

新时期创投机构要做好两大赋能

□深创投董事长 倪泽望

创业投资是中小企业的重要融资渠道，是建立科技创新体系的基石，是产业结构调整的重要推动力，是经济增长的助推器。经过近20年的发展，中国创业投资逐渐由一个“小众”行业变为一个“大众”行业，行业地位上升到空前高度，面临的环境形势也更加复杂多样化，创投机构也就更加需要持续修炼内功，为自身赋能。

把握新机遇

自2016年创投“国十条”后，各地纷纷设立政府引导基金，并且将引导基金纳入政府预算，纷纷建立基金小镇，吸纳创投机构入驻；国家开始允许银行等机构以投贷联动的形式进入创投领域；证监会出台专门针对创投股东的上市锁定期和减持新规；财政部、税务总局等部门出台针对创投机构和天使投资人税收优惠政策。近期，监管层又明确向掌握核心技术、市场认可度高且达到相当规模的创新企业A股上市抛出了橄榄枝，政策导向非常明显。

创业投资产业生态初步形成。在机构层面逐渐形成多元化主体，包括政府引导基金、商业化母基金、专业创投机构、大型企业附属创投部门或机构、天使投资等，其在投资方向和策略上，既有明确分工和专业性，同时又有互补协同性。在LP层面，长期机构投资人包括银行、保险、母基金等逐渐成创投机构重要的资金提供者。在项目源层面，“双创”活动深入推进，为创业投资储备了大量的优质标的；在退出层面，由主板、创业板、新三板和区域股权交易中心组成的多层次资本市场体系日益完善；在投资理念上，创业投资逐步由追求短期收益的财务投资转向长期的价值投资。

新经济是创投行业必须关注的领域。中国经济已是新常态，供给侧结构性改革和创新驱动是中国经济发展的主旋律。未来能够生存并且有竞争力的产业只能是有助于提升质量和效率甚至创造新的经济增长极的产业，尤其是国家重点支持的



互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等产业。创业投资应当紧密跟踪新技术、新产业、新业态、新模式等新经济领域。

迎接新挑战

严监管将成为创业投资的新常态。在创业投资活动如火如荼的同时，国家对创业投资机构的投资行为也开始进行严格规范。国务院法制办出台《私募投资基金监督管理暂行条例（征求意见稿）》，填补了私募股权投资基金监管的立法空白；创投基金管理公司及基金产品在中基协备案、投资机构定期向中基协提交投资报告已是强制动作；与此同时，资管新规净值化管理趋势，对于创投基金在非上市股权投资估值方面更是提出了新的挑战。

变化快是创投行业必须适应的节奏。经济转型的速度越来越快，新经济出现的周期越来越短。机器时代到电气时代用了100年，电气时代到信息时代用了70年，信息时代到

网络时代用了40年。其中，PC时代到移动互联网时代只用了20年，而网约车从出现到形成寡头只用了5年。传统行业从兴起至形成垄断竞争格局可能需要经过十几年甚至几十年时间，而新经济在风险投资的支持下，短短几年就完成了优胜劣汰的竞争格局。

强竞争是创投行业必须面临的环境。按照经济学理论对市场的划分，中国的创投行业基本属于完全竞争市场。在机构数量高达1.3万家、资金规模高达8.7万亿的市场中，创投机构不得不面对优质项目稀缺、一二级市场估值倒挂的双重考验。与此同时，行业集中度将进一步提升，投资项目数量、项目退出、投资业绩将主要集中在头部创投机构和背景强大的产业投资机构。部分在项目争夺中优势不足、投资业绩下滑的新机构、小机构可能面临“大浪淘沙”的命运。

退出难是创投行业面临的永恒主题。从退出维度来看，虽然国内IPO基本常态化，但存量项目积压严重，退出形势依然不容小觑。从历

年投资案例和退出案例数来看，存量项目越来越多。相当一部分投资人只顾疯狂投资，而没有认真思考将来项目的退出问题。退不出的存量项目开始成为创投行业的沉重包袱，一是锁住了大量资金，二是给基金到期清算造成了障碍。

做好两大赋能

新时代给创投行业带来了机遇和挑战，创投机构要想保持基业长青，唯有回归风险投资商业模式的本质，做好两个赋能：为自身赋能和为投资企业赋能。

为自身赋能，创业投资人要苦练内功。风险投资加速了企业成长，加快了企业所在行业竞争格局的形成，同时推动了不同新经济快速出现和更迭。投资人要有持续学习的精神，时刻保持高度敏感性，确保能够对企业新技术、新模式、新业态的快速更迭做出迅速反应。为自身赋能，创业投资人必须掌握不同行业、不同阶段的投资逻辑。投资人要深入行业一线，与业内人士建立紧密关系，随时掌握各个行业发展的最新动态及未来发展趋势；与此同时，针对不同行业，构建行业投资图谱，并且形成各个行业的投资逻辑。为自身赋能，创投机构必须具备国际视野。投资人要向国际一流投资机构学习更为先进的投资理念、精细化的投资方式和专业化的投资管理。

为投资企业赋能，要做好与投资企业长期陪跑的准备。创投人应当摒弃投机心态，坚守风险投资的本质，要能够做到支持创新企业项目从0到1，从概念到落地；要能够陪伴企业商业模式从不清晰到明朗；要能够容忍企业从持续亏损到实现盈利。为投资企业赋能，要做好为投资企业全方位全天候全过程提供服务的准备。一是针对不同阶段的项目采取不同的服务，早期项目提供贴身服务，成长期项目提供规范服务，成熟期项目提供生态服务；二是全力以赴围绕企业成长提供服务，不遗余力帮助企业拓展业务、提供不是内行胜似内行的专业指导、提供有助于企业估值成长的资本运作。

控股型收购风渐起

□本报记者 姜沁诗

随着中国股权投资市场的不断发展，PE投资模式已从初期的成长型投资发展成为更多元化的投资模式。记者了解到，当前越来越多的PE机构开始试水控股型收购。

业内人士认为，这将是未来中国主流私募股权投资机构的发展方向。行业希望获得外延式增长机会，一方面可以通过收购兼并，另一方面可以在控股投资后通过管理改进提升企业的效率与价值。

控股型收购升温

国内第一批PE机构第一阶段通常是在企业发展早中期，收入和利润快速增长的时候进行投资，等达到了IPO标准，通过独立IPO退出，由此来获得盈利。

如今越来越多的PE机构选择尝试控股型收购这条路径。2018年1月10日，哈药股份、人民同泰两家上市公司均披露了公告，对控股股东变更为中信资本一事做出解释。在2017年12月28日，中信资本通过29.2亿元的增资，一举拿下了哈药集团的控股权。

复星国际联席总裁徐晓亮在3月28日的公司2017财年业绩发布会上表示，公司近年改变了以往的策略，由参股改为控股，未来会有更多动作，主动改造企业，帮助公司实现“翻身”。

所谓控股型收购，是PE机构对企业实现控股型收购后植入团队、制度、资源和销售等，对企业运营全面升级，目的是实现企业盈利能力的大幅提升，最后通过并购重组等多元化途径赚钱。

此外，记者了解到，2017年发生近10起PE机构控股收购的案例。包括高瓴资本控股百丽，PAG太盟投资集团对珍爱网的绝对控股权收购、韬蕴资本实现对易到的控股、联想控股耗资百亿收购卢森堡国际银行89.93%的股权等等。

医药行业发展空间大

前海创享资本总裁吴九飞表示，控股型并购不仅是上市公司成长的主流方式，还将衍生到创新创业市场。许多新兴产业还具有非常大的爆发前景。通过并购投资，为中早期企业注入发展资源，导入产业资源，快速孵化，快速成长，并迅速对接资本市场，让新兴产业对经济的影响力不断放大，这也符合我国经济结构转型的需求。

基石资本董事长张维透露，下一步，基石资本将持续探索控股式并购的市场机遇，尤其看好先进制造业、医药行业和海外业务等行业的并购式收购。

中信产业基金的投资战略中，也提到了医疗服务行业，即以工业环保、医疗服务、旅游休闲商业服务等核心行业的控股型投资为主，以科技互联网、生物科技等新兴行业的少数股权投资为辅。

深圳物明投资管理公司合伙人张宗友分析，中国境内目前有4000多家医药类企业，未来5到10年可能只有极少数企业才能生存下来，龙头企业更是难得。也就是说，医药行业正在迎来集中度大幅提升的时代。而在行业中度大幅提升的过程中，并购就是一个重要手段。

“在医药行业做控股型收购有几个优势，首先是医药行业市场空间大、前景广阔、投资机会多、进入门槛高；其次是中国的控股型收购还处于起步阶段，竞争对手少，这是非常大的优势，意味着可以有更多的机会收购便宜资产；再次是中国有了一批专业素养非常高的职业经理人，这为控股型收购后的企业管理运营提供了源源不断的人才储备；最后是资本市场并购的退出途径越来越多元化，给控股型收购基金的最终兑现提供了更多可能性。”张宗友表示。

PE/VC深挖人工智能行业应用层

□本报实习记者 陈健

“人工智能”项目无疑是当下PE/VC投资关注的热点。有投资机构表示，目前人工智能主流领域仍然是商用，如工业机器人、人脸识别、语音识别、无人驾驶等。而在家用方面仍有较大距离。预计未来几年，商用人工智能仍是主要方向。

头部PE/VC高举高打

伴随着我国转型升级和国家对包括人工智能在内的新经济扶持政策不断出台，国内人工智能创业和投资也在迅猛发展。

CB Insights数据显示，2017年全球人工智能创业公司总融资额达到了创纪录的152亿美元，中国企业占比48%位居第一，美国排名第2，占比38%。

德联资本合伙人贾静对中国证券报记者表示，国内人工智能创业企业成立的数量从2013年起开

始快速增长，到2016年新成立的企业数达到峰值，2017年有所回落。从产业链的角度看，因为行业落地场景的复杂性、多样性和行业知识门槛，行业应用层的创业公司的数量远远高于基础层（如AI芯片的寒武纪）和技术层（如计算机视觉领域的商汤科技）的创业公司数量。

盛世智达高级投资经理郑必林介绍，主要体现在几个方面：在切入形式上，头部的人工智能创业项目多采取高举高打的形式，通过网罗云集一批优秀的技术人才，吸引大额资金的加注，依托人才和资金迅速推出具备优势的技术和产品，从而确立自身的行业地位；在技术方向上，算法仍然是各项目比拼技术优势的主要方向，而芯片等人工智能硬件领域由于门槛较高，落地较为困难，故所涉及的项目较少，优质标的较为稀缺；在业务模式上，目前主流的模式仍然是To B。

“在人工智能技术的落地行业

上，目前阶段上整体呈现从行业数据标准，可获得性好、数据量大、应用环境单一的行业往数据源多样、没有统一标准、应用环境复杂的行业渗透的过程中，人工智能技术和行业本身属性强结合的特点突出。”贾静说。

主流领域仍是商用

郑必林介绍，公司比较看好专注于垂直行业，能够从技术层切入，将人工智能和具体行业应用良好结合的项目。该类项目一方面要求项目核心团队具备较强的技术实力，另一方面核心团队要对行业有较为深刻的理解，具备较强的落地执行能力，能够真正将人工智能和行业应用紧密结合，切实利用人工智能解决行业痛点。

贾静介绍，德联资本在2014年前后，比较关注基础层和技术层，但在2016年和2017年，更关注人工智能赋能于具体行业，能切实解决实际问题的人工智能项目：如AI和工

业领域的结合的梅卡曼德，传统的工业机器人需要专业的工程人员复杂的编程设置，使用门槛高，利用机器视觉和运动规划的人工智能，相当于给工业机器人长了“眼睛”和“大脑”，可以完成之前做不了的很多事情，例如无序分拣等；如AI和教育相结合的作业盒子，在作业场景积累了大量的学生的个性化的做题数据，且可以利用自适应学习和学习知识图谱技术帮助老师更好教课，学生更好学习。

实际上，并非所有行业对人工智能的应用都有较大突破。郑必林表示，目前人工智能主流领域仍然是商用，包括落地相对成熟的工业机器人、人脸识别、语音识别、无人驾驶等。而家用人工智能除扫地机器人、残疾人辅助等少数项目外，仍然缺乏有效的应用场景，人工智能水平距离家用仍然有较大的距离。预计未来几年，商用人工智能仍然是主要方向，人工智能在商用领域的的发展向好。