本。

以华领资管的泽银系列票据基金产品为例，其在资金端作为类固收产品，提供的收益率（业绩比较基准）为：投资额在 100 万-299 万的为 9.5%；300 万-599 万的为 9.8%；600 万-999 万的为 10%；1000 万以上的为 10.3%。该系列产品期限包括 3 个月-18 个月不等，上述收益率为 12 个月收益率。

21 世纪经济报道记者了解到，当前票据贴现和交易业务收益率不到 10%。这就意味着，基金财产无法通过真正的票据业务产生足够收益来覆盖产品成本。

产品延期后，华领资管与投资人召开过沟通会。以已完成清算的 18 号产品为例，华领方面在沟通会上公布的信息是：该基金并非用于投资银行承兑票据，而是全部用于投资“交易对手”的票据收益权；由于自 2019 年 6 月起国内经济

形势恶化，“交易对手”的票据流通周转效率下降，导致票据收益严重下降，该基金预计亏损 25%；该基金托管账户金额为零，原因是“交易对手”全部违约，基金无资金回流。

何为投资“交易对手”的票据收益权？此类投资有稳定、流动性高，并能覆盖资金端如此高的收益率么？

### 供应链融资模式痛点

上海地区一位私募机构人士对 21 世纪经济报道记者解释称，绝大部分常见的票据基金均是投资票据收益权，归根结底是一种债权性质的放款，只是以票据标的企业所持有的票据作为放款依据，比如此前诺亚财富向承兴国际放款 34 亿，放款依据是承兴国际持有的京东、苏宁等机构的应收账款。“性质上是差不多的，只是名义不同，实际上都是供应链融资的形式。”

供应链融资是近来被频繁提及的一个概念。在诺亚踩雷承兴国际之后，一位财富管理公司高管对记者表示，这类事件对整个行业来说反而是好事，把这种模式连同每个环节的风险点，都展示在大众面前，让大家看得清、理解得了。

该高管认为，这种模式未来仍有很大空间，大量中小企业有融资需求，是银行满足不了的，但市场上大量的资管机构可以做。关键在于能否把控其中风险，比如，诺亚事件中涉及的应收账款，能否做到逐笔核实验证。

上述上海地区私募人士对记者表示，相比于抵押物，收益权其实是比较“虚”的资产，即并无有权威公信力的机构背书确权，比如诺亚案例中，一度曾讨论过其在央行征信中心“动产融资统一登记公示系统”中登记了该批应收账款问题，但这并不能作为某种确权背书。也就是说，此类融资模式无法保证收益权确实能产生稳定的回款，尤其在资金端以固收产品形式销售给投资人，对资产回款的确定性要求很高。

“其实市场上更多的私募票据基金都只是以投资票据作为募资名义而已，真实的资金去向并不是如宣称的那样真实的投向了对应资产。”上述资深私募业人士透露。目前，类似的私募基金产品已无法备案。

来源：21 世纪经济报道

## 资管市场大门打开：外资渴望试水理财子公司

从取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，到将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，再到取消 QFII 资金汇出比例要求等，近段时间，资管行业的开放有了诸多实质性推进。

2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室公布了 11 条最新的金融业对外开放措施，其中四条与资产管理相关，两条直接与理财子公司相关：鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。

21 世纪经济报道记者多方了解到，出于引进先进管理理念和技术、引导资管机构重视合规性、培育市场长期投资者等多方面考虑，推进资管业的开放是监管部门当前非常重视的工作。

从市场和机构的角度出发，外资机构参与的积极性普遍较高，对设立或参与理财子公司表现出较为浓厚的兴趣，目前正在积极研究，等待进一步的细则出台。内资机构对于引进外资可能带来的价值看法较为分化，有一定期待，但出于过去经验的判断，亦有一定担忧。

当前，国内资管业尤其是银行理财正处于深度转型过程中，机构自身对于资产管理理念和技术的需求最为旺盛。比如在多家理财子公司筹备阶段，相关负责人均与部分全球知名的外资机构有过深度沟通和咨询。此外，转型的一个大前提，包括投资者投资理念在内的客观市场环境和条件的培育，监管部门也从更高层面期待外资的加入能够带来鲑鱼效应。

部分中资机构表达了对外资机构加入的担忧。从过去经验来看，外资主要是财务投资为主，并未深度参与到中国资管机构的管理上来，并且中外股东在具体管理过程中由于文化和理念的差异，有时候会导致管理效率较低。

“如果是财务投资的角度，理财子公司并不缺资本金；如果是引进先进理念和技术，参股是不是最优的途径？如果更大限度地放开，由外资主导，那可能还需要更多方面的考虑和讨论。”一位资管机构高管对 21 世纪经济报道记者表示，综合来看，可能最先从外资商业银行自行设立理财子公司这一路径突破。

### 磨合中持续推进开放

近年来，中国对外资开放金融业的实质进展有目共睹。根据央行行长易纲 2018 年 4 月份在博鳌论坛期间提出的“宜早不宜迟、宜快不宜慢”的原则，随后在外资机构的持股比例、业务范围等方面有了持续的、大幅度的放开。政策层

面放开后，市场和机构立马有所跟进，比如去年将证券、基金等外资持股比例上限放宽至 51%，并提出三年后不再设限，随后瑞银就增持瑞银证券，持股至 51%。

如今进一步提出鼓励外资参与设立、投资入股理财子公司，具体细则尚待明确。根据目前相关管理办法的规定，理财子公司必须由在中国境内注册成立的商业银行作为控股股东发起设立，外资金融机构可以通过其在中国境内成立的法人银行作为发起人。

截至目前，工银理财、建信理财、交银理财、中银理财、农银理财、光大理财已开业运营，邮储银行、招商银行、兴业银行、杭州银行、宁波银行、徽商银行等已获批筹建。此外，中信银行、平安银行、民生银行等 30 多家银行正在申请设立理财子公司。

根据相关成立公告，目前的理财子公司均为母行 100%持股，不过基本上已为将来引进战略投资者留有空间。

“可行性上没什么问题，关键是银行理财的商业模式外资是否看得懂，愿不愿意入股。”一位中资银行高管对 21 世纪经济报道记者表示。

也有机构人士对 21 世纪经济报道记者提出另外的想法，目前理财子公司由母行百分之百持股能最大程度上获得母行的支持，尤其是渠道端的支持，如果放开一定比例引入战略投资者，与母行的协同效应势必会重新考量。从银行理财子公司的角度考虑，以自身作为商业机构的直接利益出发，对所引入的战略投资者能带来的价值自然也会有新的评估，比如相对于占据市场渠道端的大型科技公司，外资机构能带来的价值是否更大？

一位熟悉合资机构情况的人士表示，担忧的情绪主要是由于在过去的开放进程中产生的外资机构和合资机构，截至目前来看并没有经营管理得特别突出、让人印象深刻的案例，虽然少数合资公募基金有一定特色，不过他认为这与外资的加入没有太大关系，因为外资股东并未参与到实际经营管理中，只是拿分红，每年召开一次董事会听取汇报等。

“刚开始合作的时候，外方股东也想参与，并一度准备换掉部分管理人员。后来发现中国的市场情况不是他们理解的那样，就还是任用了原来的管理层，后来确实做得挺好。”上述人士讲述自己曾经所在的合资机构的经历。

一位银行高管表示，他更为担心文化理念上的差异带来的效率问题，“这种差异是巨大的，磨合沟通的成本非常高，决策落地执行流程漫长。”

外资机构也同样有此考虑。比如先锋领航、富达等大型外资机构对加入中国市场的战略即是，不参股不设立合资公司，等待政策上持股比例彻底放开，原因就是希望自己的理念能得到一以贯之的彻底执行。

单纯从财务投资的角度看，外资机构在过去参与中国市场的过程中可谓收获颇丰。2008 年金融危机之后，外资银行在本土和其他市场碰壁，但赶上了中国

金融市场的大发展，赚得盆满钵满。这也是一些外资金融机构对参与理财子公司兴趣浓厚的原因之一。

外资能带来什么？

过去几年，资管市场的开放带来了诸多积极的变化。

一位合资保险机构 CEO 曾对记者讲述了一个有意思的现象，中外股东的思路和对他的管理要求完全不一样，一开始外方股东特别稳健小心，要求不要出风险，中方股东则有明确的业绩增长要求。然而，近段时间却有反转的势头，公司经历快速增长后，外方股东越来越乐观，放得越来越开；中方则越来越谨慎，风险意识越来越强。双方都从彼此身上学到很多东西。

对于外资机构的贡献，业内有两种观点。一些人认为中国资管市场过去取得的成绩，少数合资资管机构表现尚可，其背后并无太多外资的贡献；另一些人则认为，价值观和管理理念的渗透是个难以察觉、难以量化的过程。

金融业的开放，或许应该置于更大的背景下去考量。长远来看，监管部门与资管机构的利益诉求是一致的；但短期内，各自的考虑或许并不一致。

有资深监管专家表示，外资机构虽然产品和业务不太符合中国市场的实际，但他们的合规意识、对风险的敬畏非常值得学习。过去十多年来，外资机构虽然没有出现爆发式增长，也没有出现严重问题；反观很多中资机构，规模增速迅猛，但背后潜在较大风险。

外资机构有着较为成熟的管理经验，理财业务普遍有几十年甚至上百年的历史。如高盛集团成立于 1869 年，其理财业务从 1930 年左右起步，经过 90 余年的发展已非常成熟。

事实上，从中国银行业理财产品的起源来看，最早的银行理财是由外资银行在国内市场推出的，此模式一经市场推广，中资银行发行的人民币理财产品即成为市场主流，并发展至今。

外资机构另一个重要优势是理财产品的期限长和种类丰富，这是目前转型阶段市场急需的。外资机构有的产品存续期长达数十年，产品投资范围广泛，比如共同基金除本地权益市场和债券市场外，还包括海外权益及债券市场、各种商品期货市场等；FOF 基金可以投资到其他基金，从而让散户投资者以相对较低的门槛参与部分投资领域。

不过，像中资资管市场存在的产品结构复杂、底层资产不透明等问题，外资理财市场同样也存在。

一位民营公募基金总经理对 21 世纪经济报道记者表示，很期待明年放开后更多外资资管机构进入，相信他们能为市场带来很大变化。中国公募基金发展这么多年存在的问题大家有目共睹，整个市场环境、理念、投资者培育等亟待改善。

“一些可预见的具体变化，比如 ETF 指数基金等被动投资将更丰富；轻资本的资管模式可能会向重资本方向发展。”

来源：21 世纪经济报道

## 汽车

# 争议新能源汽车技术路线：氢燃料汽车不会取代纯电动

氢燃料汽车目前尚不具备大规模的推广应用条件。

新能源汽车的技术路线之争，成为了 2019 中国汽车产业发展（泰达）论坛的焦点。

“有部分媒体片面解读国家将不再支持纯电动，转而支持氢燃料电池汽车，部分行业企业也认为我国新能源汽车技术路线会动摇。”8 月 31 日，财政部经济建设司一级巡视员宋秋玲在泰达论坛上表示。

出现这一争议的原因，在于纯电动汽车补贴的大幅退坡，而氢燃料电池在未来的一段时间内仍将获得国家的财政支持。不过，在过去几年里，在财政补贴的推动下，我国纯电动汽车快速发展，已经形成了一定技术突破，随着成本的下降，已经不再是产业初期依靠补贴来销售的时期。

实际上，在下一个阶段，国家对于纯电动汽车的支持，将主要在基础设施建设、使用便利性等应用场景。有关部门对纯电动汽车的支持态度，没有发生改变。

不过，宋秋玲同时指出，当前，全球制造业竞争加剧，外部环境不断恶化，我国新能源汽车与国际先进水平仍存在差距，新能源汽车一些深层次的问题和矛盾已经开始显现。

早在本世纪初期，我国就已经确立了“三纵三横”（三纵：燃料电池汽车、混合动力汽车、纯电动汽车三种整车技术；三横：多能源动力总成系统、驱动电机、动力电池三种关键技术）的研发布局。不过，总体来看，产业发展到今天，业内的共识是，新能源汽车要根据不同的实际情况和需求，发展不同的技术路线，彼此之间是互补的关系，而不是替代关系。

值得一提的是,在中国工程院院士杨裕生看来,节能减排是电动汽车的宗旨。“从电动汽车全生命周期衡量,长里程纯电动车不节能减排、插电式混合动力车假节能减排、燃料电池电动车难节能减排、微小型纯电动车真节能减排、增程式电动汽车很节能减排。”杨裕生表示。

### 新能源汽车深层次矛盾

中国汽车产业正在经历调整期。乘用车销量下滑的趋势之下,业内都在寻求新的市场增量。在上半年下行的车市中,新能源汽车市场逆势上扬,未来几年的规模将进一步扩大。

不过,由于今年补贴退坡力度较大,新能源汽车市场在近两个月的增速呈现大幅放缓的态势。尽管过去几年新能源汽车发展迅速,但目前的产品性价比还难以和燃油车相媲美,新能源汽车主要集中销售在限行限购的城市。

中国新能源汽车市场正面对着巨大的外部挑战,主要体现在市场的竞争和企业的体系力。中国新能源汽车产业具有一定先发优势,但是近年来电动化趋势已经是全球汽车产业的发展共识。大众、戴姆勒、宝马等传统汽车企业已经开始加大在新能源汽车的研发投入,已经开始大力度进入中国新能源汽车市场,这些品牌由多年的造车工艺与技术积累,拥有一定的品牌号召力,这将给中国车企带来挑战。

此外,内部也存在动力不足的问题。目前我国新能源汽车技术经济性还不能完全与传统燃油汽车媲美,与国际上先进的新能源汽车也有一定的差距。

“动力电池性能仍不能完全满足需求,车用控制芯片、电机控制器等一些关键部件依赖进口。有些企业盲目乐观,有些企业信心不足,目前中国企业是否做好了迎接挑战的准备?我们感觉还存在很大的不确定性。”宋秋玲表示。

同时,纯电动汽车一些根本性的问题还没能得到解决。同济大学燃料电池汽车技术研究所所长章桐认为,新能源汽车目前仍然面临多重挑战。

“里程焦虑到目前还没有完全消除,虽然新能源汽车实用的续驶里程在300公里左右,但充电时间问题没能得到解决,快充技术在中国推起来还有很多问题。成本控制虽然有进步,仍然居高不下。充电基础设施仍然不够完备,在充电单项领域,充电费用越来越高,充电接口也存在统一标准问题。”章桐表示。

从消费者实际应用情况来看,目前纯电动汽车的体验过程仍待改进。而且,有的问题在未来可预见的一段时间内,仍然难以解决。

整体来看,新能源汽车产业的结构正在发生变化。随着纯电动汽车市场进入完全市场化竞争的阶段,新能源汽车产业面对着巨大的问题。如何解决深层次的矛盾,显得至关重要。

“政策要改革,电动汽车和动力电池必须安全第一,而不是里程第一、比能量第一,必须改变这个观念,改变政策;企业经营要改向,在市场化下,必须减

少电池用量，提高安全性、节能减排、降低车价。而不是追求长里程纯电动、多装电池、浪费能源、增加排放。”杨裕生表示。

燃料电池汽车前景如何？

尽管氢燃料电池汽车，被不少人认为是最清洁的汽车。不过，在中国工程院院士杨裕生看来，燃料电池在全生命周期内很难做到节能减排。

“第一，燃料电池是用氢做能源，而氢是没有矿藏的，当然也可以说水是矿藏，但氢和水不是一回事，制氢的效率不高。第二，氢的安全运输、分布、储存，都存在技术问题。第三，燃料电池的寿命不够长，在实验时可以做到一万两万小时，到路上就不行了。因为价格高、制氢成本高，造成了燃料电池耗能远远比内燃机耗能高得多。”杨裕生表示。

他认为，这些问题都要经过长期的研究才能解决。“目前政府有关部门需要考虑的问题是，氢燃料电池汽车以多大规模演示，在什么地方演示，如何实现市场化？”

不过，从应用场景来看，氢燃料电池可以弥补纯电动汽车的缺陷，二者适应于不同的车辆。

“中国汽车工业要想实现产业转型的话，一定要坚持纯电驱动，这个方向不容再讨论和争执。但是纯电动汽车和燃料电池汽车的电气架构是一样的，所有纯电动汽车遇到的问题，可以通过燃料电池汽车来弥补。”章桐表示。

从实际情况来看，尽管氢燃料电池汽车越来越受到各方重视，但是推进产业化发展的道路仍然非常漫长。

“由于我国燃料电池汽车核心技术和零部件技术尚未突破，基础设施建设不足，标准法规缺失，氢气作为能源管理的体系尚未建立等等原因，目前尚不具备大规模的推广应用条件。”宋秋玲表示。

章桐认为，从国家政策、产业链、整车的积极性、能源架构调整、氢气来源的多元化来看，氢燃料电池汽车非常符合在中国发展。而现阶段需要推进氢燃料电池汽车的示范运行。

据了解，目前国内有接近 30 个城市和地区正在进行一定规模的氢燃料电池汽车示范运行，以商用车为先导，公交物流作为主要区域，在特定场所、特定的用户群体运行。

“通过示范运行来做市场和技术的滚动性发展，示范运行的过程中要提炼技术，从整车到系统到部件到关键材料，一环一环培养成熟技术，把实验室技术变成可商业化、市场能够接受的，经得起市场考验的技术，所以要在政府的支持下才能够把这个事情做好。”章桐最后表示。

来源：21 世纪经济报道

聚焦

## 可转债融资打通多层次资本市场 推动融资结构与效率再优化

《实施办法》的发布有两重重要意义，一是发行私募可转债的主体将全面覆盖非上市公司主体，二是可转债已经成为了贯穿多层次资本市场的一种重要融资工具。

### 私募可转债大扩容

日前上交所、全国股转公司、中国结算共同制定并发布了《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》（下称《实施办法》），将非公开发行可转换公司债券发行主体范围由创新创业公司扩展至非上市公司。《实施办法》的落地也标志着可转债这项融资工具的重要性在多层次资本市场更进一步。随着投资者对转债市场关注度提升，公募、私募等布局相关产品的热情也大幅增长。

顶层设计解决民营企业融资难的措施正在逐一落地。

2019年2月中旬，中共中央办公厅、国务院办公厅联手发布了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》要求加强对民营企业的金融服务，要确保对民营企业的金融服务得到切实改善，融资规模稳步扩大，融资效率明显提升，融资成本逐步下降并稳定在合理水平，民营企业特别是小微企业融资难融资贵问题得到有效缓解。

这其中，“研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债”是重点需要落实的内容。

只用了半年时间，扩大私募可转债发行范围的政策落地，上周末沪深交易所、全国股转系统以及中国证券登记结算有限公司共同发布了《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》（以下简称《实施办法》），扩大创新创业公司债券试点范围，支持非上市公司非公开发行可转换公司债券。

《实施办法》的发布有两重重要意义，一是发行私募可转债的主体将全面覆盖非上市公司主体，二是可转债已经成为了贯穿多层次资本市场的一种重要融资工具。

### 贯穿多层次资本市场

《实施办法》能在半年时间内加速落地，和此前双创债两年试点积累的经验有很大关系。

2017年9月22日,为进一步支持创新创业公司发展,全国股转公司与沪深交易所、中国证券登记结算一同发布了《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》(以下简称《细则》)。

但双创债对于试点企业范围有严格的规定,主要包括两类,一是创新创业公司;另一类是募集资金专项投资于创新创业公司的公司制创业投资基金和创业投资企业。

事实上,对于试点企业还有更细的要求,即双创债试点初期,将对注册或主要经营地在国家双创示范基地、全面创新改革试验区域、国家综合配套改革试验区、国家高新技术产业园区,以及国家自主创新示范区等创新创业资源集聚区域内的公司以及新三板创新层企业给予重点支持。

“从数量来说,双创债由于限定了企业范围,试点期间发行双创债的企业数量并不多。”北京地区一家大型券商投行人士告诉记者。

北京地区一家大型券商固收部门人士指出,截至2019年7月底,创新创业公司债券累计发行58只,融资额82亿元。

而这次《实施办法》的发布突破了企业范围的限制,也就是说只要没有在沪深交易所上市过的公司只要满足基础的条件都可以在沪深交易所发行私募可转债,这一次也当然包括了广大新三板基础层企业,这也将大大拓宽私募可转债的发行主体范围,最大程度上落实中办和国办的要求。

而《实施办法》的落地也标志着可转债这项融资工具的重要性在多层次资本市场更进一步。

可转债在近两年时间里成为了上市公司再融资的重要工具之一。2016年可转债发行规模仅为226亿,到了2017年可转债发行规模已经升至602亿,2019年截至9月2日A股可转债的发行规模有已经达到1623亿。

“监管层整顿并购重组市场有意同时引导调整再融资市场结构,这其中可转债、可交换债是监管层力推的产品,在目前的大环境下可转债这样股债结合的产品受到了监管层的推崇。”前述北京地区投行人士表示。

事实上,在治理区域性股权市场融资的时候,证监会也将私募债产品叫停并且允许各家区域股权市场辖区内的企业发行私募可转债。(和这次私募可转债的区别在于交易场所,区域性股权市场是在各自四板交易所发行,而这一次是在沪深交易所发行)

可以看到可转债产品已经贯穿多层次资本市场的各个部分,成为监管层优化多层次资本市场融资结构,提高融资效率的重要工具。

## 200人发行枷锁

值得注意的是,尽管目前监管层已经提供了私募可转债这一融资工具,但市场对一些发行门槛以及目前外部发行环境都存有疑虑。

在双创债试点的过程中，不超 200 人的发行门槛引发了市场的激烈讨论，这项门槛的存在很大程度上影响到了新三板市场创新层企业发行双创债的积极性。

因此，一些市场观点认为接下来扩大私募可转债发行范围是是否可以优化这一门槛，或是利用政策的组合配套取消这一门槛。

但《实施办法》中并没有取消或者优化这一门槛，并且重申了除了证监会另有规定的情形外，可转换债券发行前，发行人股东人数不超过 200 人。如果申报转股时发行人股东人数超过 200 人的，债券持有人均不得申报转股。

而转股申报期内，申请转股的债券持有人加上现有股东人数超过 200 人的，按转股申报的时间先后顺序进行部分转股，超过 200 人部分的转股申报不进行转股。

200 人的限制，对新三板企业来说是一项发行障碍，一家深圳地区新三板企业的高管便讲道：“该项政策有一定局限性，最主要体现在股东人数 200 人的限制上，虽说这次政策扩大了适用主体的单位，但早先进入新三板市场的优质企业大多都采用过做市转让的方式进行股权转让或者进行过多次融资，而市场都熟悉新三板企业质地与企业流通性存在正相关的关系，既然要转股，那么交易越活跃，股东人数越分散，公司股价的定价越公允，转股的核心便是定价问题，如果无法定价，就无从谈及转股。”

不过，对于监管层而言，200 人一直以来是监管红线，代表着一家公司的属性问题，很长时间内对于这一红线难以让步。

事实上，即便在四板市场发行私募可转债也仍有股东人数不超过 200 人的发行红线，内蒙古股权交易中心相关的工作人员便透露，在四板发行私募可转债企业股东人数不能超过 200 人且不能跨区域发行。

除了股东人数 200 人的门槛限制外，记者了解到在政策落地之时，很多市场人士和企业也对发行环境有所担忧。

近年来信用债违约事件频发，新三板企业风险事件屡屡发生等都给非上市公司发行私募可转债造成了不好的发行环境。

以新三板为例，新三板资深投资者黄璞告诉记者：“这两年大型企业公司债屡屡出现无法兑付的违约现象，导致整个公司债的信用风险过大，再加上新三板二级市场的流动性困境和二级市场价格有较大波动，最终使得此前的双创可转债成为了一个严重的买方市场，企业有强烈需求但认购者却寥寥无几，极大地制约了可转债政策作用的发挥，这次政策的落地很大程度上也并没有能够对外部发行环境有多大的改善，因此短期内对私募可转债落地有一定担忧。”

另外新三板首批双创债试点企业蓝天环保（430263）在去年曝出了资金链危机给双创可转债以及目前私募可转债市场造成了极大的不良影响。

“蓝天环保作为首批试点企业出事就意味着新三板企业整体风险系数都很高，这样的情况下，显然会影响投资者对于后续发债企业的价值判断，这一影响将会持续很久。”北京地区一家中小型券商承做新三板业务人士认为。

来源：21 世纪经济报道

## 可转债井喷发行规模超 1600 亿 私募机构积极布局 转债产品线

转债市场的金融制度不断迎来完善。

8 月 30 日，证监会新闻发言人常德鹏表示，证监会指导证券交易所发布了非上市公司非公开发行可转债业务实施办法，加强了对民营企业的金融服务。而深交所发布了私募可转债实施办法，拓宽发行主体范围助推民企发展。

分析机构认为，虽然私募可转债新规在短期内或难以推动大规模非上市公司私募可转债的发行，但发行规模最终将随着市场的成熟而得以放量。

鉴于可转债逐渐从边缘品种进入到投资者视野，公募、私募等机构对此类品种的关注度大幅提升，针对可转债市场的基金产品布局也随之升温。

前 8 月发行规模超 1600 亿

可转债市场的扩容在不断延续。

9 月 1 日晚间，桃李面包（603866.SH）发布公告称，公司向社会公开发行面值总额 10 亿元可转换公司债券获得证监会核准，成为本月首例获核准的可转债发行预案。

此前一个月，市场上共有 7 只可转债发行，分别是晶瑞转债、哈尔转债、翔鹭转债、九洲转债、英科转债、欧派转债和和兴转债，合计发行规模为 30.59 亿元。

21 世纪经济报道记者据 Wind 数据统计发行，截至 8 月末，今年以来共有 96 只可转债发行，其中公募可转债共 72 只，私募可转债共 24 只。这 96 只可转债的合计发行规模高达 1607.05 亿元，是 2018 年全年的 2 倍。

从单笔规模来看，今年发行规模排名前三的可转债分别来自于中信银行、平安银行、江苏银行，发行规模分别为 400 亿元、260 亿元和 200 亿元，合计占年内全部可转债发行规模的一半以上。

此次私募转债新规的发布，意味着可转债发行主体范围再度扩容，无疑将推动可转债市场发行规模的进一步扩大。

民生证券分析指出，私募可转债新规并未改变流动性弱、转股限制多、条款保护较弱等因素，在短期内或难以推动大规模非上市公司私募可转债的发行。但随着对新品种认知的不断深入，制度安排也会日益完善，发行规模最终将随着市场的成熟而得以放量。

然而，随着转债市场扩容，部分人士担心转债中长期的供给压力将对可转债的估值造成影响。

有机构人士向记者表示，“近期市场上转债供给的节奏虽然暂时有所缓解，但中长期的供给压力将一直存在，过往可转债以往稀缺性定价的逻辑将遭受挑战，转债的估值将受到这一因素影响，其价值将更依赖于正股的价格。”

不过，亦有机构认为对转债扩容的压力无需过于担忧。中信建投分析师黄文涛等人分析认为，随着转债总体市场规模的扩容、择券范围的扩大和转债市场表现提升，转债市场的成交量明显增大。因此，虽然今年供给上持续放量，且未来待发转债规模仍然可观，但随着转债择券范围的加大和行情的推升，转债需求和新增资金亦较为强势，转债市场仍可作为大类资产配置需求市场，需求不弱，供给压力并不能看作为影响转债估值的核心变量。未来仍需看市场的整体表现和对资金的吸引力的此消彼长。

数据显示，上周全市场可转债累计成交 2.23 亿手，累计成交金额 294.17 亿元，日均成交 58.83 亿元，而上上周（8 月 19 日-8 月 23 日）日均成交 65.23 亿元。

值得一提的是，自 7 月以来，转债行情略微脱离 A 股，呈现出“短暂的独立”。今年 7 月，中证转债指数上涨 2.05%，同期上证综指下跌 1.56%；今年 8 月中证转债指数上涨 1.1%，而同期上证综指下跌 1.58%。

有公募受访者表示，“虽然转债具有股票属性，但转债和股票还是有区别的。股票估值可以不停下压，但转债跌到有纯债的价值基本就跌不动了。所以转债的走势虽然和股票密切相关，但也不是绝对正相关。”

### 机构布局转债产品线

随着投资者对转债市场关注度提升，公募、私募等布局相关产品热情也大幅增长。

8 月 30 日，主打可转债策略的东方红聚利债券证券投资基金结束募集，据渠道人士透露，该基金总募集规模预计超过 10 亿元。该水平相较于市场上此前成立的可转债基金的发行规模而言，处于领先地位。

记者注意到，今年以来，包括农银汇理、平安、交银施罗德、宝盈都专门发行了可转债基金，其中平安可转债发行规模为 9.06 亿，位居第一。此外，不少

基金名称虽然没有包含“转债”两字，但与东方红聚利一样，均是以可转债投资为主要策略的产品。

除了公募基金以外，私募同样非常积极。据基金业协会披露，今年以来共有 20 只私募可转债产品进行备案。此外，自 2017 年至今，共有 58 只私募“转债”基金备案，远超过去多年的总数，这与可转债市场整体的发展情况相符。这些发行转债产品的私募基金公司不乏高毅资产、盈峰资本等业内知名企业。

为何在当前时点选择布局可转债？东方红聚利拟任基金经理孔令超提到了三项原因。

其表示，首先，过去两年可转债扩容较快，可转债市场估值水平相对于前几年有较大压缩，今年年初时可转债的整体估值被压到了过去十年的最低水平。目前可转债的估值水平虽然较年初略有回升，仍然处于较低的水平。

其次，后面还有大量的可转债要新发，有很多投资机会可以挖掘。

第三，从大的资产配置来说，可以把资产从传统的债券向可转债切换，因为债券在过去一年半里，债券和理财产品的收益率有比较明显的下行，收益率到了比较低的位置，未来收益空间是有限的。而当前股市水平处于相对较低的位置，现在发行可转债的公司，在未来三年的时间里是存在较大的转股的可能性。如果三年之后可以转股，意味着可转债价格会上涨，现在可转债平均价格只有 100 元出头，放在三年的时间来看，潜在的收益率或比一般的债券收益率高。

对于部分存量可转债基金而言，今年确实迎来了业绩爆发时刻。

Wind 数据统计显示，虽然经历了明显的回撤，但在年初一波“大赚”行情之下，公募可转债基金年内业绩依然较为优秀。

具体而言，剔除转债分级 B 以外，年内业绩较突出的可转债基金分别是长盛可转债 A/C、汇添富可转债 A/C、博时转债增强 A/C、中欧可转债 A/C，收益率均在 24% 以上。

对于未来的投资策略，前述中信建投黄文涛等表示，转债市场未来若有极限压力下的向下测试，可看作是一个大的黄金机会。不用纠结当前左侧已经不像是左侧的问题，也不用担心会错过行情的问题，可以开始切换至右侧思维，跟随正股主线行情去投资，将仓位更多放到已经呈现出确定性的品种中，而减少那些估值已经抬升但正股还未见强势动能的品种。

来源：21 世纪经济报道

## 互联网医疗接入医保 能否解局盈利模式之困？

对于互联网医疗企业来说，如何持续将医药闭环打通，跑通盈利模式则仍是重中之重，这也就对进一步明晰相关法规提出了新要求。



图/甘俊 摄

互联网医疗从发展之初的不断摸索盈利模式到如今法律法规日趋完善。

随着国家医保局公布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》（以下简称《指导意见》），将“互联网+”医疗服务价格纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理；对符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策。从事在线诊疗和处方药以及从事线下互联网医院的平台运营商，均有望从中受益。

《指导意见》规定，医疗服务价格项目延续以往以省为主，国家、省和市三级管理的模式等。价格政策则按公立、非公立实行分类管理。这意味着，今后公立医疗机构有偿提供“互联网+”医疗服务有章可循，不再有政策不明朗的问题，

而社会力量有偿提供“互联网+”医疗服务，《指导意见》保留了其进入医保支付范围的通道，最大限度为社会力量创造公平的市场竞争环境。

互联网医疗从最初的民营为主，线上问诊业务起家，几经发展变迁，逐渐呈现出公立民营共同发展，医、药闭环逐渐打通的趋势。但此前监管政策的不明晰，一度使得行业发展陷入困境。随着各类规范引导逐渐明晰，企业纷纷将慢病医药、线上线下相结合作为重点布局方向，静待花开。

### 明晰医保政策 便捷基层医疗

此次《指导意见》的出台，从多个层面明晰了互联网医疗如何接入医保政策，一定程度上对于便捷基层互联网医疗起到助力作用。

对于医疗来说，以互联网技术为代表的新技术带来降本增效，为患者带来的是公平可及和便利，而不应增加费用和负担。但便捷的互联网服务一旦进入医保，会不会导致过度使用，让老百姓的救命钱被滥用，成为需要思考的风险。

“基本医疗服务首要任务是保基本，应用互联网+以及信息技术的关键原则是降本增效；对于市场化服务来说，关键点是提供个性化、多层次选择。”好大夫在线 CEO 王航表示。

国家医保局解释的“线上线下公平的具体含义，是要从成本构成、服务价值、资源配置等各个角度，深入分析线上线下的联系和区别，综合考虑线上线下医疗服务的比价关系和价格水平。《指导意见》要求，公立医疗机构开展互联网复诊，由不同级别医务人员提供服务，均按普通门诊类项目价格收费。

健客 CEO 谢方敏对 21 世纪经济报道记者表示，在互联网医疗初创阶段，以轻问诊为主要特征，为用户提供的服务以咨询为主，此时社保不是刚需；随着互联网医疗制度逐渐完善，以慢性病、复诊为主要特征，该部分病患主要具备三个特征：年龄大、病程长，用药周期长，导致药量大。该部分病患国家鼓励以分级诊疗为主，多数患者在社区用医保取药，存在排队时间长、取药量有限等困难。当互联网医疗接入社保后，既可使该部分患者足不出户拿到药品，又可使用与社区同样的医保形式。

“一旦线上复诊可以进行医保报销，这部分人群对于就医便利的需求就可以得到实质性解决。同时，会有更多的慢病患者有动力去网上复诊开处方，也会推动处方外流，处方药网售，这对于健客来说是一个利好消息。”谢方敏补充道，“互联网医疗接入医保对于发挥医保大数据优势也有所帮助。当互联网医疗和医保对接后，基于互联网医疗的健康数据、处方数据和医保支付的医疗数据实现对接，从长远来说，可以实现跨地区、跨医院的医保医疗服务数据共享，一方面更有效管控医保资金的使用，另一方面为参保人员逐渐建立健康档案，充分发挥医保大数据优势。”

### 尚需进一步探索

尽管接入医保之后为互联网医疗企业带来春风，但也给行业带来增量服务、医保控费的机遇和挑战。

“医保支付固然可以带来利好，但医保的整体趋势是控制费用，合理确定总额控制指标是重中之重，因此对于企业而言，能提供什么服务，是值得思考的问题，比如在合理用药、医保审核监管、处方共享等平台出现下，既能提高药师的审核处方效率，又能及时监控不符合医保规范的开方行为。类似健客的互联网医疗平台利用 AI 的技术来审核药师审方准确性，但企业更加呼吁互联网医疗政策进一步明朗。”谢方敏对 21 世纪经济报道记者说道。

此外王航表示，互联网平台模式的高效率是近年来中国互联网发展的核心特点。如何发挥平台模式的优势，是下一步需要探索的。

在平台上，患者对接一个个医生的线上服务，医生为自己的行为负责、为自己的长期品牌负责。在互联网服务全程留痕的特点之下，医生个人医疗行为、费用情况都可以被记录、分析，完全可以产生基于医生个人的医保经济评价，最终一定会产生“医保定点医生”这种服务更好、控费更精准的医保协议制度。互联网+服务量的上升，必然推动服务质量和标准的研究。提升服务质量，降低医疗风险是行业需要主动解决的问题。

对于互联网医疗企业来说，如何持续将医药闭环打通，跑通盈利模式则仍是重中之重，这也就对进一步明晰相关法规提出了新要求。

“4+7 带量采购”后，药品利润被进一步压缩的药企们纷纷布局零售端，很多互联网医疗企业作为处方外流的承接者，对医院的处方外流更是翘首以盼。带量采购使得更多的仿制药走进了医院，许多原研药之前在零售占据份额较低，但零售药房开放的更大领域和患者需求，给原研药带来了巨大的市场机遇。但如果没有相关政策指引，那么患者是否愿意为处方外流买单？流出来的药品费用的支付渠道是什么，不能增加已有渠道，不能增加医保负担，也不能增加老百姓负担，我们希望相关政策尽快出台。”谢方敏说道。

早期存在不少的互联网医疗先行者，试图通过砸钱将用户与平台挂钩，然而这种“先上车后买票”的逻辑并不适用于医疗。先通过资本形成模式，而后再利用资本倒逼政策改变是很多企业进军互联网医疗的模式。

但用户的意愿一直都停留在浅层次的低频消费。虽部分互联网医疗平台已找到一定的盈利模式，不足以支撑大范围的成本投入和战略布局，平台价值如何变现还在探索中。但始终离不开解决“看病难，买药难”的问题。所以互联网医疗企业研发的每一款产品，还是要围绕解决看病的问题。

值得一提的是，互联网医疗还有一个核心的问题就是医生资源调配，医生是诊疗体系中的核心，但目前国内医生仍然和线下的医院牢牢绑定，且备受线下医院的管理限制，但确实没有医院为载体，医生很难发挥自身所长，但目前互联网医疗企业在与医生形成共同利益体上还有一些问题待解决，如何解决医生资源合理配置的政策也将决定产业的发展动向。

## 科技前沿

# 旷视科技的“无限游戏”

印奇将人工智能创新比喻为一场“无限游戏”，在其看来，有限游戏通常受时间限制，有输赢双方及明确的规则，而无限游戏则会一直持续，规则和参与者也会不断改变。

2004 年，57 岁的姚期智做出一个重要决定，他辞去普林斯顿大学的终身教职，回到中国成为清华大学的一名全职教授。

在计算机科学领域，姚期智享誉全球，2000 年，他便成为素有“计算机界诺贝尔奖”之称的图灵奖的首位亚裔得主。

当时，姚期智或许不会意识到自己的这一决定会产生多大的影响，但站在 2019 年回首望去可以发现，他的归国，为中国计算机科学的发展埋下了一颗种子。

2005 年，姚期智入职清华大学后做的一件事就是创办面向本科生的“软件科学实验班”（后更名为“计算机科学实验班”，也被称为“姚班”）。至今，“姚班”已经送走了约 400 名学生，其中大部分学生选择继续深造，也有一些人走进企业或者自己创业。

一位资深的 AI 行业人士告诉 21 世纪经济报道记者，“姚班”可以称作是中国计算机领域的黄埔军校，姚期智给学生构建的覆盖更全面的课程体系，让他们可以接触到最前沿的计算机科学同时还能进行跨领域研究。如今，业内很多大牛都来自“姚班”。

印奇、唐文斌、杨沐便是“姚班”毕业生中的三个典型代表，2011 年 10 月，他们三人联合创办了专注于视觉人工智能领域的旷视科技。经过 8 年的发展，2019 年 8 月 25 日，旷视科技向港交所递交了 IPO 招股书。

作为人工智能领域冲击 IPO 的第一股，旷视科技的 IPO 对行业而言有着深远的意义。毕竟人工智能方兴未艾，最初很多人将它视为一种创新技术，但现在更多人将其看做是一个基础设施，人工智能所蕴含的力量充满想象空间，而旷视科技迈出的这一步，无疑将成为整个 AI 产业的一个标志性事件。

## 自2013年1月注册成立以来获得的九轮投资情况

记者/白杨 编辑/李清宇 设计/Mel

轮次		首次购股 协议日期	截止日期	购股协议所涉 及股份总数(股)
1	A系列优先股 购买协议	2013.7.18	2013.7.18	<b>8500000</b> A系列优先股
2	B系列优先股 购买协议	2014.7.24	2014.8.24	<b>10240964</b> B系列优先股购
3	B-1系列优先股 购买协议	2014.12.22	2014.12.22	<b>3012049</b> B-1系列优先股
4	B+系列优先股 购买协议	2015.3.12	2015.4.3	<b>8032128</b> B+系列优先股
5	C系列优先股 购买协议	2016.9.30	2016.12.6	<b>4608435</b> C系列优先股
6	C-1系列优先股 购买协议 第二轮C-1系列优 先股购买协议	2017.6.23	2017.7.5	<b>2878025</b> C-1系列优先股
		2017.7.21	2017.7.27	<b>1726815</b> C-1系列优先股
7	C-2系列优先股 购买协议	2017.9.27	2017.10.20	<b>8135218</b> C-2系列优先股
		2017.9.27	2018.2.2	<b>16270436</b> C-2系列优先股
8	C-3系列优先股 购买协议 D系列优先股 购买协议	2018.8.21	2018.7.6	<b>13550257</b> C-3系列优先股
		2018.8.16及 2018.7.23	2018.7.6	<b>1762631</b> D系列优先股 <b>7638066</b> D系列优先股
9	D-1系列优先股 购买协议	2019.1.30及 2019.4.30	2019.4.30	<b>20715274</b> D-1系列优先股

轮次	平均已付每 股成本(美元)	本公司所募集 资金总额(美元)	较[编纂]的平均 [编纂](附注)
1	<b>0.24</b>	<b>2000000</b>	[编纂]%
2	<b>1.65</b>	<b>16919567</b>	[编纂]%
3	<b>1.66</b>	<b>5000000</b>	[编纂]%
4	<b>2.73</b>	<b>21916507</b>	[编纂]%
5	<b>8.79</b>	<b>40500005</b>	[编纂]%
6	<b>10.42</b>	<b>30000000</b>	[编纂]%
	<b>10.42</b>	<b>18000000</b>	[编纂]%
7	<b>12.29</b>	<b>100000000</b>	[编纂]%
	<b>12.29</b>	<b>200000000</b>	[编纂]%
8	<b>12.29</b>	<b>166562469</b>	[编纂]%
	<b>17.02</b>	<b>30000000</b>	[编纂]%
	<b>17.02</b>	<b>129999972</b>	[编纂]%
9	<b>28.48</b>	<b>589999984</b>	[编纂]%

## 清华走出的三位创业者

上述 AI 行业人士告诉记者，如果要给近些年人工智能的爆发式增长寻找一个起点，那肯定是 2016 年 3 月 AlphaGo 与围棋世界冠军李世石的人机大战。这件事造成的影响远超外界想象，它也让更多人见识到了人工智能的厉害之处。

但实际上，人工智能的历史由来已久，至少在 2011 年 10 月，印奇、唐文斌、杨沐这三位刚刚走出校园的青葱少年便已经意识到人工智能技术的发展机遇，并投身其中。

1988 年出生的印奇，18 岁被保送进入清华大学自动化系，随后进入“姚班”师从姚期智并于 2010 年毕业；1987 年出生的唐文斌与印奇是同班同学；1989 年出生的杨沐则比他们二人小一届。

能进入“姚班”的基本都是学霸，所以翻开他们任何一个人的简历，都十分光鲜亮丽。比如唐文斌，是清华大学首届“Yao Award”金牌获得者，也是中国第五位获得 TopCoderTarget 的选手，曾获得 ACM/ICPC 国际大学生程序设计竞赛世界总决赛第六名（亚洲第一名）。

而印奇在上学期间就开始在微软亚洲研究院（MSRA）实习，加上毕业后全职工作的时间，印奇总共在 MSRA 呆了四年，其间，他研发了一个人脸识别系统并将其发表在当年的计算机视觉与模式识别（CVPR）会议上。

出身同门，让印奇、唐文斌、杨沐三人成为亲密好友，所以在 2011 年萌生创业的想法时，三人也一拍即合。同年 10 月 8 日，旷视科技正式成立，注册资金为 3 万元，印奇、唐文斌、杨沐分别缴纳 22500 元、3750 元、3750 元。三人同为联合创始人，印奇为董事长兼 CEO，唐文斌为首席技术官，杨沐出任高级副总裁。

唐文斌曾表示，最初他们其实并没有想到创业，只是想将计算机视觉的技术应用到游戏中。据 21 世纪经济报道记者了解，2011 年 8 月，由清华大学三位学生组成的团队 VisionHacker 曾推出一款移动体感游戏《Crows Coming》，而这正是出自唐文斌等人之手。

不过后来，他们转变了思路，决定做一家提供技术服务的公司，这也成为旷视科技至今在做的事情。当时其实还有一个背景事件，2012 年，Facebook 作价 1 亿美元收购了一家以色列人脸识别公司 Face.com，这笔收购，也让处在创业初期的印奇等人突然意识到，自己在做的事情竟然这么值钱。

在明确了公司的战略方向之后，旷视科技也开始加速技术产品的研发。2012 年 10 月，旷视科技推出了基于云端的计算机视觉开放平台 Face++。不得不说，这是一款非常成功的产品，尤其是在当时人工智能还没有那么普及的环境下，Face++ 就可以一整套人脸检测、人脸识别以及面部分析的视觉技术服务。

在随后的很长时间内，Face++这款产品也成为了旷视科技的代名词，很多人都知道 Face++，却不知道旷视科技。但对于印奇等人而言，记住哪个名字不重要，重要的是他们的创业之路已经有了一个成功的开端。

### 马云的一次“代言”

而让旷视科技真正名声大噪的是 2015 年 3 月阿里巴巴创始人马云的一次“助攻”。当时，马云在德国 CeBIT(汉诺威消费电子、信息及通信博览会)期间向诸多政要嘉宾演示了蚂蚁金服的刷脸支付技术，现场，马云通过刷脸支付从淘宝上购买了 1948 年汉诺威纪念邮票。

马云亲自做“代言人”，让刷脸支付一时间成为国内热议的话题，而根据官方介绍，这项刷脸支付的技术是由蚂蚁金服和 Face++ 合作研发的。

不过，旷视科技和蚂蚁金服当时的关系已经不仅是合作伙伴那么简单。2014 年 8 月，蚂蚁金服通过全资子公司向旷视科技战略投资了约 1500 万美元；而在马云演示完刷脸支付技术之后，蚂蚁金服又向旷视科技增加了约 2200 万美元的投资；同年，印奇还成为阿里巴巴湖畔大学的首期学员，马云也变成了他的老师。

成立至今，旷视科技共进行过九轮投资。据招股书披露，印奇目前持有旷视科技 8.21% 股权，唐文斌持有 5.90%，杨沐持有 2.72%。虽然三人共计持有的股权仅为 16.83%，但由于同股不同权的架构，他们仍然享有旷视科技的实际控制权。

其他股东方面，蚂蚁金服子公司 API Investment 持有旷视科技 15.08% 股权，为最大的机构股东；淘宝中国持有 14.33%；国风桥投资有限公司持有 11.27%；Machine Intelligence 持有 6.19%；AI Mind 持有 5.57%。

可以看出，阿里巴巴通过蚂蚁金服子公司及淘宝中国共计持有旷视科技 29.41% 股权，已经成为其最大的股东。基于紧密的资本关系，旷视科技和阿里巴巴在业务层面所呈现出的合作状态也尤为亲密。

据招股书披露的关联交易显示，旷视科技与芝麻信用签订了合作协议，芝麻信用将使用旷视科技的身份认证解决方案。根据协议，芝麻信用向使用身份认证的终端客户每次收取 1 元的最低费用，并向旷视科技支付所收费用的 85%。

2015 年 5 月，旷视科技推出基于云端的人脸识别身份认证解决方案 FaceID，到了 2016 年 3 月，FaceID 就已经为全球超 1 亿人完成了在线身份验证服务。而从 2016 年至 2018 年，旷视科技 FaceID 解决方案的客户数量从 128 名增至 1044 名。

根据灼识咨询报告，按 2018 年收入计算，旷视科技是中国最大的云端人脸识别身份认证解决方案供应商，占据超 60% 的市场份额。这其中，阿里巴巴起到了重要的推动作用，据招股书披露，2017 年、2018 年，芝麻信用向旷视科技支付的个人物联网解决方案相关费用分别为 1350 万元和 1810 万元，2019 年上半年为 660 万元。

除此之外，旷视科技与阿里巴巴的合作还有很多，比如其推出的智慧物流解决方案为亚洲最大的智能仓库之一提供技术支持，以服务阿里巴巴的天猫超市。同时，旷视科技还与阿里云签订了框架协议，由阿里云向旷视提供多种云服务、云存储及相关的技术支持服务并收取服务费。2018年，旷视科技向阿里云支付的费用总额为2180万元，2019年上半年则为1270万元。

### 技术研发构建竞争壁垒

目前，旷视科技对外提供的解决方案主要面向三个领域，即2012年底进入的个人物联网、2015年底进入的城市物联网以及2017年进入的供应链物联网。准确的说，旷视科技是一家售卖技术服务的公司，它们通过将人工智能技术商业化来实现公司的增长，因此，在面向行业竞争的时候，技术也成为衡量企业竞争力的核心指标。

招股书中提到，深度学习领域的创新是近年来人工智能技术发展的主要推动力，而旷视科技是全球为数不多的拥有自主研发的深度学习框架的公司之一。

这个深度学习框架指的是Brain++，它是整个旷视科技的底层技术架构，为算法训练及模型改进提供支持。据悉，Brain++具体包含人工智能基础架构（Brain++ Infrastructure）、人工智能计算与数据平台（Brain++ Platform），与核心的人工智能训练与推理引擎（Brain++ Engine）。

基于Brain++，旷视科技构建了一条不断自我改进、不断更加自动化的算法生产线，同时，Brain++也能针对不同垂直领域的碎片化需求定制丰富且不断增长的算法组合。

而站在这些领先技术背后的，则是旷视科技实力强悍的研发团队。据悉，截至2019年6月30日，旷视科技的研发团队由1432名计算机科学家、算法工程师及产品研发人员组成。

自2017年以来，旷视科技的研发团队在各项国际人工智能顶级竞赛中累计获得22个项目的世界冠军，竞争对手中不乏来自世界科技巨头及顶尖大学的研究团队。

此外，在过去两年中，旷视科技参加了计算机视觉领域最权威的国际精神之一COCO的八项赛事，并取得了7项第一名和1项第二名。旷视科技的技术实力，由此可见一斑。截至目前，旷视科技在全球注册了约250项人工智能相关专利，另外还在申请的约有900项。

在高手如云的旷视科技，前微软亚洲研究院首席研究员、现任旷视首席科学家、研究院院长的孙剑更是佼佼者。孙剑在科研领域获得的成就不计其数，他同时也是印奇在微软实习时的老师。

2015年，孙剑提出了深度残差网络ResNet。据悉，ResNet取得的一个重要突破是实现了152层的网络深度，因此其诞生之后，很快就成为深度学习领域应

用最广泛的神经网络结构之一，如 DeepMind 的 AlphaGo Zero 便是 ResNet 的使用者之一。

孙剑的加入，也让旷视科技在算法开发上取得了诸多突破，除了 ResNet，旷视科技还于 2016 年提出 DoReFa-Net、于 2017 年提出 ShuffleNet。目前，这也是旷视科技最主要使用的三种尖端深度神经网络。

截至 2019 年 6 月 30 日，旷视科技研发人员占公司总人数的比重达 61%，庞大的研发团队，也对应着旷视科技庞大的研发支出。招股书显示，旷视科技 2016 年至 2018 年的研发支出分别为 7816.5 万元、2.05 亿元、6.12 亿元，2019 年上半年为 4.68 亿元。

同时期，旷视科技的营收分别为 2016 年 6780 万元、2017 年 3.13 亿元、2018 年 14.26 亿元、2019 年上半年 9.49 亿元。通过数字对比可以看出，旷视科技研发支出占营收的比重一直很高，而这也成为旷视科技亏损的主要原因之一。

2016 年至 2018 年，旷视科技的净亏损为 3.42 亿元、7.58 亿元、33.51 亿元，2019 年上半年的亏损更是达到 52 亿元。旷视科技表示，亏损主要是由于优先股的公允价值变动及持续的研发投资。

所以按照非国际财务报告准则（剔除非经常性损益）来计算，旷视科技在 2016 及 2017 年分别录得亏损 9195 万元、1.42 亿元，2018 年及 2019 年上半年则录得净利润 3219 万元、3267 万元。

### AI 并非烧钱无底洞

目前，大家常说的人工智能主要包含三个核心领域，即计算机视觉、语音识别以及自然语义理解。其中，计算机视觉是商业化潜力最大的领域。而旷视科技的规模化盈利，则给整个计算机视觉产业释放了一个积极的信号，它让同处这一赛道的其他玩家更清晰地了解到，AI 技术的商业化并非是烧钱的无底洞。

2019 年上半年，旷视科技最主要的营收来源是城市物联网解决方案，这部分业务营收达 6.94 亿元，占总营收 73.2%。招股书显示，城市物联网解决方案的商业模式是通过跟每个城市的物联网项目订立个别合约，然后按照软件特许及物联网设备销售的相关约定收取费用。

个人物联网解决方案是旷视科技的第二大收入来源，它又可以进一步细分为个人物联网解决方案（SaaS）和个人物联网解决方案（个人设备）。

其中，个人物联网解决方案（SaaS）的收入主要来自 FaceID 解决方案及 Face++ 平台客户的收费，一般按用量计费收取。2019 年上半年，这部分业务的收入为 1.24 亿元，占总营收 13.1%。

而个人物联网解决方案（个人设备）的收入主要来自设备解锁解决方案及智能个人设备公司支付的许可费。2019 年上半年，这部分业务的收入为 8270 万元，占总营收 8.7%。

此外,供应链物联网解决方案的收入主要来自智慧物流解决方案客户支付的费用,上半年的收入为 4696 万元, 占总营收 5%。

从盈利能力来看,城市物联网解决方案虽然收入规模比较大,但毛利率却是 2019 年上半年旷视科技所有业务场景中最低的,为 59%。个人物联网解决方案 (SaaS) 的毛利率最高,为 87.2%,个人物联网解决方案 (个人设备) 和供应链物联网解决方案分别为 77.9%和 62.8%。

一位熟悉旷视科技的人士告诉 21 世纪经济报道记者,旷视科技在进入新行业领域的时候其实非常慎重,因为技术落地到垂直行业并不是简单的平台接入就完成了,它需要深入了解行业然后进行定制化研发,因此,拓展新行业的成本非常高。

旷视科技在招股书中也坦言,在进入新行业之前,会先评估自身的人工智能解决方案能否有效解决该行业的痛点并为客户创造价值,以及相关市场的潜在规模、自身的能力和可利用的资源等。

而当决定进入一个新行业时,旷视科技则通常会先与行业领导者合作完成一两个标志性的项目,以展示自己的技术能力,然后再向更多客户提供解决方案,进而深入渗透行业并占领市场份额。

目前,除了上述国内行业市场,旷视科技也在进军海外。截至 2019 年 6 月 30 日,旷视科技已经向国际手机厂商及网约车公司提供了个人物联网解决方案,与此同时,其还向中国境外 15 个国家及地区的客户提供城市物联网解决方案。

在招股书中,印奇表示,只有商业应用的成功,才能为技术创新提供充足的后备动力。同时,印奇还将人工智能创新比喻为一场“无限游戏”,在其看来,有限游戏通常受时间限制,有输赢双方及明确的规则,而无限游戏则会一直持续,规则和参与者也会不断改变。

多年以前,电影《终结者》中名为 Skynet 的人工智能防御系统在年幼的印奇心中埋下了一颗种子,他也从此立志要从事与人工智能相关的工作。如今,置身这场“无限游戏”,印奇创办的旷视科技已经抢占先机,他也坚信,人工智能这场技术革命势不可挡,也是人心所向。

来源: 21 世纪经济报道

## 直播带货圈“南北派”江湖：职业主播PK“老铁经济”

在经历一段摸索之后，很多直播机构开始走向精细化与专业化，控制宽度拓展深度。这一方面有利于扩大单品规模，提升与供应商的议价能力；另一方面，在垂直领域做深度挖掘有利于获得更精准的流量匹配。而在走过“颜值经济”之后，在垂直领域具有专业知识与敏锐洞察力的主播也正在培育更长久的职业生命力。

有人的地方就有江湖。

浙江义乌北下朱村在册村民只有 1380 人，却簇拥着来自五湖四海的数万人。这里是中国电商直播的中心，据不完全统计，5000 多名网红、上万名直播从业者，数万名供应链商人集聚于此，大街上到处流传着“白天三轮拉货，晚上路虎兜风”的创富神话。

直播带货是个带几分江湖色彩的圈子，在东北主播占据多数的圈内盛行着“跟大哥、拜师傅”的文化，这是一种以人际关系为纽带的“师傅带徒弟”式的“老铁经济”：网红主播凭借个性化魅力吸引流量并与后入者在流量与货源上实现利益分享，通过人际网络实现“折枝成林”式的蔓延，有人将此称为直播圈的“北派”。

同时，倾向公司化管理的“南派”也正在崛起，在这些机构中，主播与公司签约成为职业主播，并与买手、经纪人、场控、技术等工作人员分工明确、各司其职。机构一方面与电商平台签约，运营主播的浮现权，获取平台公域流量；另一方面则整合龙头厂家与供应链，编织供货网络。

在经历一段摸索之后，很多直播机构开始走向精细化与专业化，控制宽度拓展深度。这一方面有利于扩大单品规模，提升与供应商的议价能力；另一方面，在垂直领域做深度挖掘有利于获得更精准的流量匹配。而在走过“颜值经济”之后，在垂直领域具有专业知识与敏锐洞察力的主播也正在培育更长久的职业生命力。



## 南派经纪公会 PK 北派“拜大哥”

开播第 4 天，张大美有了 1596 个粉丝，尽管每场直播走货只有四五个，但接受 21 世纪经济报道记者采访时，这位来自吉林的大姐倒是挺乐观，“万事开头难，我给自己定了一个小目标：这俩月先把粉丝量整到破万，能破万的话我就献唱了。”

直播对张大美而言并不陌生，她的爱人就经营着一家直播公司，旗下一共有 40 多个主播，“全都是漂亮女生，主要做快手和酷我音乐盒，卖货不多，主要是打赏。”

开淘宝直播之前，张大美也做过一段时间的快手，但并不顺利，“一来是不会拍段子，老卡壳；二来我算不上漂亮，唱歌不行，跳舞吧腰又粗。”不过张大美有着 11 年的珠宝销售经验，直播带货在一定程度上相当于重操旧业，而其所在的公会——红播会在选货备货、客户导流、技能培训等方面为她从零开始提供了必要的支撑。

这是一家有着 30 多位主播，20 多个经纪人、场控等工作人员的直播孵化机构。其负责人姜辛告诉 21 世纪经济报道记者，直播的链条非常长，一般的主播单打独斗很难玩转，“其中最重要的一个是货，一个是流量，这就是为什么在直

播圈普遍流行‘跟大哥、拜师傅’的文化，因为大哥能给他货，大哥能给他导流。而我们要做的，是另一种市场化的公司运作方式。”

在姜辛看来，直播带货圈内有着泾渭分明的“南北派”之别，“北派”在直播平台快手上最为集中，主播多为东北籍（在整个直播圈，东北主播超过了一半），他们天生段子手，腔调喜感能带节奏，同时又很认“拜大哥”的江湖文化；“南派”主播则以江浙居多，由于接近供应链拿货方便，他们大都将精力放在货物而非个人魅力上。“我们公司的基因偏‘南派’，唱歌跳舞说段子‘北派’那一套玩不转，只能好好卖货。”

他介绍，在组织方式上，“北派”主要是以人际关系为纽带的“师傅带徒弟”式的传帮带，圈内称为“老铁经济”。“比如说，我是一个网红，有些人可能刚做直播流量很少，他认我做大哥。我直播的时候会跟他连麦，把我的流量导给他，帮助他成长，然后通过礼物榜或销售额来分成。”

而“南派”则更倾向于公司化的管理，主播与机构签约，其关系类似于艺人与经纪公司，机构再与直播平台签约，机构负责运营主播的浮现权，并设有专职买手为主播选货备货，为主播配有经纪人与场控人员。

21世纪经济报道记者从淘宝直播获取的数据显示，淘宝平台上活跃着逾600家电商主播经纪公司，机构主播正在成为“入淘”的主流。

主播孵化机构“梵维”就是其中一员，坐落于杭州九堡服装批发市场附近的这一机构拥有一个上百人的团队，包含40名主播和60多名工作人员。彼此分工明确、各司其职。

比如，选品负责人老罗的团队会在直播开始前为主播选定1000个SKU的产品范围，主播再从中选择200个SKU用于当天的直播。老罗介绍，“一场直播中主播一般会展示45套服装，主播助理会在直播时全程予以协助。”

此外，在直播间里忙碌的还有后台运营。他们是直播间的“数据大脑”，通过后台数据分析主播的直播情况，比如粉丝增长量、观看量、进店量、转化率等，判断主播在什么时间该上什么产品，该给粉丝发送什么福利，以确保互动效果达到最佳。

### 深耕垂直领域：从“宽播”到“窄播”

在姜辛看来，主播界的南北派之别还体现在内容的宽度与深度上。

“直播的门槛不高，在快手上注册一个手机号、有六个粉丝就可以开播了，所以很多‘北派’主播都没有固定的目标，可能今年播肥皂，明天播牙刷，有了宽度之后必定就会损失深度，因为你每天都在找货，而且找到货后一个人也不可能懂这么多货。而机构的主播不一样，哪怕培养不起来，也不能跨类目太多。”

比如，他的机构中所有主播都以鞋和包为主，这样做的好处是：对公司而言，可以整合几大龙头厂家与供应链，形成长期供货关系，获得更大议价空间；对主

播而言，可以在垂直领域做深度挖掘，积累行业知识与经验；对直播平台而言，系统为这类主播匹配的流量也更为精准。

“梵维”的负责人赵明理在一番折腾后也得出了类似的结论。起初，他认为电商直播就是“能开口说话的货架”，一会儿卖服装，一会儿卖食品，混沌中摸索了一年后，赵明理逐渐认清了方向，开始将全部精力投向了女装直播。

“目前，我们机构合作的供应商大概有 200 多家。常年深耕同一领域的主播也成了垂直领域的专家，比如一件羽绒服，当主播穿在身上展示的时候，她对面料、充绒量、适宜人群、搭配等细节都了如指掌。”赵明理说。

深耕垂直行业的另一个原因在于，在直播领域，消费呈现明显的多元化、个性化与快时尚化，这要求直播机构对细分行业的最新趋势具有敏锐的洞察，并能整合供应链做出快速的响应。

一位主打女装新品的主播告诉 21 世纪经济报道记者，女装直播是个周转异常迅速的行业，“直播中的女装一般一周就下架了，比如说我们有一千件的库存，哪怕只卖掉 800 件，剩下 200 件就当垃圾尾货处理掉了，宁可不去赚剩下的钱，也要在下一周马上推出新款。”

不论销售如何，直播都会将商品的生命周期压缩到最短。这名主播解释称，直播行业对市场温度是高度敏感的，一件商品一周后还剩 200 件，说明这件产品不太好卖需要快速更换。同时，如果一件商品在直播中很好卖，也不会将战线拖太长，这是因为中国的供应链高度发达，一件商品走火后，其他供应商会迅速跟进，市场往往就会出现价格战。

“在直播中，主播很忌讳对同一件商品打折，比如剩余 200 件宁可不做也不能打折，因为这会损害前面购买过这件商品的粉丝。”

姜辛的主播们同样如此，“我们每天基本上会上新 80 款包给到每个主播，都是不带重样的，产品更换非常迅速。”

同时，直播商品的市场温度也会迅速传导给供应商，并促使后者在产品开发上做出响应，“货卖得好与不好都会快速反馈给供应商，因为他们也是我们公司的股东，我们的利益是绑定在一起的。”姜辛介绍。

### 两极分化与难以维护的头部主播

姜辛的出现并非个例，在北下朱村鳞次栉比的商住楼中，正在生长出形形色色的网红孵化机构、直播拍摄基地、爆款交流社群等组织，这是中国社交电商异军突起的一个时代缩影。

近日，由中国互联网协会微商工作组、创奇社交电商研究中心发布的《2019 中国社交电商行业发展报告》显示，在 2018 年中国网络零售 9 万亿的市场中，社交电商市场规模已达 12624.7 亿，占比 14%；预计 2019 年社交电商在网络零售中的占比将超过 20%，这一比例将在 2020 年超过 30%。

报告统计，截至 2019 年 7 月，中国社交电商消费者人数已达 5.12 亿人，而社交电商从业人员规模已达 4801 万人，同比增长了 58.3%，中国正在迎来一个全民社交电商的时代。

而淘宝直播的数据显示，2018 年该直播平台带货额已突破千亿，今年以来更是呈现出极强的爆发性，带货额同比增速接近 400%。

直播带货行业的勃然兴起，有其独特的时代背景。首先，进入下半场的互联网人口红利消耗殆尽，获客成本显著上升，线上流量开始遭遇瓶颈，下沉市场成为新增流量的重要来源，而直播的形式符合这一市场的口味。

其次，相较其他媒介，直播更能适应流量的移动化、碎片化、社交化、娱乐化，后者也是一个不可逆转的时代趋势。正如姜辛所言，带货直播的受众们大都来自三至五线城市以及乡村，其中最集中的受众人群是宝妈。

此外，就像市场上以扩音器吆喝的商贩总能收获额外关注一样，互联网的无远弗届将人际传播的流量放大了无数倍，并促成了有效的成交。社交电商也为创业者提供了更低成本的入门机会；去除中间环节后，销售路径的缩短也降低了产品的价格。

流量是直播带货的核心 KPI，而不同主播在流量的获取与运营上也并不相同。

姜辛指出，大部分单打独斗的网红直播都是凭借自己的私域流量在带货，而机构主播则多以获取公域流量为主。所谓私域流量，是指主播自身已经积累了足够多的粉丝，然后转移到直播平台上完成变现；而公域流量是指，在淘宝等平台上根据直播的实际效果获取平台公共的流量。

在他看来，前者的业绩分化过大，头部主播往往切走了最大的那块蛋糕；后者相对则更为平均，也更符合新主播的成长路径。“很多机构的主播都是从零开始，但现在我们的主播一般一天都能做一百单左右，客单价在 50 到 80 之间，高一点的单场能达到 20 万左右的销售额。而个人主播的业绩差别可以说是天地悬殊。”

直播带货是个两极分化非常严重的行业，比如，网红主播薇娅在去年“双 11”期间创下了开播两小时直播间销售金额突破 2.67 亿的战绩。而对诸如张大美等初入者而言，直播带货并不轻松：单场直播一般会不间断地持续 6-8 个小时，倘无粉丝的快速积累，往往成果寥寥。

姜辛介绍，前两年主播孵化机构都是按照培养大主播的方式来运行的，“我们最早培养的头部的直播在 2016 年时已能实现月收入超百万，一般中部的直播月收入在几十万，然而新主播的收入则极不稳定。”

由于主播流动性很大，姜辛很快调整了培养的方向，把更多精力投入在中小主播身上。

这一方面是个概论问题：培养大主播，可能做 20 个只能成一个，其他的全部都会被淘汰，而培育中小主播的成功率在百分之七八十左右，“我们的组织方式是公司，控制风险非常重要，公司不能去赌这个概率，我要的是普遍受惠，我宁愿 200 个人每人赚 1 万，也不要一个人赚 200 万。”

另一方面，如何维护与头部网红主播的关系是这类机构面临的一个普遍困扰。“主播走红之后往往就会凸显很多问题，因为供应链这一端，无非就是货、公司运营、日常管理等，这些都是死的，唯一活的、不能摆平的就是主播，主播走红后粉丝是有粘性的，我们费尽心力把她做红了，可她单飞了怎么办？”

当被问及是否梦想成为网红时，张大美沉吟片刻后回答，“做直播的谁不想成为网红呀？但我感觉人们对‘网红经济’可能存在误解，很多时候把它和‘颜值经济’甚至是‘暧昧经济’混在一起。而我想做的，是一个对行业有深刻认知、消除不同行业间信息不对称并能给粉丝带来快乐的人，我很享受这样一步一步走过来的踏实感觉。”她说。

来源：21 世纪经济报道

## 地产

### 房企态度分化 长租公寓需升级换挡

近日，房地产企业 2019 年上半年业绩陆续发布，记者了解到，仅有少数几家房企公布了长租公寓的运营数据，部分企业甚至正在剥离长租业务。业内分析指出，随着行业集中度进一步提升，近两年长租公寓整体发展进入瓶颈期。不过，当前长租公寓的政策红利和市场机遇仍未散尽。企业未来的发展布局需根据不同城市政策导向灵活制定策略，长租公寓进入品质发展的关键时期。

#### 房企对长租公寓态度分化

近日，同策房地产研究院针对万科、龙湖、远洋、招商蛇口、旭辉等 10 家房企系长租公寓上半年业绩监测统计发现，部分企业正在剥离长租业务。从 10 家企业披露的半年报来看，仅有万科、龙湖等 4 家企业披露了上半年长租公寓业务规模、营收情况及出租率。旭辉、远洋、中骏等大多数房企半年报中不见“长租公寓”的影子，同策方面表示，这说明房企对长租公寓的态度分化越发明显。

同策研究院的统计数据显示，以龙湖为例，2018 年冠寓整体出租率为 50.1%。综合半年报，2019 年上半年，龙湖天街、冠寓等经营性物业如期推进，半年租金收入提升 39.2%至 25.8 亿元，整体出租率为 98.0%。截至 6 月底，冠寓目前已

在北京、上海、深圳等多个一线及二线城市开业运营。万科方面，上半年，万科租赁住宅业务新开业 101 个项目，截至报告期末，租赁住宅业务覆盖 35 个主要城市，累计开业 8.2 万间，其中 74% 位于北京、上海、深圳、广州等 14 个核心城市。成熟期项目平均出租率为 91%。

值得一提的是，2018 年一度将长租公寓列入集团四大业务之一的朗诗地产，2019 年开始有意剥离长租业务。2019 年上半年，朗诗调整了战略布局，将处于目标亏损期的长租公寓业务以及向第三方提供服务的建筑设计、园林绿化景观等非地产开发业务进行剥离。

“综合半年报可以看出，在长租公寓业务上，有些开发商开始掉队，有的有重大战略调整，很多都不再将长租公寓作为主营业务之一。对于房企系长租公寓来说，未来属于资本雄厚、模式清晰、抗风险性强的少数头部企业。”同策研究院相关分析人士指出。

据中国指数研究院统计，前 30 强房企中有 20 家准备布局或已经布局长租公寓业务。不过，从 2018 年下半年开始，资本市场对长租领域发展的支持转向谨慎，房企扩张步伐也有所减缓。一方面，是因为少了政策和资金的支持；另一方面，经过一段时间探索，企业逐渐意识到长租公寓盈利的艰难。在此背景下，剥离、收缩长租公寓业务成了今年以来的房企新动态。

#### “爆雷”事件令市场再添凉意

8 月上旬，南京乐伽公寓宣布倒闭。8 月 23 日南京市房产局的公告显示，南京乐伽公寓在南京市总共有房源 1.5 万间，截至乐伽公寓发布倒闭公告，共计亏损 5.7 亿。随后，乐伽公寓的倒闭事件引发苏州、西安、杭州等多个城市近万人维权。

“不管从乐伽公告还是官方公示来看，乐伽公寓都遇到了资金链问题，对于乐伽公寓的‘高收低租’（租户租房价格竟然比房东租给乐伽的价格还要便宜一些）商业模式本身存在高风险。”同策研究院方面分析指出。

“乐伽公寓可以说是长租市场的先行者之一，它的倒闭在行业影响深远。”一位业内人士说道。今年以来，企业长租公寓方面动态的明显减少，以及领军企业剥离相关业务或放缓扩张步伐的动态也引起行业深思，长租公寓市场确实让人感到一丝“凉意”。

近两年，伴随着长租公寓市场的迅猛发展，市场“爆雷”事件也接二连三地发生。中国房地产经纪同业联盟主席胡景晖分析指出，据不完全统计，2017 年至今，全国已经有包括西安好熙家、深圳 Color 公寓、广州 GO 窝公寓、上海好租好住、北京昊园恒业等 20 余家或大或小的长租公寓运营商出现爆仓。除了爆仓，一些品牌公寓也因为盈利困难、融资困难等原因主动退出长租公寓市场。

胡景晖表示，从行业竞争情况来看，长租公寓市场的竞争都分外激烈，综合实力强大的头部企业资源优势进一步显现，一些实力弱规模小的企业不可避免地

面临被吞噬的命运。即便在综合实力强大、长租公寓几成标配的开发商阵营中，分化趋势也日益明显，退出业务、收缩战略、放缓扩张成为他们的主要选择。行业面临的诸多“甲醛门”、“爆雷”事件等乱象背后，更加考验企业自身的内功修炼。

### 未来长租公寓需换挡出发

中国指数研究院近日公布的研究报告认为，当前，包括长租公寓市场在内的整个住房租赁市场发展仍处于初期阶段，居民租住意识转变空间、租住形态升级空间均较大，这其中蕴含着巨大机遇，未来长租公寓市场需要换挡再出发。

“长租公寓市场发展仍处政策红利期，未来政府还会制定更加灵活的支持政策。”中指院相关负责人分析认为，发展住房租赁市场，是我国构建房地产市场健康发展长效机制的核心内容之一。国家发展住房租赁市场的基调从未改变，未来政府还会制定更加灵活的政策支持市场发展。

事实上，租房相较购房是一种更具弹性的生活方式，尤其是在北上广等以存量房为主的市场结构当中，发展长租业务既是企业顺应市场形势的举措，租房也成为更多人的生活选择。

贝壳研究院数据研究分析师许婧表示，租赁市场与买卖市场相辅相成又相互制约，在买卖市场热度居高不下的大环境下，租赁市场则显得势头不足。

许婧分析，以上海为例，根据上海链家成交数据，截至今年6月底，整租套均月租金已达5827元。照此估算，上海市2019年住房租赁消费体量高达2027亿元，已超过2018年房地产业全年的GDP。上海市统计局的公开数据显示，2018年上海市房地产业GDP为1992.52亿元。

业内分析认为，随着长租公寓市场集中度的不断提高，潜在风险如果不妥善解决或做好相关预案的话，也意味着危机爆发后的波及范围更广、危害更大。

中指院方面则认为，企业在不同城市布局长租公寓业务时，应充分把握当地政策导向，依所在城市住房租赁市场发展特色灵活制定策略。顺应当地政策导向既可享受政策倾斜红利，也说明当地对某类产品的需求较旺盛。如，杭州支持人才专项租赁住房（人才公寓）的建设，北京支持租赁型职工集体宿舍（蓝领公寓）的建设，深圳支持城中村存量房屋开展规模化租赁业务等。

来源：经济参考报

## 文旅文化产业稳步推进 融创上半年业绩全面提升



图为融创半年报发布现场，孙宏斌等企业高管出席。资料照片

8月22日，融创中国（以下简称“融创”；股份代码：01918.HK）披露的2019年半年报业绩。数据显示，上半年公司实现营业收入768.4亿元，同比增长64.9%；归母净利润102.9亿元，同比增长61.7%；账面现金1380亿元，同比增长14.8%。

回顾上半年，在业绩快速增长的同时，融创流动性保持充裕，销售额稳步增长，市场地位进一步提升。同时，公司坚持不断判断市场，短期低位审慎补充价格合理土地，有效规避拿贵地风险，进一步巩固在土地储备和产品服务能力方面的核心竞争优势；围绕“地产+”美好生活，文旅与文化产业稳步推进，未来发展可期。

2019年上半年，融创在高基数之上保持了业绩的持续快速增长。半年报显示，公司实现营业收入768.4亿元，同比增长64.9%；归母净利润102.9亿元，同比增长61.7%。剔除业务合并收益及其摊销、金融资产及投资物业公允价值变动损益、非核心业务的资产减值损失等事项影响后的归母净利润126.6亿元，同比增长128.4%。同时，在2016-2018年毛利率快速攀升的基础上，融创2019年上半年的毛利率进一步提升至25.2%，同比提升了0.5%。

在销售额方面，融创同样实现持续增长。2019年上半年，融创持续加快周转坚决去化，交付面积保持稳步增长，实现签约金额2141.6亿元，同比增长11.8%，销售额稳居行业前五。综合2016-2018年，融创营业收入复合增长率88%，毛利复合增长率155%，合同销售额复合增长率为

75%，保持着高速稳健的发展节奏。

数据显示，融创上半年现金充裕，完全覆盖短期债务。截至 2019 年 6 月底，融创账面现金 1380 亿元，相较 2018 年底增长了 14.8%。此外，融创刚性到期的有息负债仅约 442 亿元。融创账面现金覆盖下半年刚性到期有息负债超 3.1 倍，有充足的把握确保流动性的充裕。

截至 2019 年 6 月 30 日，公司房地产物业开发业务已基本完成一线、二线及强三线城市等的全国化布局。2019 年下半年，融创预计将有超过 420 个项目在售，累计可售资源超 5700 亿元。融创方面表示，随着下半年销售高峰期的到来，充足高质量的可售资源将为融创贡献充沛的经营现金流，使融创继续保持充裕的流动性。

文旅资产一直是融创精心布局的重点之一。2018 年初融创成立文旅集团，已经形成了从设计、建造到运营的完整文旅体系架构。2019 年上半年，融创不断调整优化文旅产品布局，经营效率和盈利能力稳步提升。其中，各乐园客单价同比增长 27%。此外，各业态客单价中，主题乐园同比增长 44%，水世界同比增长 31%，海世界同比增长 27%，雪世界同比增长 20%。渠道客单价中，OTA（在线旅游）同比增长 53%，旅行社同比增长 29%。

随着广州、无锡旗舰文旅城相继开业，各业态火爆程度超过预期。在商业、酒店、乐园三大核心业态中，广州、无锡融创茂开业出租率均达到了 100%，广州融创文旅城融创茂首日客流量达 30 万人次，超过所有近期同类产品；无锡融创文旅城融创酒店群首周周末入住率即达 85%，后续周末入住率常达 100%；雪世界开业仅七周已累计客流量约 15 万人次，累计收入超过 4900 万元，经营利润超过 3000 万元。

据悉，针对未来市场，融创未来的战略方向将稳健摆在首要位置：控投资、降杠杆，稳健发展地产主业。在此基础上，融创将严控非地产业务投资，重点提升现有资产的运营和盈利能力，培育成为公司未来新的增长点。融创服务未来将全面提升社区运营效率和综合经营能力；融创文旅持续调整优化文旅产品，提升运营效率和盈利能力；融创文化推动乐融致新及乐创文娱业务恢复，创建融创影视优质内容品牌，建立 IP 的全产业链运营体系，致力成为中国文化产业的领军企业。

来源：经济参考报

## 想活 120 岁？干细胞技术可帮你圆梦

生物前沿

接受干细胞的治疗应该注意哪些问题？在进行造血干细胞的骨髓移植后，被移植人血液的 DNA 和受体是否一致？间充质干细胞是否能够批量生产？干细胞的异体注射，会不会产生排异反应？干细胞在骨科方面有什么研究和应用的可能？日前，在以“返老还童的想象与现实——干细胞和再生医学的未来”为主题的第 47 期理解未来科学讲座中，与会者将这些大众关心的问题向讲演嘉宾一一抛出。

曾经，人类的平均寿命只有 35 岁。而今年 7 月份国家卫健委公布的最新数据显示，2018 年我国居民人均预期寿命达 77 岁，60 岁及以上老年人口约 2.49 亿，占总人口的 17.9%，但有超过 1.8 亿的老年人患有慢性病，患有 1 种及以上慢性病的比例高达 75%。

如何让人们在寿命延长的同时提高生存质量？近年来，干细胞、再生医学逐渐成为公众在健康领域关注的一个热点，这些新技术不仅能治疗疾病，还能用来抵抗衰老。

干细胞让“返老还童”不再是天方夜谭

有人预测未来干细胞对社会的影响，就像智能手机的出现一样，将会彻底改变人们的生活。

“干细胞的应用可以分为模型、工具和药物这三方面。在实际应用中，从体外培养到依托动物实验的临床前研究，再到临床应用，其实是一个漫长的过程。而在干细胞研发中，科学布局、产业规划、管理与宣传等方面仍然亟待加强。”在讲座上，中国科学院动物研究所研究员、干细胞与生殖生物学国家重点实验室副主任李伟说。

干细胞抗衰老的研究，吸引着全球顶尖医学者的目光。一些发达国家已经取得了突飞猛进的进展，不仅应用在疾病治疗上，在抗衰老方面也取得了巨大的成果。

诺贝尔获得者、日本科学家山中伸弥在 2006 年发现，有 4 个基因能够对细胞进行重新编程，使细胞恢复到年轻甚至是胚胎干细胞的状态。山中伸弥在实验中验证了运用该技术可以让培养皿中的人体皮肤细胞活力提高。另外，他们对一只患有早衰疾病的白鼠做了实验，结果白鼠早衰特征消除而且寿命也得到延长。

位于美国加州的索尔克研究所的科学家们通过“细胞重编程”，使培养皿里的人类皮肤细胞由表及里都更加年轻。他们同样对小白鼠做了实验，最终使患有早衰疾病的小白鼠消除衰老特征并延长 30% 的寿命。

专家表示，相对于美国和日本，我国对干细胞研究起步比较晚。当前，干细胞在国内医学界属于新生事物，但仍有一些技术已经步入了成熟阶段。在当前医学条件下，面对心脑血管疾病、慢性呼吸系统疾病、糖尿病以及癌症等疾病，患者只能依靠终身服药来延长生命，随着近年来干细胞技术不断发展，这些被视作“终生携带”的疾病也许可以被治愈。

再生医学可以重建膀胱、肝脏甚至心脏

“80 岁，还是 90 岁？前几年，新疆有位老寿星活到了 128 岁——人的寿命完全可以达到 120 岁，那么为什么很少人活到这个岁数？因为我们人体的器官会老化、会磨损，而再生医学将可以解决这个问题。”中国科学院遗传与发育生物学研究所研究员戴建武告诉记者。

什么是再生医学？戴建武解释道，再生医学就是利用生物材料及一些诱导因素，利用我们身体里的细胞来修复、重建组织或者器官。当然，重建组织器官不是像捏面人那么简单。中科院遗传发育所的科学家团队经过十几年的努力，已经成功研制出基于胶原蛋白的功能生物材料，结合人体干细胞或再生因子，可以引导不同组织的再生。

“所以在不久的将来，失明的人可以重见光明，坐在轮椅上的人可以站起来，像我们一样去行走。再生医学可以重建一个膀胱，一个肝脏，甚至一个心脏。未来，需要做器官移植的人不会再经历漫长的等待，我们大多数的人，应该可以健康康活到 120 岁——这就是再生医学的梦想。”戴建武说。

再生医学是近 20 年才兴起的新型医疗技术。“和美国、日本等发达国家一样，我国也投入了相当大的研发经费。我国神经系统、生殖系统领域的再生医学研究目前走在世界前沿。谁做得快，谁做得好，谁就占领了制高点。”戴建武说。

目前，中科院动物研究所干细胞研究团队已经在长达 12 年的基础研究和临床前研究的基础之上，启动并完成了数例帕金森病患者的干细胞治疗临床研究。

“这样的阶段性进展，对再生医学的稳步向前发展是个极大地鼓舞。”李伟说，尽管干细胞的研究和发展还需要一个过程，预期 5 到 10 年内，将会有经过国家食品药品监督管理总局批准的干细胞药物上市销售。

来源：科技日报

《江苏创业投资》联系方式:

江苏省创业投资协会

地址: 南京市山西路 128 号和泰大厦 19 楼

邮编: 210009

电话: 025-83303470

传真: 025-85529959          E-mail: [jsvca@js-vc.com](mailto:jsvca@js-vc.com);

网址: [www.js-vc.org](http://www.js-vc.org)