



## 港股捕兽

港交所创新政策的推出恰逢其时，进一步改善了独角兽企业的融资环境，提升了其上市速度，终于引爆了独角兽的港股上市潮。

文 | 李洋

这个盛夏，独角兽在港股迎来了狂欢。仅在2018年上半年，香港市场IPO数量达到全球首位，约有110家新公司已成功上市，而在这港股上市潮中，包含小米、平安好医生、阅文集团、众安在线等众多独角兽公司。

根据《2017年中国独角兽企业发展报告》显示，榜单共有164家企业上榜，总估值6284亿美元。估值小于10亿美元但是有发展潜力的，称为潜力独角兽；估值在10亿到100亿美元间的为一般独角兽；估值超过100亿美金的则为超

级独角兽。

众多独角兽纷纷于此时聚集港股，则并非偶然。

### 资本寒冬 加速上市

狂欢的背后，扎堆在港上市的公司已经在7月开始上演了破发潮，独角兽也在所难免。号称“科技保险第一股”的众安在线，去年9月IPO后市值最高达到1400亿港元，但目前仅剩520亿港元，缩水近一半；阅文集团去年11月登陆

港股，市值最高时接近千亿港币，但目前仅剩不到 600 亿，蒸发近四成；今年 5 月港股 IPO 的中国互联网医疗第一股平安好医生，发行当日勉强打平，之后便一路破发。

即使破发，独角兽也愿意选择此时在港股扎堆上市。例如，2016 年，雷军说小米在 5 年内不考虑上市，美团也曾多次公开声明近期不打算上市，但是转眼间，他们又突然改变策略，紧急启动上市流程。这是为什么呢？

2017 年内地开启了史上最强金融去杠杆的改革，这种去杠杆化不只是短期进行，而是长期坚守，再加上美国七次加息的影响，2018 年以来，中国 VC/PE 募资困难，一季度金额同比下降 74.85%，4 月和 5 月的数据也仍持续低迷。机构资金吃紧，直接影响了一级市场投资。A、B 轮企业很难融资，二级市场行情通常会比一级市场领先 1~2 年，现在存在一二级市场估值倒挂的问题。“钱荒”不断加剧，对一些尚未实现大规模盈利的科技独角兽来说，如果未在寒冬来临前登陆二级市场，情况只会更糟糕，因而他们非常渴望尽快搭乘港股这艘船。

同时，目前 CDR 的发行工作暂缓，包括小米、阿里巴巴、京东在内的首批发行 CDR 企业，其保荐工作目前被搁置。股市资金本就不足，如果未来 BATJ 等科技型独角兽公司回归后，无疑会对低迷的股市产生巨大的抽血效应。

为什么独角兽一定要在港股上市？我们来作个分析比较。A 股迎来史上最严 IPO 审核；在美股上市获得的估值又很低，例如美股给予 BATJ 四大科技巨头总市值约 7.2 万亿元，只是 A 股给予它们估值的 1/3。

正值此时，本已经启动深港通的港交所于 2017 年 12 月 15 日宣布了酝酿 4 年之久、25 年来最重大的港股上市制度改革——允许同股不同权公司上市，同时允许未盈利或者没有收入的生物科技公司上市，新上市规则于 2018 年 4 月 30

日正式生效，这意味着按新制度申请上市的新兴及创新产业公司可于该日提交正式申请。港交所创新政策的推出恰逢其时，进一步改善了独角兽企业上市融资环境、提升了其上市速度。香港资本市场迎来了一个全新的时代，终于引爆了独角兽的港股上市潮。

### 大浪淘沙 趋势使然

从历史看，每个时代、每个市场都有自己标志性的独角兽。例如 1994 年登陆港股的联想集团、2004 年在香港上市的腾讯、2005 年纳斯达克上市的百度，以及 2014 年纽交所上市的阿里巴巴，它们有的因为产业的升级和变迁，日渐衰落，被剔出指数，而有的则抓住了时代的脉动和资本成为明星企业。

分析现在众多独角兽企业群集登陆港股，也和移动互联网科技的推动有关。2009 年，金融危机后中国政府实施经济刺激计划，使中国拥有了高铁、高速公路网，3G、4G 甚至 5G 迅速升级，移动手机的迅速普及。此后，物流、信息流以及大量涌来的资金流，使得 2010 年开启了中国的移动互联网元年。

互联网金融、电子商务、交通出行、智能硬件、云服务、新能源、大文娱、在线教育、大医疗等新兴行业蓬勃崛起，其中产生了大量的独角兽企业，例如陌陌、新浪微博、唯品会、美图、映客、51 信用卡等，它们经过近 10 年的发展，此时开始陆续上市。

然而，令人忧虑的是受此前扎堆在港上市的公司破发潮的影响，甚至号称千亿美元市值的小米在港股只是半价市值，跌破了发行价，给后续排队的独角兽蒙上了一层阴影。根据德勤数据，按今年上半年统计，香港新股数量都是历年新高，但融资额则是 2016 年以来同期最低。所以接下来将赴港上市的美团点评、今日头条和滴滴出行等独角兽的估值会面临考验。

新兴行业中产生了大量独角兽企业，它们经过近 10 年的发展，此时开始陆续上市。

此外,为数众多的独角兽企业尚未开始盈利,有报告称滴滴出行 2017 年交易总额达到 250 亿~270 亿美元,主营业务亏损 2 亿多美元,整体亏损 3 亿~4 亿美元。由于政策监管的缺失以及对传统模式的突破,部分独角兽企业的商业模式可持续性存在较大不确定性。例如,网约车曾因监管接受调查,众多互联网金融公司 P2P 业务面临监管压力。

### 港股捕兽 逻辑几何

虽有破发的忧虑,但在港股寻找好的独角兽标的,也正是良机!如何捕捉?逻辑有五。

其一是深刻理解产业本质和逻辑。不同行业的商业模式和发展逻辑千差万别,投资者只有对其深刻理解,才能抓住此行业的独角兽。例如投资医疗服务行业时主要分析轻资产、快速扩张、品牌的问题,而投资人工智能,主要看其核心技术能否商业化使用问题。二者分属不同行业,投资逻辑也完全不同。

其二是把握产业未来发展方向。行业的发展往往有一定的周期性,兴衰变迁有其难以改变的

行业的发展往往有一定的周期性,兴衰变迁有其难以改变的规律,只有把握产业未来发展方向,才能找准一个行业的最佳进入和退出时机。

规律,只有把握产业未来发展方向,才能找准一个行业的最佳进入和退出时机。例如,天洋控股集团原来的主营业务是传统房地产,但从 2003 年起便预测到其黄金期无法持续,于是悄然转型做文旅产业,现在坚守 16 年,开始崭露头角。京东虽然融资上百亿美元,直到 2017 年还在亏损,但是其业务模式具有强大的生命力和光明的前景,代表一个 B2C 产业的未来发展方向,因而受到资本市场的热捧。

其三是聚焦主业,协同发展。实业企业应该投资主业或者与其相关产业,这样既能作为战略投资,稳固地加强和扩展公司主业,建立深厚的护城河,又能利用自身资源优势,为独角兽赋能,助力其做大做强。例如腾讯对外投资的逻辑就是投资与主营业务发展最相关、最有益的公司,给整体战略“加分”。

其四是寻找业务模式蕴藏着迅猛发展基因的独角兽。有的独角兽看似高科技含量不多,但是由于其业务模式合理,伴随着外部环境的展开,能够在某一阶段迅速发展,大幅提振股价,从而塑造极佳的退出时机。例如,成立于 2008 年 12 月的唯品会,清晰定位为一家专门做特卖的网站,找准了中国数以亿计的时尚女性痛点,所以,其创立不到三年即赴美 IPO,虽然初期不被看好,流血上市,但在一年多后由于营收井喷式增加,导致股价迅速提高,最高时较最低点暴涨了 60 倍。

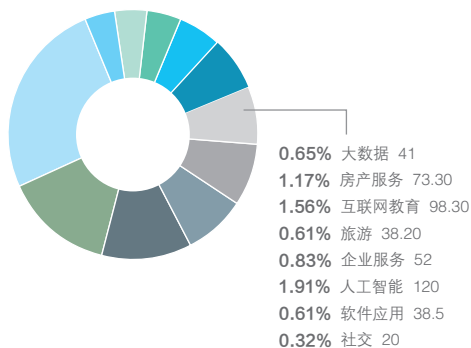
其五是投资行业龙头型的独角兽。独角兽一般成立不到 10 年,而且都诞生于“四新”(新技术、新产业、新业态、新模式)的新经济行业,未来还要经历众多激烈的竞争,未来的不确定性仍然很大,所以应该花更高代价投资核心竞争力更强的行业龙头型独角兽,而不是花低代价投资核心竞争力一般的独角兽,这样反而长期收益更大。□

(作者系天洋控股集团副总裁)

### 我国独角兽公司各行业估值占比

(亿美元)

● 新媒体	254	4.04%
● 文化娱乐	266.5	4.24%
● 大健康	278	4.42%
● 物流	348.85	5.55%
● 新能源汽车	430.1	6.84%
● 其他	481.3	7.66%
● 云服务	500.4	7.96%
● 智能硬件	510	8.12%
● 交通出行	720.7	11.47%
● 电子商务	901.55	14.35%
● 互联网金融	1592.7	25.34%



资料来源:作者提供