



# 2018

## 中国 CVC 行业发展报告

2018 China Corporate Venture Capital Development Report

课题主持人：田轩 | 2019.1



TSINGHUA PBCSF  
清华五道口

创业邦  
CYZONE

清华大学国家金融研究院创业金融与经济增长研究中心、全球并购重组研究中心、创业邦联合课题组



# 蜜蜂学堂



# 前沿资讯报告

每日精选业内3份前沿资讯报告

你——值得拥有最优质内容

扫码加【首席王牌助教Annie酱】

拉你入【HRD前沿资讯群】







# 引言

企业风险投资（Corporate Venture Capital, 即CVC）是一种创新的投资组织形式，起源于20世纪60年代美国，从创新周期最紧迫的医药行业发展起来。作为一种明显的趋势，在学术界已在逐渐引起关注。而在业界，经历了多年的发展，早已成为风险投资领域一种现象级的重要部分。

2015年，随着国家“大众创业，万众创新”的号召，我国创业热情的高涨带动了CVC行业爆发式的增长。对于企业而言，CVC既是探索模式边界、拓展前沿技术的有效范式，同时也是自生长型组织架构扩张以及行业生态圈演进的重要创新手段。从宏观层面而言，通过CVC结合产业与资本的有效配置，可以引导企业资金由虚向实，既有助于解决小微创新企业融资难问题，又可作用于传统企业转型升级、助力底层创新、提升中国企业国际影响力，实现经济结构转型。

《2018中国CVC行业发展报告》在2017年首发的CVC行业白皮书的基础上，联合“产、学、研”三位一体的专业累积，进一步探究最新CVC学术理论与国内外实践，以大样本方式客观、多维度、深入介绍中国CVC的行业发展状况、行业特色及发展前景。此外，本报告还从投资规模、行业技术相关性、企业生命周期等角度入手，以案例分析方式，从企业的内生发展与外生变量的协同因素及投资管理机制来探索CVC与企业创新战略的相关性。同时，报告将CVC的最新理论发展与蓝海战略、“重建主义”、市值管理和企业战略等领域紧密结合，为中国CVC的健康发展提供必要借鉴，为企业战略决策者、企业风险投资从业者、小微企业创业决策者、监管机构及学术研究者提供参考。

本报告由清华大学国家金融研究院创业金融与经济增长研究中心、全球并购重组研究中心与创业邦联合课题组撰写。课题组主持人由清华大学五道口金融学院田轩教授担任；课题组成员包括马思远、王玥、丁娜、赵文庆、刘东岳、杨琳娜、马晓悦、许明霞、张雷。感谢滴滴出行、蚂蚁金服、百度风投、顾家家居、拓尔思、珀莱雅、Talking Data、中驰车服、车云金服、德师傅等机构的鼎力合作。本报告的编写也得到了国家自然科学基金委（项目号71790591，71825002）的资助。

由于编写仓促，《2018中国CVC行业发展报告》难免有疏漏、错误之处，敬请广大同仁、读者提出宝贵意见和建议。

本课题已纳入长期重点研究项目，我们将持续跟踪国内外CVC行业的发展态势，深度挖掘CVC成功投资案例和独特经验，联合产学研共同探索未来中国CVC发展趋势及问题。

《2018中国CVC行业发展报告》课题组

2019年1月



# 目录

CONTENTS

## 1.

### CVC 介绍 P04

- 01 CVC 的定义
- 02 与 IVC 的比较
- 03 CVC 优劣势分析
- 04 CVC 的生命周期理论
- 05 CVC 与企业创新战略
- 06 CVC 目标模式与组织激励

## 2.

### 全球 CVC 投资概况 P16

- 01 CVC 发展趋势
- 02 CVC 投资行业分析
- 03 全球各地区 CVC 发展趋势
- 04 全球 CVC 典型案例分析——强生创新资本

## 3.

### 中国 CVC 发展现状 P25

- 01 中国 CVC 概况
- 02 行业发展状况

## 4.

### 2018 国内 CVC 典型案例分析 P30

- 01 外部生态型 CVC
- 02 技术垂直型 CVC
- 03 产业创新与 CVC 探索
- 04 案例总结

## 5.

### 中国 CVC 启示与探索 P70

- 01 CVC 研究与实践的发展路径
- 02 回归企业的本质
- 03 投资的动机管理
- 04 当下中国 CVC 发展机遇与趋势



## CHAPTER 1

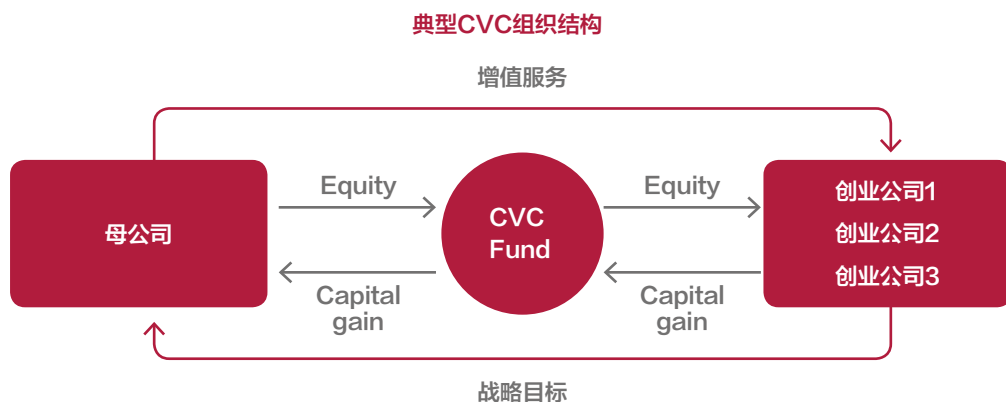
# CVC介绍

1. CVC的定义
2. 与IVC的比较
3. CVC优劣势分析
4. CVC的生命周期理论
5. CVC与企业创新战略
6. CVC目标模式与组织激励

企业风险投资（Corporate Venture Capital, 即CVC）最早于上世纪60年代出现在美国，此后规模得到了迅速发展，逐步成为资本市场中不可或缺的重要组成部分，80年代开始，CVC也慢慢走入学者的研究视野，其在设立动机、组织结构、投资决策及投资效果上与传统意义上的风险投资（Independent Venture Capital, 即IVC）存在显著差异，CVC的设立、发展和最终关闭与母公司长期发展战略密切相关，其经营活动呈现出特有的规律，相关研究向我们展示了CVC行业发展的基本规律。

## ① CVC的定义

根据哈佛大学Henry W. Chesbrough教授 (Chesbrough, Making Sense of Corporate Venture Capital, 2002) 的定义，CVC指直接投资于外部创业企业的企业基金，不包括企业内部投资或通过第三方的投资。通常意义上，企业风险投资主要针对非金融企业，典型CVC组织结构如下图所示。



CVC的活动领域通常有如下特点：1）处于激烈技术变革、高度竞争、弱独占性的行业；2）处于创业企业作为重要创新来源的行业；3）企业如果占有更强的技术及市场资源，在CVC领域更活跃。由此可见，CVC的投资活动对母公司的长期发展战略至关重要。

## ② 与IVC的比较

CVC和IVC在投资领域及投资模式等方面有着许多共同点，但二者在组织架构及运作模式等方面又有诸多不同，核心体现在如下三点。

### ● IVC与CVC的组织架构不同。

IVC通常采用有限合伙制，由普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）组成。普通合伙人一般出资额较少，通常仅为1%左右，主要作为公司的管理者，负责基金的运营、管理，具体包括寻找投资机会、管理投资组合公司、设计和实施退出方案等。普通合伙人对公司承担无限责任，对公司享有经营控制权、利润分成权，并按年度提取管理费。而有限合伙人一般是主要的出资人，不参与公司具体投资运营，以出资额为限承担有限责任。有限合伙人与普通合伙人之间通常会签订合伙协议，约定基金的规模、存续期、投资方向、及收益分成等等。

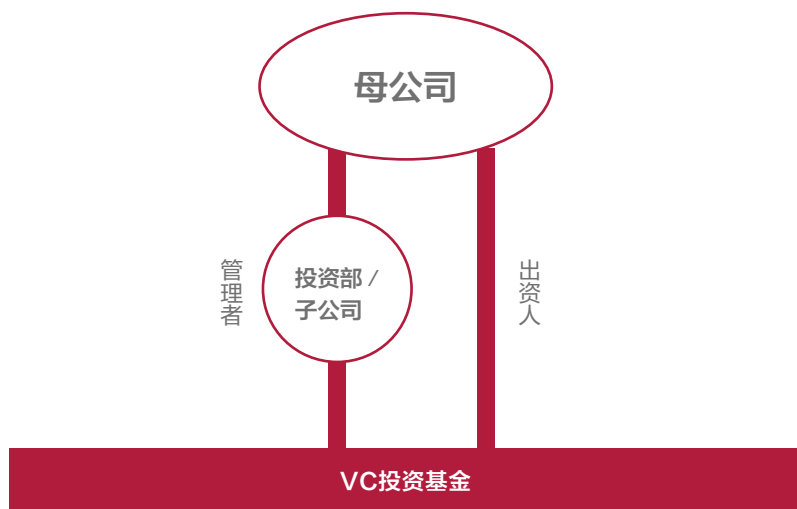


## IVC结构



而CVC一般都是非金融企业设立的独立投资子公司或者投资部，这些子公司或投资部代表母公司去对创业公司进行投资，其投资资金一般仅由母公司提供，不需要第三方提供资金，投资资金不会受到资金合同期的限制。

## CVC结构图



### ● CVC和IVC通常会使用不同的薪酬及激励方案。

据2000年Frederic W. Cook & Co. 做的调查，68%的被调查CVC表示并未采用与投资绩效高度挂钩的奖金激励方案，而是给CVC的管理者一个固定的工资，在此基础之上的奖金则与母公司业绩挂钩。相反，IVC公司则普遍会采取基于投资绩效的激励薪酬制度。除此之外，IVC一般会要求其管理者共同参与创业公司的投资，而CVC不仅无此要求，部分CVC甚至不允许其员工自愿跟投。

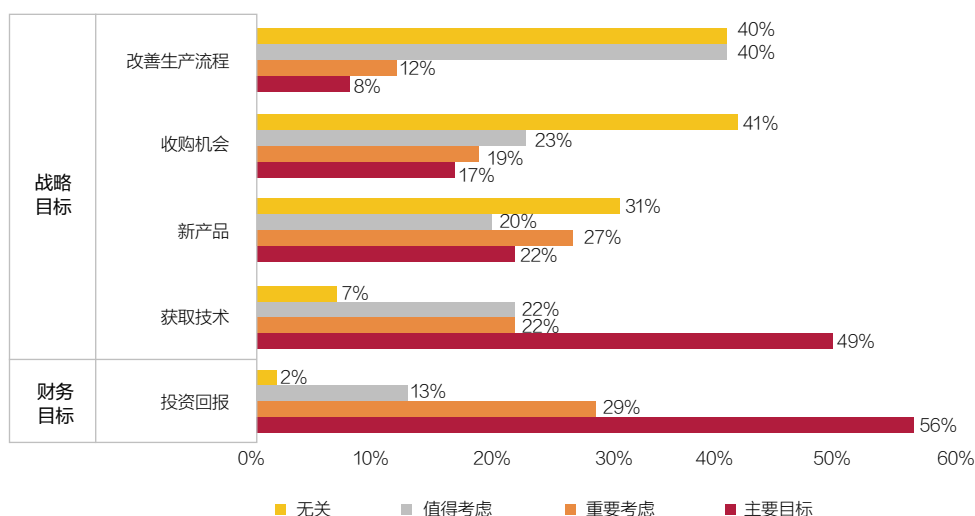
### ● CVC与IVC所追求的目标也有所不同。

IVC的投资目的比较单一，投资仅是为追求财务上的回报。与IVC不同，CVC做投资决策时会兼顾母公司的战略目标和财务目标：通过投资配合母公司的发展需要，同时通过投资获取回报、增加母公司的营业利润。

学术界对公司设立CVC的动机做出过相关调查。对大部分CVC来说，战略目标是公司风险投资的重要考虑因素，具体需求各异。战略层面，获取新技术是企业投资最重要的目标。49%的被调查企业表示获取技术是主要目标，另外22%的公司也认为获取技术是重要目标，仅7%的企业投资时不会将获取技术作为考虑因素。美国通用汽车公司（GM）的CVC部门便直接将其使命定位为，“对成长期公司进行投资，增强通用汽车的创新能力。”除此之外，获取新产品及收购机会也是战略层面的重要目标。分别有22%和17%的企业将其作为投资时最主要的战略目标。通过投资以期改善生产流程则并非大多数企业的主要目标。

财务目标是企业风险投资的另一个主要目标。59%的企业认为获取财务上的投资回报是主要目标，29%的企业认为获取投资回报是投资的重要目标，仅有2%的企业在投资时不会考虑财务回报问题。

公司设立CVC的动机



数据来源：Alter, Murray and Larry Buchsbaum, Corporate Venturing: Goals, Compensation and Taxes, The Corporate Venturing Directory & Yearbook, Wellesley, MA: Asset Alternatives Inc., 2000

### ③ CVC 优劣势分析

正是因为与 IVC 的组织架构、薪酬制度及投资目标的不同，CVC 在投资的特征上也与 IVC 有诸多不同。首先，从被投资的初创企业角度，接受 CVC 投资相较于 IVC 的优劣势总结如下表。

创业公司接受 CVC 投资相较于 IVC 的优劣势分析

接受 CVC 投资的优势	CVC 资金期限更长。	CVC 资金由母公司直接提供，不受 IVC 中有限合伙人（LP）与一般合伙人（GP）的合约限制，理论上存续时长可与母公司存续时长相等，相对可投资期限较 IVC 更长。
	CVC 对风险容忍度更高，且给出估值更高。	由于资金期限更灵活且投资目标更多元，CVC 相较风险容忍度更高，且给出的估值也较 IVC 高。这可以给许多不容易获得 IVC 投资的、更年轻、更有风险的、涉及前沿科技和竞争激烈行业的初创企业提供资金。
	CVC 可以为被投资企业提供更多增值服务。	当母公司与被投公司战略契合时，如 CVC 母公司能够与被投公司在客户或供应商、市场、销售、物流、研发或生产等领域形成合作。同时，CVC 能够：i) 给创业企业提供技术支持，投资更高风险的项目，从而促进被投公司的创新能力；ii) 使被投资企业与母公司形成利益关联，提升创业企业的未来商业前景，并减少来自母公司可能的竞争劣势。此外，iii) CVC 能够向其他投资者，如 IVC，提供被投公司真实价值的正面信号。
	CVC 可以提高被投资公司的价值。	CVC 能够提升被投公司的价值，体现为更可能以 IPO 方式退出以及更高并购估值退出。从投资结果而言，在成功退出被投企业案例中，投资于母公司战略相关企业的 CVC，至少和 IVC 一样成功；接受 CVC 投资后被投公司受到更多 IVC 的关注，并能够以更高的估值，在更早的阶段进行 IPO。
	CVC 能够创造更多的社会价值。	从促进社会创新角度而言，由于风险承担意愿更高，CVC 能够为不容易获得 IVC 投资的、更年轻、更有风险的、涉及前沿科技的初创企业提供资金，从而为社会创造更大的价值。
接受 CVC 投资的劣势	CVC 可能与被投资企业存在竞争关系。	若 CVC 母公司生产与创业公司相似的竞争性产品时，二者存在直接的竞争关系，这时 CVC 投资会对创业企业更多的是一种威胁。
	CVC 可能会“剥削”而非“培育”被投资企业的技术创新。	由于 CVC 的投资服务于母公司的发展战略，为母公司获取新技术，那么此时被投公司会面临核心技术或商业模式泄露或被 CVC 母公司“剥夺”的可能性。
	限制被投资企业的可用市场资源。	市场上其它 CVC 母公司的竞争者，可能会因创业企业接受了 CVC 母公司的投资而不再与创业公司开展合作。
	相较 IVC，CVC 缺乏初创企业的管理等相关经验。	IVC 一般投资企业领域和数目都要较 CVC 更多，且追求财务回报，其可以为初创企业的管理及资本运作等提供更专业的帮助。
	CVC 投资可能面临代理问题，给被投资企业带来不确定性。	若 CVC 母公司存在严重的代理问题，则被投资企业，尤其业务与 CVC 母公司无关的创业企业，未来被削减投资的风险较高。



而对CVC的母公司而言，做CVC投资本身也存在两面性。一方面，CVC投资能为母公司创造价值；另一方面，CVC投资本身相较于IVC，也存在一些掣肘。总结如下所示。

### CVC投资对母公司的价值及所面临的问题

CVC 投资对母公司的价值	CVC 能够为母公司创造价值。	有学者研究发现，以托宾 q (即企业市场价值对企业资产重置成本的比值) 作为衡量标准，CVC 能够显著提升企业价值。
	CVC 可以帮助母公司获取信息及新知识。	CVC 够作为母公司“探照灯”，有效地获取对母公司核心业务有威胁或有帮助的新科技信息、商业模式，特别在创业企业作为重要创新来源的行业更明显。
	CVC 的投资为母公司提供了一种实物期权。	CVC 允许母公司对早期公司进行有限的风险投资，并从中收集关于新技术的信息，可以延迟继续或撤销投资决策以消除不确定性的影响。CVC 投资允许母公司在将来通过获取专利授权的方式，得到被投公司的研究成果。未来不确定性程度、技术价值、时间紧迫性都会影响 CVC 投资这一实体期权的价值。
CVC 投资可能面临的问题	多元目标间的冲突。	IVC 可以只关注投资业绩，但 CVC 的投资需要平衡母公司的战略目标和投资本身的财务目标，而这两个目标本身可能是不一致的，并可能导致新的利益冲突和代理问题。
	错失部分投资机会。	CVC 的投资需要时刻关注并服从于母公司的战略，从而 CVC 不会投资一些可能会对母公司造成损害的公司，这也意味着 CVC 很难投资真正有革命性的创业企业；
	企业内部资源竞争。	由于资源有限，企业内部部门之间存在一系列竞争，特别是投资部门与业务部门有可能存在利益冲突，这会损害母公司的整体利益。
	管理者激励不足。	同 IVC 相比，CVC 管理层隶属于母公司，无法提供同 IVC 一样的薪酬激励机制，从而容易出现 CVC 管理者激励或专业能力不足的问题。
	CVC 投资的逆向选择问题。	通常创业企业对自身的前景有一些外部投资者不能观察到的内部信息，特别对于高质量创业企业，他们更加担心自身核心技术或资源被 CVC 母公司窃取，从而不愿意接受 CVC 的投资，这导致了信息不对称所带来的逆向选择问题：即接受 CVC 投资的公司可能更多是一些质量不高的创业企业。

## 4 CVC的生命周期理论

CVC的生命周期理论从信息与技术的获取视角，解释企业为何发起CVC、如何利用CVC、何时关闭CVC。

理论界认为，创新过程可以被分为连续的两部分，1) 企业首先获取信息，并产生创意；2) 进行投资并产出基于创意的创新。获取有价值的信息是创意产生的基础，而CVC的生命周期包括以下三个阶段：1) 企业面临创新能力下降，需要从外部获取新信息和创意，发起CVC基金投资；2) 企业积极投资，通过CVC投资获取的有价值的信息和知识；3) 重新回到创新前沿，在风险投资边际信息回报下降后，企业继续CVC投资，直至最终关闭CVC。

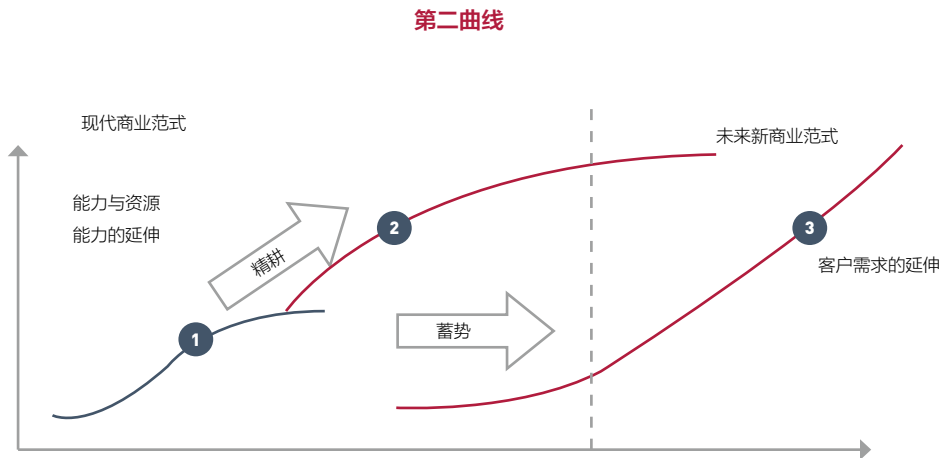
CVC的信息及新知识获取动机，在CVC活动阶段有如下表现：1）CVC主要投资与母公司所在技术领域相近或相关的创业企业；2）被投公司之间，创新及专利的重叠程度很低，说明CVC母公司意图以更高效率更新、拓展自身知识；3）从母公司对被投公司专利的引用来看，CVC母公司通过基于新知识的内部创新，吸收来自被投公司的知识；4）母公司利用获取的信息，进行信息敏感的投资决策；5）母公司根据新获取知识更新自身研发团队。

## ⑤ CVC与企业创新战略

### ● CVC创新相关理论

#### ◆ 企业战略投资目的

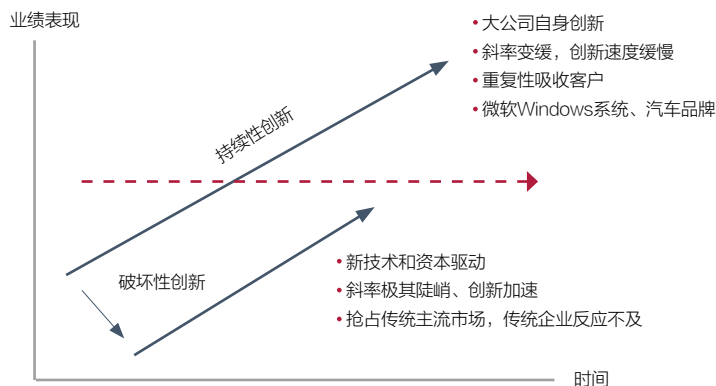
企业私募投资从战略上可以分为两种目的：一种是整合自身已有的能力与资源，在其现有的商业范式上继续精耕细作，以期可以在现有商业范式上演化出未来新的商业模式；另一种，则是对现有能力的延伸，通过投资不断蓄势，开发新的客户需求。



#### ◆ 技术创新的分类

若从企业的技术创新角度来说，上述两种投资目的的不同也恰对应两种不同的创新形态。根据哈佛大学管理学教授克莱顿·克里斯坦森在其著作《创新者的窘境》中的定义，将创新分为两类，维持性创新和破坏性创新。其中，维持性创新仍属于在现有营业模式上的精耕细作，针对现有市场上主流客户的需求，不断完善和改进产品，以满足客户更加挑剔的需求；而破坏性创新则不再是一味讨好现有客户，目的不是向现有的主流消费者提供性能更好的商品，而是改变原有技术发展路径，创造出与现有产品相比尚不够好，但又具有不为主流市场用户看重的性能的新产品。

### 克氏曲线



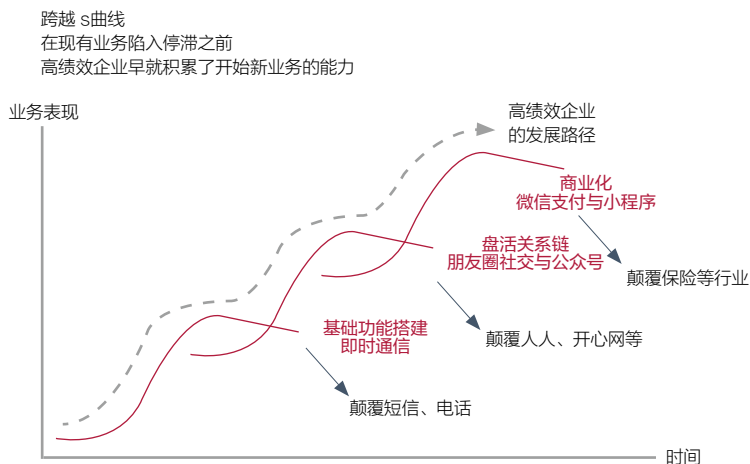
### ◆ S曲线

斯坦福大学埃弗雷特·罗杰教授在其著作《创新的扩散》中，提出了“S曲线”的概念，并被广泛接受。所谓“S曲线”是指“在最初阶段，企业规模较小，服务客户较少，但随着新产品逐渐被大众接受，企业迅速扩张并最终达到巅峰，而随着社会慢慢成熟，企业也步入平稳发展的过程”。

埃弗雷特·罗杰在书中指出，即使市场上最成功的企业也会随着发展逐步面临业务拓展空间不足的问题，若不成功管理好“S曲线”，则企业的收入增长也会逐步趋于停滞。根据“S曲线”的理论，企业要想打破这种循环，就必须选在在曲线接近顶点时及时完成业务转换，推动新业务的发展，也即开始一个新的“S曲线”历程，也即跨越“S曲线”。

此时，通过私募投资去开拓新的领域，持续不断为企业注入新鲜血液，便是大多数企业管理其“S曲线”的重要途径之一。

### S曲线





## ● CVC、蓝海战略和“重建主义”

### ◆ CVC天然具有契合“蓝海战略”的组织形式

从CVC的定义来看，这种创投组织形式天然契合“蓝海战略”思维的一种创新：CVC的本质是一个非金融类企业设立的风险投资基金。非金融类企业设立CVC之后，可以通过这个附属机构进行渠道更为直接的VC类活动，既凭借相对独立的决策流程勇于试错，进而筛选出最优质的投资来源和标的，同时又凭借超长的存续期培育和扶植优质企业的成长。CVC作为崭新的创投组织形式，在资产端和传统意义上的VC类似，也是通过投资人投资创业企业置换股权，期望所投企业迅速成长之后能获得超额的资本收益，这一点是CVC和传统VC在优点上的交集。但是此外，CVC的“新”还体现在资金端，与传统的VC依赖于机构投资者不同，它使用母公司给它提供的资金，CVC通过成立一个相对独立的创投实体来进行投资，这样一种灵活且长久的组织形式，其实是母公司借助CVC模式追求“蓝海策略”的设定基础。

### ◆ CVC是利用“重建主义”反驳“结构主义”的实践

之所以说CVC是反驳“结构主义”的实践，是因为CVC不受限于创新类中小企业，相反，成熟企业也有借助改组形式获得新生的可能。比如，借助CVC创投所实现的“价值创新”可以为自己开创蓝海，这样的话，成熟企业可以在既定行业态势的基础上超越产业激烈竞争的“红海”，额外“开创”全新市场空间。开创蓝海的核心理念，在于“价值创新”，正如《蓝海战略》书中所言：“如果企业想脱离现实竞争惨烈的市场环境，首先应该从价值创造上下功夫，为消费者创造崭新的价值。”更进一步说，价值创新不是闭门造车和边际贡献的数据挖掘，而是旨在增加和创造产业不能提供的元素。这些崭新的元素往往具备新价值，而且其融合已有元素，还可以实现某些负面效应的剔除。

之所以说CVC是蓝海战略的一种形式，是因为CVC非常明确自己的投资目的是实现价值创新，这种创新会敦促企业采取一系列“战略行动”，比如，推出一桩开辟市场的主要业务项目，会涉及的一整套管理动作，而这些管理决策都是战略行动的要素。换言之，对于成熟非金融类企业而言，CVC的设立其实是一种展开“蓝海战略”时潜在可行的“战略行动”。在产业结构与产业中企业的“战略行动”之间的关系上，理论界主要有两种不同的观点，下面做简要阐释。其一是基于产业组织经济学的结构主义。这种理论强调（1）因果关系：结构－行为－业绩。这种因果关系非常明确地强调市场结构由供给和需求条件决定，塑造买方和卖方的行为，而行为又决定最终业绩表现；（2）系统层面的变化，即由市场结构的外部因素诱发的冲击，例如，基础经济条件上的根本变化和技术突破；（3）这种理论还强调单一的关系会促成基于竞争的战略思维，而这种思维会把战略制定重点放在一种己方相对于对手的外在优势上。整体来看，结构主义强调企业应该在“红海战略”里夺取和重新分配财富，而不是通过设立CVC培育优质标的进而创造财富。

与此相反的另一理论是，基于内部增长理论的重建主义。这种理论的演进周期较长，但是在最近的实践中，理论的演化形式可以落脚为对“蓝海战略”和“价值创新”的支持。在该理论发展阶段的最早期，哈佛大学教授、“创新理论之父”熊彼得提出创新可以从内部自主发生，主要来源是富有创造力的企业家。接着，新增长理论应运而生，这种理论延续内部增长的思路，通过了解创新背后的模式，主张从业态的内部将创新简单进行复制，以此拓宽创新的正外部效用。逐渐地，重建主义开始被广泛探讨，该理论提出如何将知识和思想部署在创新过程中，以创造企业的内生增长，即通过以全新的方式将现有资料和市场元素在认知上重新构建。“重建主义”则

与之完全不同，这种增长理论的根基在于它提倡基于价值创新的战略思维，换言之，理论将注意力从供给方转向需求侧，将增长的根源点从优胜劣汰转到价值创新，即通过价值创新开启新的需求。由此，我们认为在现行背景下，CVC是契合重建主义，落实“蓝海战略”的创新投资组织形式。CVC可以依靠母公司的充足资金和超长的存续期实现价值创新和投资观念的重建，最典型的是CVC广泛采用的“泛行业”投资，恰是基于跨越现有产业边界的买方价值元素作为价值创新的基本元素，而不仅仅是局限于“结构主义”和“红海战略”强调的传统元素，即技术或生产方式等。

#### ◆ “CVC”对“蓝海战略”价值曲线的把控

CVC在本质上其实打破了成熟企业和创新企业的边界，这一点也与蓝海战略对旧战略进行革新尤为契合。当蓝海战略自身变“旧”的时候，企业应该通过对“价值曲线”的监控分析，明晰何时该去寻找新的蓝海战略，何时该通过设CVC来实现价值培育和价值创新。值得注意的是，CVC这种相对独立的创投形式的一个优势在于，它并不会干扰母公司的主营业务，鼓励公司在内部增长的基础上寻找新的行业增长点。

《蓝海战略》一书中，在价值曲线上强调重建主义应该体现出这样三个特点：“重点突出”、“另辟蹊径”、“主题令人信服”。企业可以通过不断监视自己和竞争对手的“价值曲线”，来不断调整自身的战略。同时，建构蓝海战略的战略顺序需要明确：“能否创造杰出的买方效用”、“确定出产品的有吸引力的价格”、“企业实行战略能否达到成本目标”和“企业能否有效解决上下游接受上的障碍”。但是，如果母公司正处于盈利激增的阶段，对价值曲线的实时监控，可以有效阻止企业耗费资源去寻找蓝海。相反，价值曲线会引导母公司抵抗盲目扩张的诱惑，集中精力改善运营效率来追求最大程度的规模经济 and 市场份额。换言之，母公司在“重建主义”的引导下应该旨在把自己变成蓝海中的一个移动目标，让模仿者无法追上，独占这片蓝海。

CVC的设立，本身不会影响到母公司对“价值曲线”的监控分析，它背后隐含的战略管理实质是一种范式性的转变：从过去给定结构下的定位选择，转型为改变市场结构本身。很多创新型企业在早期阶段，需要不断地试错，需要有一个“家长”型企业不断培育和扶植。这个过程可能非常漫长，与国内VC的存续期很短形成显著的期限错配。由此，CVC在这样的“价值曲线”瓶颈期应运而生，一旦背后的母公司找到了一个目标优质的企业，可以持续不断地给它提供投资。CVC超长的存续期一方面，可以允许被投企业试错和积累，另一方面，被投企业未来的发展和技术的创新对于母公司而言也具有反哺的价值。

#### ◆ CVC对应“价值创新”和“蓝海战略”，IVC对应“技术创新”和“撇脂战略”

蓝海战略里强调的“价值创新”分“价值”和“创新”两点。在实践中时，既不能太过于考虑价值、也不能把所有重心放在创新上。对于“价值”和“创新”的并行，母公司设立CVC，择优培育，长期支持，这些“战略行动”恰是集大成者的代表之一。CVC可以把创新与效用、价值、成本整合到一个统一监测的框架内，同时帮助母公司追求“差异化”和“低成本”。而在成本和价值的考量上，CVC是母公司在主营业务之外另辟蹊径，因为没有盲目增加新元素，所以通过剔除和减少产业竞争所比拼的元素，帮助企业在资源稀缺的情景下节省了成本，又通过增加和创造产业未曾提供的元素。依赖于CVC的超长存续期，随着时间延续，CVC所投资和培育的企业也具备了成就规模经济的潜在可能。需要注意的是，价值创新是一种战略，要求CVC整套系统，都在母公司的内部实现价值的创新、增长和腾飞。由此，母公司借助CVC开辟蓝海战略，同时应该以机会最大化和风险最小化的原则为导向。

“蓝海战略”改变市场结构，造成的市场动态变化，与常规技术创新带来的结果形成极为鲜明的对比。《蓝海战略》一书中对常规技术创新采用的“撇脂战略”做了相应的介绍。简言之，“撇脂”是“通过制定高价来抢占市场的超额利润，然后再将重点放到降低价格和成本来保障市场份额，阻止模仿者进入市场”。恰恰相反，蓝海战略却倡导企业必须从一开始，就夺取大众群体成为目标群体，通过以买方大众可以接受的价格向他们提供较高的效用，迅速获得大众的接纳。

这里，CVC恰恰类似于“价值创新”对应的蓝海战略，而IVC恰恰类似于常规“技术创新”对应的“撇脂策略”。中国的CVC其实还处于刚刚起步的阶段，大发展是在2014年、2015年。目前，国内的BAT、联想、海尔、小米都在开展CVC的试点和创新，在2016年国内Top10的企业风险投资（CVC）榜单中，BAT名列前茅。虽然投资总量上，国内和国际水平尚且具有差距，但是从投资的时点和轮次来看，我国CVC跟全球其他国家的CVC具有一致性，即投资处于早期（种子期、初创期）的创业公司。这些CVC的实例也体现出CVC和IVC存在显著差异。两者主要有三个重要区别：一是IVC投资是以财务回报为目的，但是CVC优先考虑的是企业的战略目标，而不仅仅是财务回报；二是IVC是要从LP处募资，但是CVC基本上利用的是企业的自有资金，背后的母公司会持续不断地为CVC提供流动性。三是CVC的存续期非常长，远远超过IVC可以为创新企业提供资金支持的期限。这样一类比，CVC相较于IVC的优势就显现出来，主要体现在以下三个方面：第一点，CVC投资的企业创新的水平会更好，这对应着在“蓝海策略”里挖掘了一片天地，开辟了新的增长点；第二点是，CVC孵化小企业之后成功退出的概率会更高，这对应着“蓝海策略”里的“价值曲线”监控，凭借超长的存续期向所投资企业注入“价值”，也从所投企业的“创新”里收获增值；第三点是，如果所投资企业足够优质，从早期成长到IPO上市，那么与IVC相比，CVC支持的企业估值会更高。最后一点对应着蓝海战略的“价值创新”思维，即以合理价格向投资者们提供极高的回报，利用“学习过程”和“收益递增”来实现新的价值增长点，通过CVC促进母公司的新型内生增长，以全新的方式将现有资料和市场元素在CVC内部实现价值和创新的重新构建。

## ⑥ CVC目标模式与组织激励

CVC投资需要权衡战略与财务回报。哈佛大学Chesbrough教授认为，CVC投资项目的财务回报差异悬殊，CVC不应以财务回报作为主要的投资评价标准，而应将促进母公司业务成长的程度作为主要标准之一。Chesbrough教授认为CVC在战略或财务目标两个维度下，结合母公司与被投资公司经营契合度，可以将CVC投资分为四种方式：

		CVC投资的四种方式	
		投资目标	
		Strategic	Financial
与 现 有 业 务 关 联 度	Tight	Driving 当前公司战略的推进	Emergent 探寻潜在商业模式
	Loose	Enabling 当前公司战略的补充	Passive 只是提供财务回报

数据来源：Chesbrough, Making Sense of Corporate Venture Capital, 2002





i. 驱动型投资（Driving investment）：契合公司战略的推进。被投公司与CVC母公司当前战略及业务有着紧密联系。

ii. 补充式投资（Enabling investment）：作为公司战略的补充。被投企业与CVC母公司不存在紧密的业务联系，但被投企业能够帮助CVC母公司构建商业生态，刺激市场需求、巩固市场地位。

iii. 期权式投资（Emergent investment）：被投企业与CVC母公司当前战略无关，但与母公司业务联系密切。期权投资难以迅速提供回报，但能够给CVC母公司提供战略期权。母公司利用被投企业尝试新商业模式，进入新商业领域，开放新备用技术。当环境变化时，CVC母公司行使期权，同时获取财务与战略回报（但可能大多数“期权”都不会行权，因此需要权衡战略储备与财务约束）。

iv. 被动式投资：被投企业与CVC母公司在战略与业务上，均不存在联系。纯粹寻求财务回报可能是对股东资金的不恰当使用——即使有些公司或许对市场有更为深刻的理解，以及有更好的能力去筛选有潜力的创业企业。

关于CVC的组织激励方式，有学者建议成立专职的CVC管理团队，根据公司实际情况，成立相应的监督与报酬机制，平衡财务回报与战略回报，聘任专业的CVC投资人员。必须使得CVC接触更多投资机会，才能避免项目筛选和评估时的偏差，以充分发挥新知识的“探照灯作用”，并在未来获得更好的战略及财务回报。



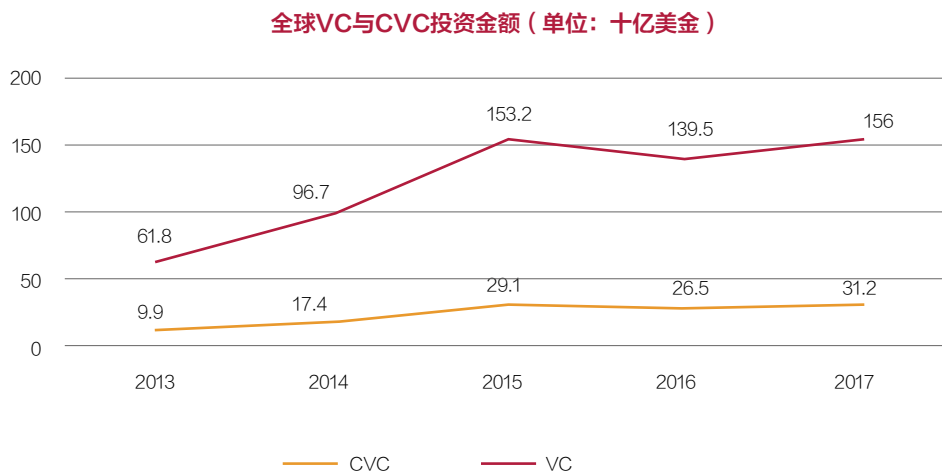
## CHAPTER 2

# 全球CVC投资概况

1. CVC发展趋势
2. CVC投资行业分析
3. 全球各地区CVC发展趋势
4. 全球CVC典型案例分析——强生创新资本

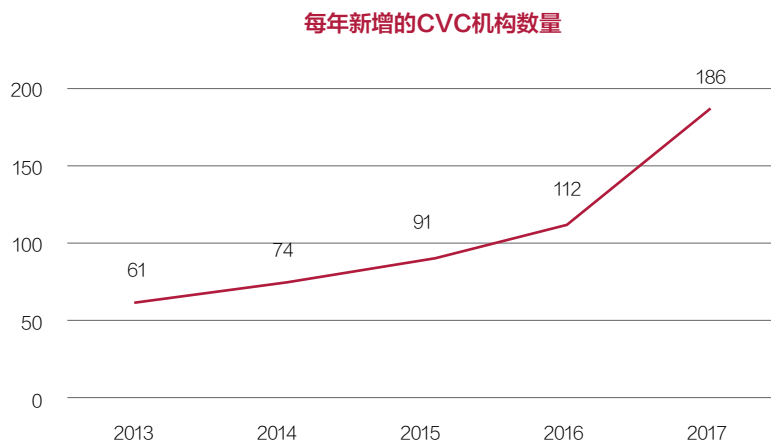
## ① CVC发展趋势

### ● IVC与CVC投资活动



从投资案例总金额上看，风险投资金额近年来不断增长。2016年度，在资本寒冬的大形势下，风险投资行业总交易活动有所下降，金额为1395亿美元，企业风险投资活动也有所减缓，金额为265亿美元。2017年，两种投资活动均有所增加，企业风险投资金额达到312亿美元，占全部风险投资交易金额的20%。可见，从创业投资市场总量看，IVC 仍然占主导地位，但CVC与IVC整体发展趋势一致。











### ● CVC数量变化趋势





按照CB insights的统计，以开展第一起投资事件为CVC机构成立标准。自2013年以来，每年新成立的CVC机构不断增长，2013年-2016年该增幅较为稳定，约20%左右。2017年，全球新成立186家CVC机构，该数量比2016（112家）年提高了66%，提升幅度巨大。

## ● 全球最活跃的CVC

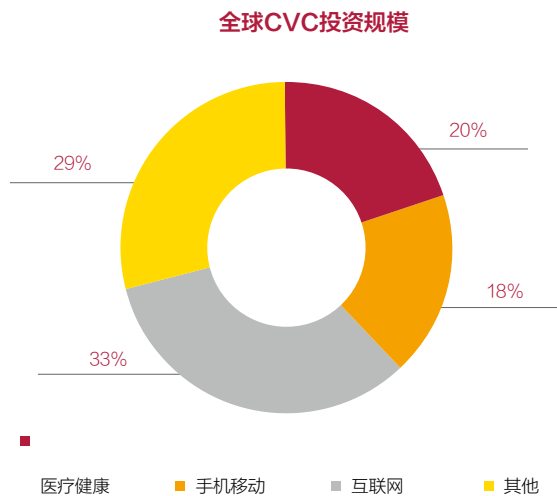
Most active CVCs globally in 2017		
Rank	CVC Investor	Select 2017 Investments
1		Brandless, Gritstone Oncology, Relay Therapeutics, Segment, Turo
2		Foghom Systems, Horizon Robotics, HyTrust, Lightbend, MAANA
3		Anaplan, Apttus, Automile, DigitalGenius, Ellevest, OwnBackup
4		Brain Corp, CargoX, MapR Technologies, Prospera, SenseTime
5		Desktop Metal, Foghom Systems, MAANA Syapse
6	 知人 知道	Bellen Chemisty, Phoenix Travel Worldwide, Zuoyebang
7		AirMap, Airobotks, Aqua Security, Livongo Health, Outreach, Pimvana
8		CassTime, CloudCare, Deepwise, T2Cloud, Zhizhangyi
9		Dcjo Madness, Jubilee Works
10		CYNORA, Deephi Tech, Graphcore, Inpria, Pluto TV, StcreDot

数据来源：CB insights

2017年全球最活跃的CVC与2016年部分重合。谷歌风投超越英特尔投资占据榜首，在2017年投资了70家公司。紧随其后的英特尔、Salesforce、Qualcomm(高通)以及GE（通用）对应的风投部门在2016年已经榜上有名。此外，中国联想的君联资本与复星集团的复星锐正资本首次上榜，成为全球第五和第八活跃的CVC机构。

## ② CVC投资行业分析

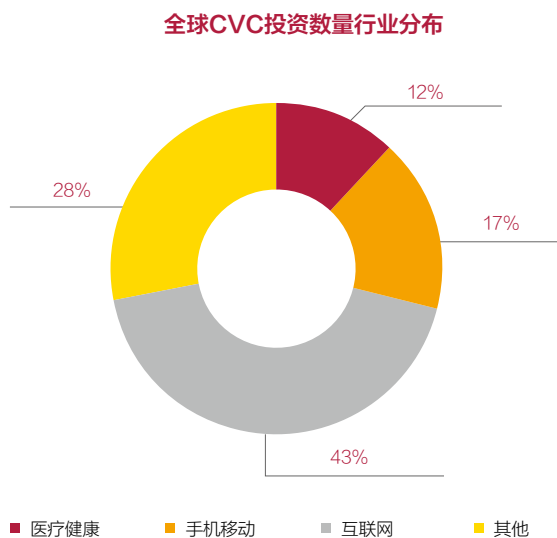
### ● 投资金额行业分布



数据来源: CB insights

2017年,全球CVC共计投资金额312亿美元。其中,互联网行业的投资金额占比33%,在所有行业中排第一,其次为医疗健康和手机移动行业,这三个行业所获投资金额分别为102亿美元、602亿美元和56亿美元。

### ● CVC投资数量行业分布



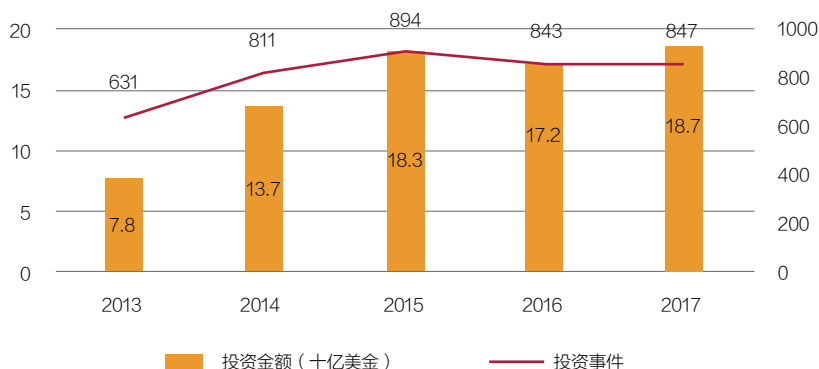
数据来源: CB insights

在2017年全球CVC的1791起投资事件中，基于互联网行业的投资事件最多，占比高达43%。其次为手机移动和医疗健康行业，相关投资事件占比分别为17%与12%。可见，目前CVC投资的行业布局与传统风险投资相差不大。

### ③ 全球各地区CVC发展趋势

#### ● 美国CVC发展趋势

美国CVC近年投资趋势

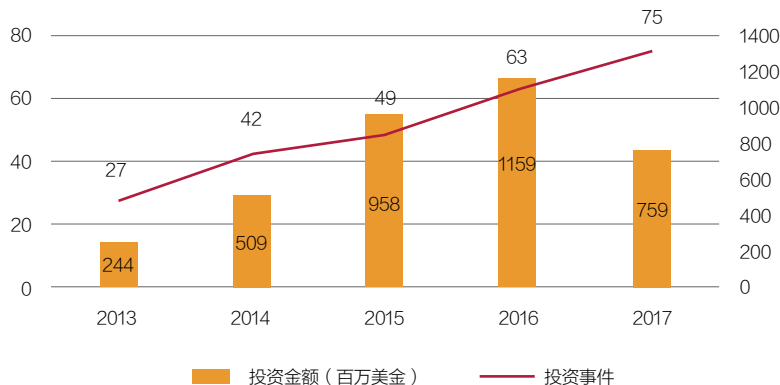


数据来源: CB insights

美国的CVC投资在2012年就已发展成熟，2014年后，CVC投资的数量与金额增幅较小。2016年面临全球资本寒冬，相比2015年投资案例数与金额都有所减少。2017年行业逐渐回暖，CVC投资的事件数量增加了4起，投资金额增加15亿美元，增幅8.7%，项目平均投资额2200万美元，比2016年的2100万美元略微上升。

#### ● 英国CVC发展趋势

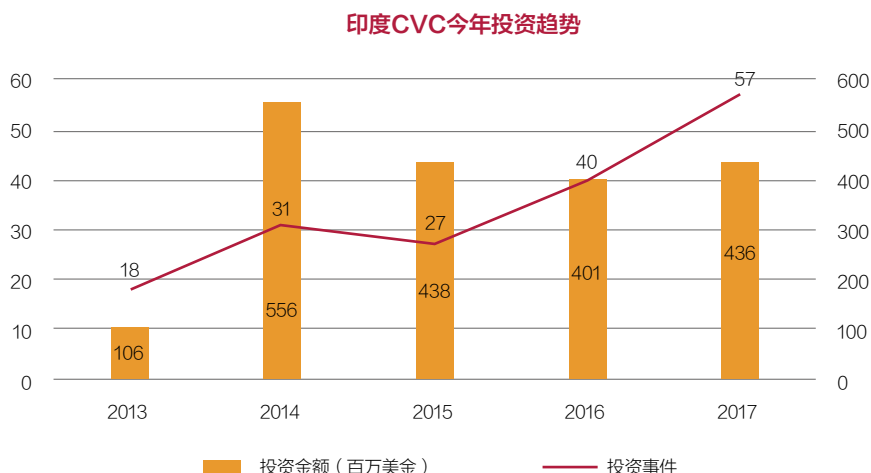
英国CVC近年投资趋势



数据来源: CB insights

英国的CVC投资相较美国还处于初期，近几年整年投资案例数少于100个，但增速较快。2017年英国CVC投资案例75起，投资总金额7.59亿美元，相比于2016年，投资数量增长19%，投资总金额减少34.5%，项目平均投资由1800万美元增减少到1000万美元，减少了44%。

### ● 印度CVC发展趋势



数据来源: CB insights

印度的CVC投资在2012起步之后，市场规模逐渐扩大，2014年CVC投资金额高达5.56亿美元，涉及31起投资事件，金额达到顶峰。之后两年CVC投资市场规模逐渐减少，2017年略微有所上升。相比2016年，2017年投资金额4.36亿美元，增幅6.2%，投资事件57起，增幅42.5%。但相比美国和英国，印度CVC投资数量与金额都不大，项目平均投资规模仅为美国的一半不到，约765万美元。

## ④ 全球CVC典型案例分析——强生创新资本

### ● JJI简介

强生创新资本 (JJJ, Johnson & Johnson Innovation) 是美国医药行业巨头强生集团的风险投资部门。JJJ的团队包括医疗健康领域的科学家、公司高管，以及对医药行业发展趋势、投资策略均有敏感嗅觉的资深投资人。与传统风险投资不同，强生创新资本在评判投资业绩时，往往不看重财务回报，而是以其是否能为强生公司带来战略增长机会为准。目前JJJ已经在全球设立四家创新中心，包括波士顿、加州、伦敦和亚太地区。

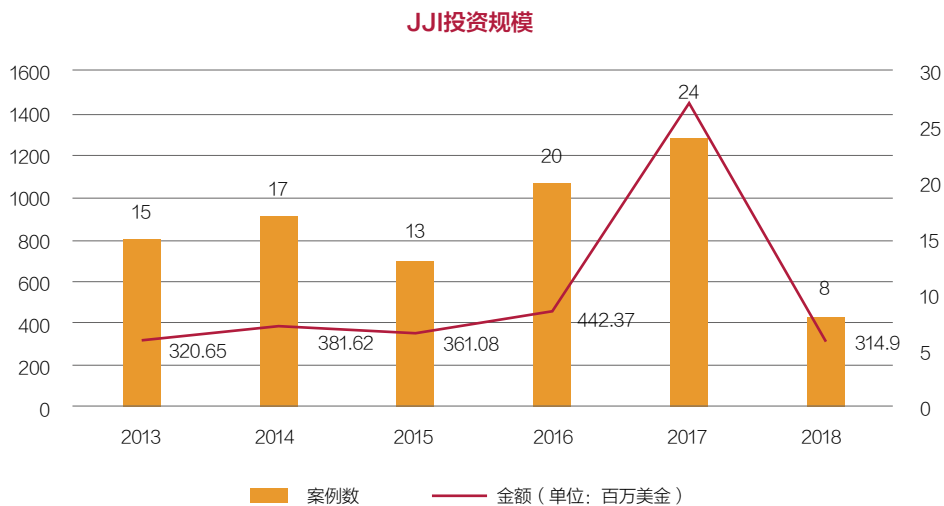
投资团队方面，Robert G. Urban，被科学美国人(Scientific American)评为“生物技术领域最有远见的100位领导者”之一。除了是免疫学和传染病方面的专家，他还曾是连续创业者，在医疗创新与投资领域均有丰富的经验。Jeff Calcagno，哈佛医学院博士，2011年加入强生公司，是医药研究领域资深专家，常驻硅谷。Kadir Kadhiresan，生物医学博士，2007年加入强生公司，此前在生物医药、商业运营等领域经验丰富，曾作为创始人管理多家公司，常驻波士顿。Bo Liu, 药理学博士，MBA，2013年加入强生公司，有丰富的资本运作、投资并



购经验，常驻上海。

在业绩方面，自2005以来，强生创新资本共投资246家公司，投资总额超过60亿美元，其中，16家公司成功上市，6家被收购。

## ● JJI投资规模



数据来源: CB insights

图2.4.1.1统计了近年来强生创新资本的投资案例数量与投资金额，从中可以看出强生公司每年投资数量不过20左右，但金额相较传统的IVC要高很多，2017年，强生资本仅投资24家公司，投资总额达到14.4亿美元。

## ● JJI投资行业

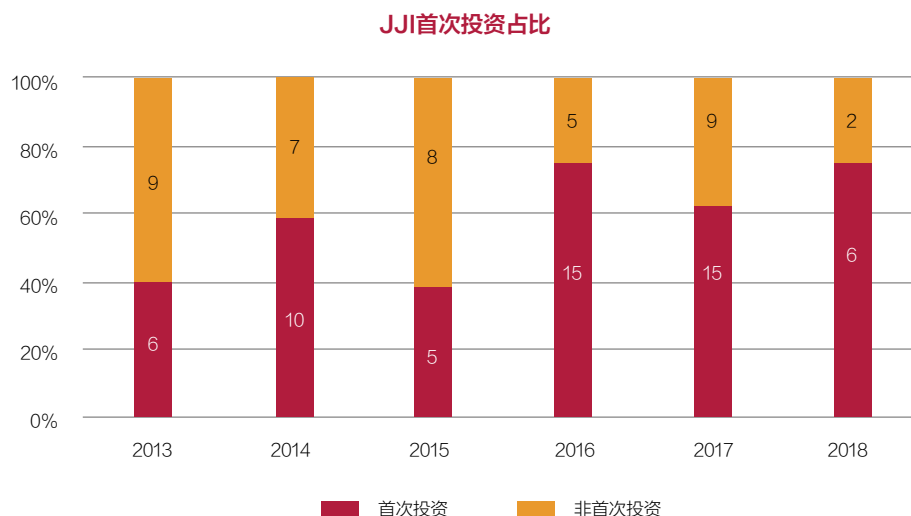


数据来源: CB insights

图2.4.3.1.按照行业分类统计了近年来强生创新资本的投资案例数量与投资金额，从中可以看出，强生公司的投资绝大多数集中于医疗健康行业，共214起投资事件，57亿美元，与母公司行业保持一致。体现出强生公司的CVC投资主要服务于母公司战略规划，此外，投资母公司的行业，使得投资方具备足够的行业经验来指导创业公司，进而促进创业公司的快速发展。

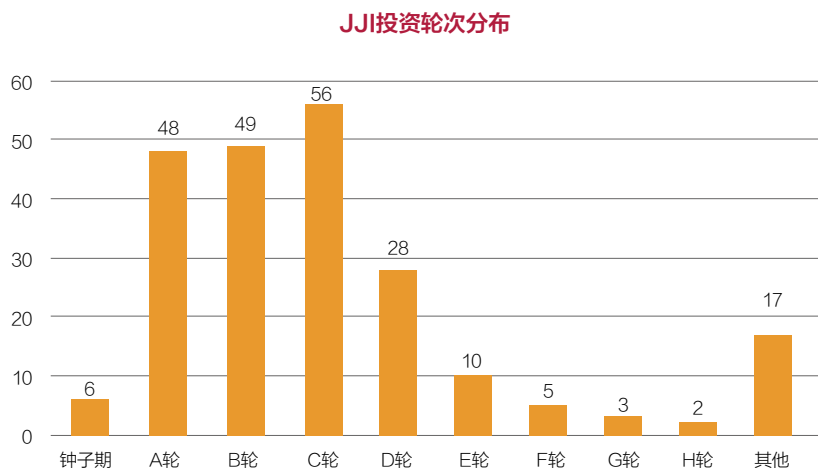
### ● JJI首次投资比例

图2.4.4.1.统计了JJJ参与的投资事件中，首次投资的占比。从总体趋势来看，近几年首次投资的比例较高，说明JJJ投资的新增创业公司数目越来越多，对于已投公司，有较少一部分会获得JJJ的再次投资。



数据来源：CB insights

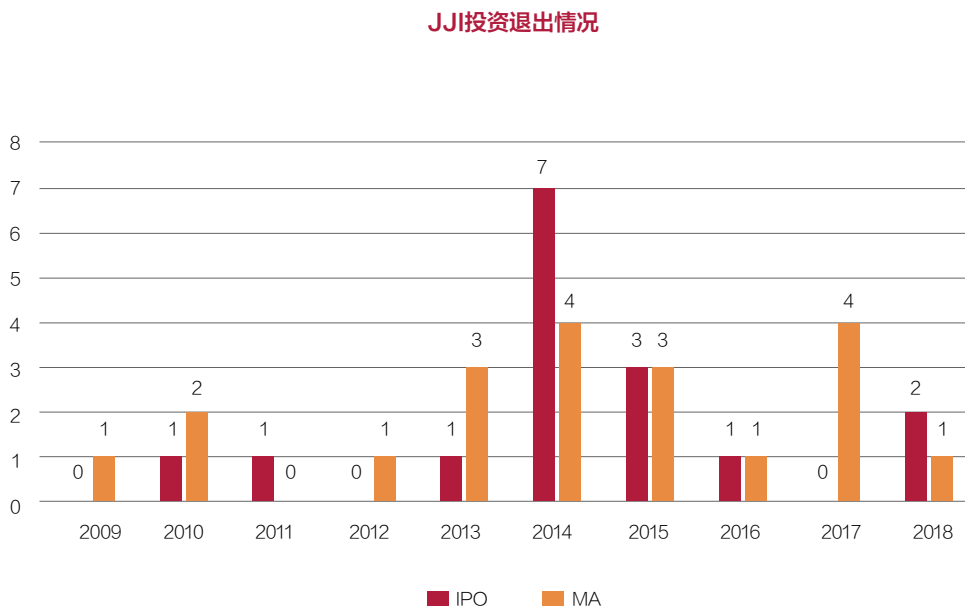
### ● JJI投资轮次



数据来源：CB insights

图2.4.5.1统计了JJI近年来参与投资事件的阶段分布。可以看出，JJI的投资偏好侧重于早期和中期，对偏后期的投资参与较少，这符合CVC通过投资布局母公司战略规划的特点。

## ● JJI退出情况



数据来源：CB insights

图2.4.6.1统计了自2009年以来，JJI所投公司的退出情况。总体来看，上市退出与并购退出两种方式基本持平。除了2014年11家公司退出，JJI所投公司平均每年成功退出5家。结合前文所述每年参与案例20起左右，JJI投资的成功率可达25%左右。



## CHAPTER 3

# 中国CVC发展现状

1. 中国CVC概况
2. 行业发展状况



## 1 中国CVC概况

我国的CVC起步相对较晚。1998年6月，实达集团投资了刚成立仅半年的北京铭泰科技发展公司1200万元，并成立实达铭泰公司，对汉化软件市场进行开发。这是我国第一个比较大规模的CVC投资，此次投资也助力实达软件一跃成为国内软件行业的四强。1999年7月上海第一百货商店股份有限公司对视美乐公司投资5250万元，用于视美乐公司刚研制成的核心产品——多媒体超大屏幕投影电视的生产，被媒体称为“上市公司参与风险投资第一案”。

经过二十余年的发展，我国CVC目前已经初具规模，俨然成为我国资本市场中不可或缺的中坚力量，大量知名公司如联想、BAT（腾讯、阿里巴巴、百度）、万向集团、海尔等等都逐步建立了自己的企业投资部门或者投资子公司。

表3.1.1.展示了5年来中国十大CVC母公司的投资数量。可以看出，科技巨头公司BAT以及京东、小米在大量从事CVC投资，腾讯一年内参与了127起投资事件，远远超过排在第二名的阿里巴巴。

中国十大CVC投资数量

公司	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	投资总数
腾讯	127	84	110	70	72	463
阿里巴巴	55	32	58	42	38	225
京东	43	25	54	9	2	133
小米科技	41	16	23	35	8	123
复星集团	39	37	25	26	10	137
百度	33	17	30	17	28	125
海尔	17	13	12	2	2	46
招商局	16	9	2	3	15	45
奇虎 360	14	15	29	42	48	148
微影时代	13	14	19	0	0	46

数据来源：IT桔子

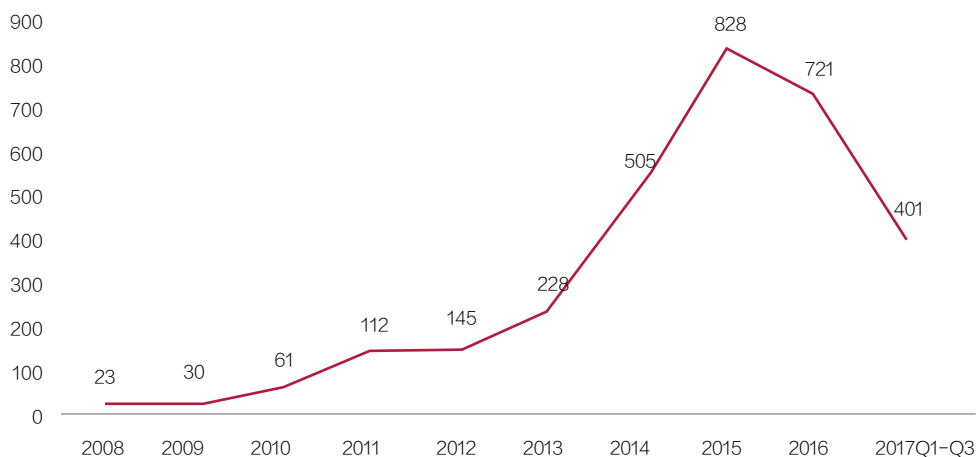
## ② 行业发展状况

### ● 投资频率

投资频率，即每年的投资事件数量，是市场的活跃度体现之一，同时其与整个创业市场环境也息息相关。在李克强总理“大众创业、万众创新”的号召下，相关的创新、创业支持政策相继落地实施，我国逐步进入了一个创业、创新“大爆炸”时代。据《2015劳动力市场研究报告》显示，我国2015年每天新增的企业数量便接近1万家。

图3.2.1.1展示了近10年我国CVC行业的投资案例数。从中可以看出，在国家创业创新政策驱动及人民创业热情的带动下，从2013年开始我国CVC投资也进入了一个爆发式的增长期，2015年整个行业的投资频率达到顶峰，超过了828次。2016年，受资本寒冬的影响，CVC投资频率略有下降。2017年前三季度投资案例数达401次。

2008-2017前三季度中国CVC投资案例数



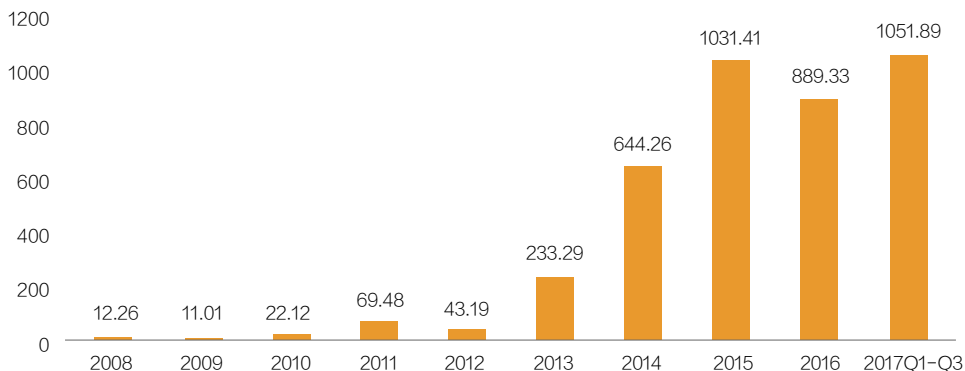
数据来源：私募通

### ● 投资金额

图3.2.2.1统计了自2008年以来CVC总的投资金额，从中可以发现，近几年CVC的投资总金额飞速增长，2015年的金额为2013年的4倍之多，达到1000亿人民币以上。2016受资本寒冬影响投资金额有所下降。2017年前三季度虽投资案例数有所下降，但投资金额超过2015全年总额，这主要是由于CVC投资中大额投资案例增多所致。

总体而言，中国CVC投资频次和金额随近几年创业市场的繁荣不断增长，在整个VC行业中所起的作用也越来越不容忽视。

2008-2017前三季度中国CVC投资金额（亿元）

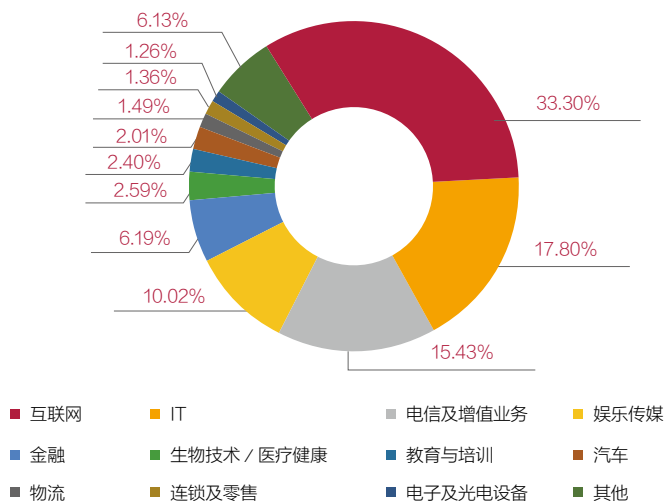


数据来源：私募通

### ● 投资行业分布

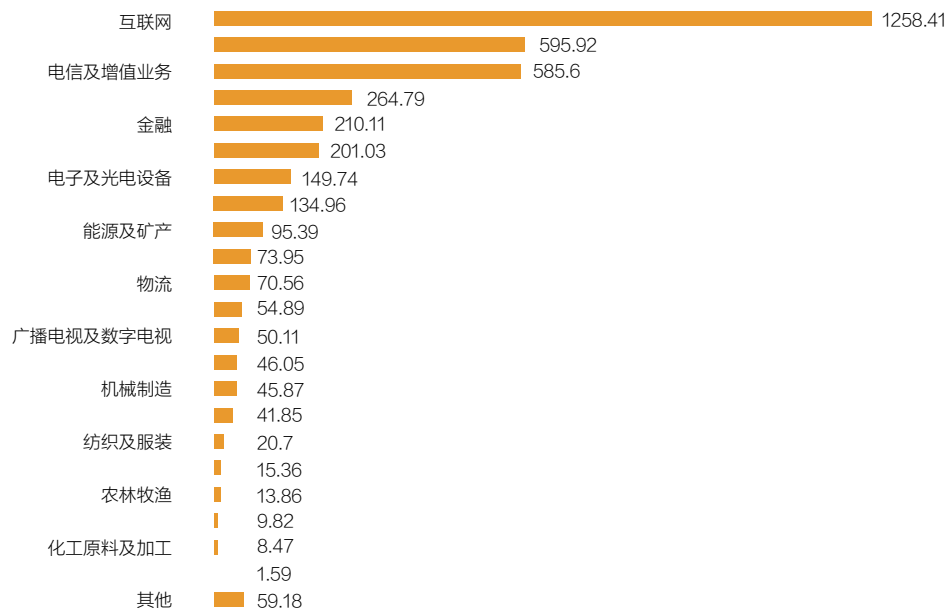
图3.2.3.1和图3.2.3.2分别统计了2008-2017前三季度年我国CVC所有投资案例中各个行业的投资数量及金额占比情况。可以发现，我国CVC行业投资主要集中在互联网、IT、电信及增值业务和娱乐传媒四类行业投资案例事件及金额合计占比分别达76.56%和67.48%：其中投资在互联网领域的案例数和总金额遥遥领先，投资占比均超过三成。1998年是国内 CVC 投资的元年，在近20年的发展中，国内互联网行业飞速发展，吸引大量资本流入；同时，很多活跃CVC机构自身是互联网出身，从战略业务协同出发的角度，他们将大笔资金投入了互联网的赛道，所以，互联网行业成为 CVC 最受青睐的行业。随着互联网由消费互联网向产业互联网转型，预期会有更多的 CVC 资金流向产业互联网领域。

2008-2017前三季度中国CVC行业投资事件分布



数据来源：私募通

2008-2017前三季度中国CVC行业投资金额分布



数据来源：私募通

### ③ 小结

《2017年中国CVC行业发展报告》指出，我国的CVC虽然较IVC起步较晚，但目前其在整个VC投资行业中所占的总投资份额却已与IVC不相上下，投资数量占IVC投资的1/4，在私募投资甚至整个资本市场中都扮演者举足轻重的角色。

从最新一年的投资数据可以看出，中国CVC的发展规模在逐步扩大。CVC投资除了财务考量外，更多会服务于母公司自身的业务发展定位，对所投企业的风险容忍度较高，单笔投资金额较高，选择高科技行业和沿海企业进行投资。





## CHAPTER 4

# 2018国内CVC 典型案例分析

1. 外部生态型CVC
2. 技术垂直型CVC
3. 产业创新与CVC探索
4. 案例总结

## ① 外部生态型CVC

### ● 蚂蚁金服

#### ◆ 公司简介

浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司，简称蚂蚁金服，其前身是成立于2000年10月的浙江阿里巴巴电子商务有限公司。2014年10月，浙江阿里巴巴电商正式更名“浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司”。

蚂蚁金服起步于 2004 年成立的支付宝。目前蚂蚁金服的估值已经达到1600亿美元，成为全球最大的独角兽公司。蚂蚁金服通过科技创新能力，致力于为小微企业和普通消费者提供安全、便捷的普惠金融服务。

#### ◆ 核心业务

目前，蚂蚁金服旗下的主要产品有支付宝、蚂蚁财富、芝麻信用、网商银行、蚂蚁金融云等。支付宝为小微商户提供支付服务，目前活跃用户数超过5亿。蚂蚁财富提供余额宝、定期理财等理财投资及财经资讯、市场行情等服务。芝麻信用为独立的第三方机构提供个人和企业的信用服务，目前已形成芝麻信用评分、芝麻信用元素表、行业关注名单、反欺诈等产品，是蚂蚁生态体系的重要部分。浙江网商银行是国内首批民营银行之一，以纯互联网模式运营和服务小微企业。蚂蚁金融云基于大规模交易处理能力、大规模实时决策能力和大规模数据集成与洞察分析能力，为金融机构提供行业云计算服务。

目前，蚂蚁金服提供信用卡、消费金融、融资租赁、抵押贷款等多种金融服务，覆盖餐饮、出行、酒店、租房租车、公共事业、校园消费等多个支付场景。

#### ◆ 发展CVC业务的原因

2011年，蚂蚁金服还未成立时，当时的支付宝CFO井贤栋认为，为了支付宝的完整生态构建，有必要在支付宝内部成立一个独立于阿里的战略投资团队。2013年，阿里筹建以支付宝为主体的小微金融服务集团，也就是后来的蚂蚁金服。此时蚂蚁的核心业务支付宝还仅仅是一个担保交易工具，缺乏金融体系内的牌照。用户在支付宝的余额处于闲置状态，此时的支付宝还不具备金融能力和商业模式。蚂蚁投资的初衷正是要扩展支付宝的支付场景以及增强产品创新。

截至2018年10月底，蚂蚁金服投资超过45笔，投资金额超过200亿元。

#### ◆ 投资特点

##### i)募投管退流程更前置

蚂蚁金服本身具有充足的资金，并不需要从外部募集资金，因此主要投资方式是直投。蚂蚁金服也有与外部机构的合作投资，即作为LP入股基金。早期参与基金时出资比例较少，近些年由于标的企业规模大，需要用参与基金的方式进行投资。

目前蚂蚁金服的投资团队有40人，其中30人负责投资，10人负责投后管理。对于蚂蚁来说，可以根据投资目的将投资大致分为两类，即财务投资和战略投资。财务投资通常只看项目的回报，而战略投资则把投资作为实现公司战略的手段。蚂蚁的投资以战略投资为主。

在投资企业时，市场份额是蚂蚁金服考虑的因素之一。一家具有服务整个行业能力的企业，有了蚂蚁金服在金融上的赋能，就很有可能成长为行业龙头，引领某个垂直行业的发展。如果企业本身规模较大，那么更多的是采取参与基金的方式进行投资。蚂蚁的很多项目来源于业务一线，质量通常较高，与蚂蚁的业务协同度也更高。

在投后管理方面，蚂蚁金服深入参与。投资前关注项目的业务协同点，投资后则尽快找到实现业务协同的方式。

在退出路径上，由于蚂蚁的投资主要服务于公司战略，因此并不追求以股权转让的方式退出企业，因为可能会影响蚂蚁与被投企业的战略关系。

## ii)四个战略目标

蚂蚁金融服务集团（以下简称“蚂蚁金服”）在其官网对其理想的概述是，“致力于通过科技创新能力，搭建一个开放、共享的信用体系和金融服务平台，为全球消费者和小微企业提供安全、便捷的普惠金融服务”。具体来说，蚂蚁金服有四个战略目标，分别是核心能力、支付场景、技术开放、海外版图。

### 蚂蚁金服CVC战略

金融牌照	支付场景	技术开发	海外扩张
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 天弘基金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 滴滴出行</li> <li>• 口碑</li> <li>• ofo共享单车</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 奥比中光</li> <li>• 旷视科技</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 印度paytm</li> <li>• 韩国Kaokao pay</li> </ul>

作为一家金融服务企业，核心能力首先就是金融牌照。蚂蚁金服成立初期，战略投资的目的和思路非常明确，即围绕金融核心能力，通过投资来进入需要牌照的行业试验田。蚂蚁投资主力在于打造自身金融服务能力。目前，蚂蚁金服以金融牌照为核心的投资有140个左右的标的组合，相比其他战略投资的标的较少。

第二个战略投资目标是支付场景，也是投资标的数量最多的领域。在蚂蚁金服的45笔投资中，将近一半的标的属于互联网软件与服务。作为赋能者，蚂蚁金服在覆盖绝大部分线上消费场景的同时还积极扩展线下场景，将互联网营销和大数据融入到传统商业和公共服务中，推进产业和服务的升级。大搜车便是蚂蚁将支付场景延伸到汽车零售的一个投资案例。

第三个战略目标是技术开放。信息科技咨询是蚂蚁投资数量第二多的行业。经历每一年的“双十一”海量交易大考，不断适应日趋复杂多样的产品体系，蚂蚁金服逐渐具备了符合金融级IT系统安全标准的技术能力，而金融科技正是这些技术深度淬炼的成果。奥比中光科技（前置摄像头）、Face++(人脸支付)都是蚂蚁金服用技术驱动商业应用的典型投资案例。

第四个战略目标是海外版图。一方面，支付宝在海外推出跨境支付、退税、海外扫码付等多项功能，为中国游客出境游支付提供服务；另一方面，由于出境游订单占当地移动支付市场份额其实非常小，蚂蚁还采取了投资海外支付机构的方式，发展全球版图。2015年开始，蚂蚁金服在海外投资了不少当地的支付平台，如印度的Paytm、泰国的AscendMoney、菲律宾的Mynt、韩国的Kaokao Pay等，这些公司已经成为当地的“支付宝”。

企业进行风险投资活动 主要会从两个维度出发：一是被投企业与企业自身业务的关联程度，二是所投企业可能带来的潜在财务回报。企业风险投资根据与自身业务的关联度高低可以分为紧密与松散两类，而根据对投资回报率要求的高低可以分为战略型和财务型两类。若从以上几种分类上看，蚂蚁金服自成立至今，所做的投资仍较少属于财务型投资，但也经历了驱动型投资、生态型投资及新兴投资几个阶段，分类归纳如下。

#### 蚂蚁金服的驱动型投资

序号	披露日期	融资企业	行业	融资轮次	说明
1	2018-07-16	雪球财经	其他多元金融服务	D	社交投资网站
2	2018-10-19	阿法金融	信息科技咨询与其它服务	A	智能投研投顾
3	2018-05-30	伟达金科	互联网软件与服务	战略	技术服务
4	2018-05-18	噼里啪智能财税	信息科技咨询与其它服务	B	中小企业智能财税服务
5	2016-07-08	金贝塔	应用软件	A	社交智能投顾平台
6	2016-06-10	朝阳永续	互联网软件与服务	战略	私募数据库

#### 蚂蚁金服的生态型投资

序号	披露日期	融资企业	行业	融资轮次	说明
1	2018-12-03	凯京集团	信息科技咨询与其它服务	C	物流信息数据平台
2	2018-11-15	中交兴路	信息科技咨询与其它服务	A	物流信息数据平台
3	2018-11-14	mobrella 漂流伞	互联网软件与服务	战略	共享雨伞
4	2018-11-09	数位传媒	互联网软件与服务	B+	国内独有室内定位技术
5	2018-11-07	人人租机	互联网软件与服务	A	办公设备租赁
6	2018-10-30	MsParis 女神派	互联网软件与服务	B	女装租赁
7	2018-09-25	垂衣	互联网软件与服务	A+	男装零售平台
8	2018-09-17	记加班	应用软件	B	蓝领加班时间记录
9	2018-08-31	海鸟窝	信息科技咨询与其它服务	A+	海岛游和户外游的资讯平台
10	2018-08-28	北京环境交易所	复合型公用事业	战略	环境权益交易服务
11	2018-07-09	metro 大都会	数据处理与外包服务	Angel	上海地铁乘车码

序号	披露日期	融资企业	行业	融资轮次	说明
12	2018-07-04	花生科技	互联网软件与服务	D	全国地铁 Wi-Fi
13	2018-06-11	猩便利	互联网软件与服务	战略	无人货架和无人便利店
14	2018-06-01	helobike 哈罗单车	互联网软件与服务	F	共享单车
15	2018-05-10	校宝在线	互联网软件与服务	C+	教育培训 SaaS
16	2018-05-08	禧云国际	食品分销商	A	团餐企业服务
17	2018-05-07	立刻出行	酒店、度假村与豪华游轮	B	汽车分时租赁
18	2018-05-05	停简单	互联网软件与服务	B+	互联网 + 停车平台
19	2018-04-13	helobike 哈罗单车	互联网软件与服务	E	共享单车
20	2018-04-12	内啥网	互联网软件与服务	A+	数码产品租赁平台
21	2018-04-08	八爪鱼在线旅游	酒店、度假村与豪华游轮	C	在线旅游
22	2018-03-13	ofo 共享单车	互联网软件与服务	战略	共享单车
23	2017-12-30	蘑菇公寓	特殊消费者服务	C+	公寓 SaaS 管理系统
24	2017-12-13	校宝在线	互联网软件与服务	战略	教育培训 SaaS
25	2017-12-04	helobike 哈罗单车	互联网软件与服务	D	共享单车
26	2018-04-13	探物	消费电子产品	Angel	数码产品租赁平台
27	2018-02-24	顺易通	信息科技咨询与其它服务	战略	智慧停车
28	2017-09-05	小码联城	信息科技咨询与其它服务	Angel	公共交通大数据
29	2017-04-22	ofo 共享单车	互联网软件与服务	D	共享单车
30	2017-03-01	江苏永安行	互联网软件与服务	A	公共自行车
31	2016-11-16	大搜车	汽车零售	C	二手车交易数据
32	2016-06-16	滴滴出行	互联网软件与服务	G	网约车平台
33	2016-05-15	淘宝电影	互联网软件与服务	A	在线预定电影票
34	2016-05-15	淘票票	互联网软件与服务	A	在线预定电影票
35	2016-04-13	饿了么	互联网软件与服务	G	外卖订餐
36	2015-10-15	36 氪	多领域控股	D	互联网创业服务
37	2015-08-07	趣分期	互联网零售	D	分期购物平台
38	2015-06-01	口碑	互联网软件与服务	战略	本地生活消费信息平台



### 蚂蚁金服的新兴型投资

序号	披露日期	融资企业	行业	融资轮次	说明
1	2018-05-21	奥比中光科技	信息科技咨询与其它服务	D	3D 体感技术研发
2	2017-10-31	旷视科技	信息科技咨询与其它服务	C+	人脸识别与人工智能
3	2017-09-19	TigerGraph	数据处理与外包服务	A	企业级实时图数据库平台
4	2014-11-05	旷视科技	信息科技咨询与其它服务	B	人脸识别与人工智能

2016年之前，蚂蚁金服的投资主要服务于金融能力这一战略目标，2016年以后，蚂蚁金服的投资更多地转向综合场景。整体而言，蚂蚁金服在从事企业风险投资方面的风格，以自身的核心能力业务为基础，围绕四个战略目标，逐步构建外部生态圈。

### ● 滴滴出行

滴滴出行是全球领先的移动出行平台；为5.5亿用户提供出租车、快车、专车、豪华车、顺风车、公交、小巴、代驾、企业级、共享单车、外卖等全面的出行和运输服务，日订单已达3000万。滴滴平台为超过2100万车主及司机提供灵活赚取收入的机会。滴滴出行致力于同城市、出租车行业及社群协作互补，通过智慧交通创新解决全球交通、环保和就业挑战。滴滴正同越来越多的汽车产业链企业建立合作联盟，携手打造汽车运营服务平台。

### ◆ 发展CVC的原因

滴滴发展CVC的动机主要有以下几个方面：

宏观因素：出行市场蓝海广阔，行业竞争倒逼企业快速扩大规模占领市场。

战略布局：未上市公司纷纷设立投资部主要是为了加快自身企业战略布局和发展，滴滴本身拥有充裕自有资金和丰富的融资资金，可以用于战略布局。中国的出行市场相较于美国，需求更为旺盛，供给略显不足。

财务回报：滴滴目前正在成立自己的产业基金，产业基金在战略投资和财务回报中求取平衡，但整体侧重财务回报。

募集优势：滴滴作为出行领域的标杆企业，业务赋能显著，投融资历史丰富，发展前景广阔，对投资人具有极大的吸引力。

### ◆ 投资概况

滴滴投融资为一个团队，目前有十几人。已有投资案例30多起。

投资逻辑：滴滴的投资主要分为两部分。一、自有资金布局战略投资。这样可规避财务限制，专注于滴滴的战略需求，重在产业链铺设和细分行业布局，以扩大滴滴的影响范围和市场规模。二、产业基金（正在募集），滴滴作为GP计划出资20%，其他投资方为LP，投资偏纯财务，追求好的财务回报，但也会基于滴滴产业平台开展战略投资。这种方式组织灵活，有利于资源的高效整合和利益各方的利益协调，在获得财务回报的同时往往也会沉淀出战略价值。

投资标的来源：主要依托滴滴在行业内的地位分为两部分。一部分是基于滴滴现有业务规划，去主动搜寻细分行业标的公司，并积极寻求合作机会。另一部分是业务发展产生的投资意向。另外，外部FA（Financial Advisor

财务顾问)也会像滴滴推荐一些。

投资流程：一、业务部门推荐，因为业务部有通过投资来达成业务目标的动机，所以他们会对各种相关投资机会做初步判断，项目上报投资部后，投资部会进一步判断该标的企业对公司的用户价值、商业价值，在确定投资价值后，根据标的企业估值、投资金额、条款设计投资方案并上报公司内部投委会及业务部门负责人。整个流程耗时短且高效。二、投资部主动搜寻，确定投资目标之后上报投委会。

战略布局重点：针对中国出行市场需求庞大，供给不足，一线城市私家车主专职司机数量少，潜在司机没有车的情况。滴滴在战略方面计划深入供给端解决现有车辆供给不足以及平台潜在司机的用车匹配问题。从而进一步完善用车平台供给与需求的匹配。此外针对网约司机的培训、服务意识的灌输也需要滴滴进一步完善。

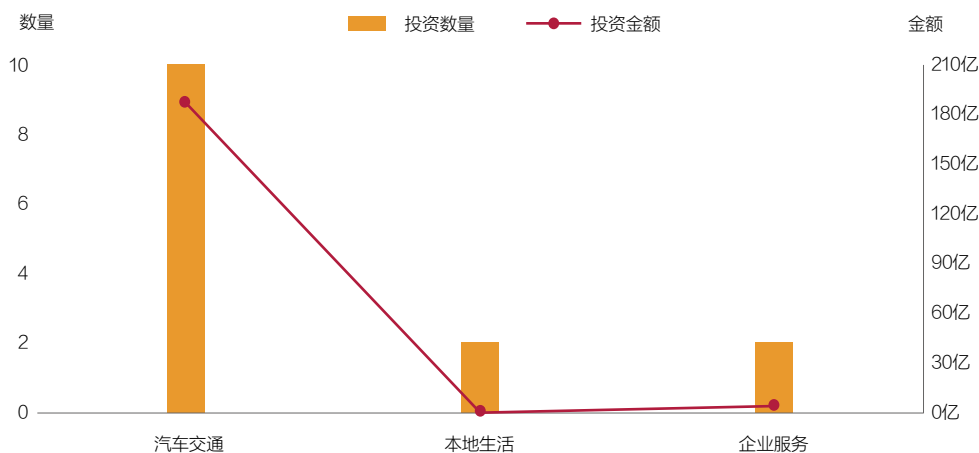
具体来说，在供给侧，滴滴将自行买车并且围绕汽车生命周期展开一系列战略安排；在交易平台侧，滴滴目前规模已经很大，更多的是补充一些功能；在支付平台，滴滴面对一个很大的市场。还会有很多投资机会。总之，滴滴的战略宗旨就是要给滴滴平台的司机提供足够的订单从而确保司机有体面的工资，而足够的订单也可以保证滴滴的用户体验。此外，通过战略投资降低司机每公里出行的成本。比如滴滴自行买车、提供加油打折服务等车服，用投资作为支点撬动新的领域，相对滴滴自行进入是比较快捷高效的方式。

已投项目概况：投资企业范围广泛，投资金额从几百万到上百亿不等。

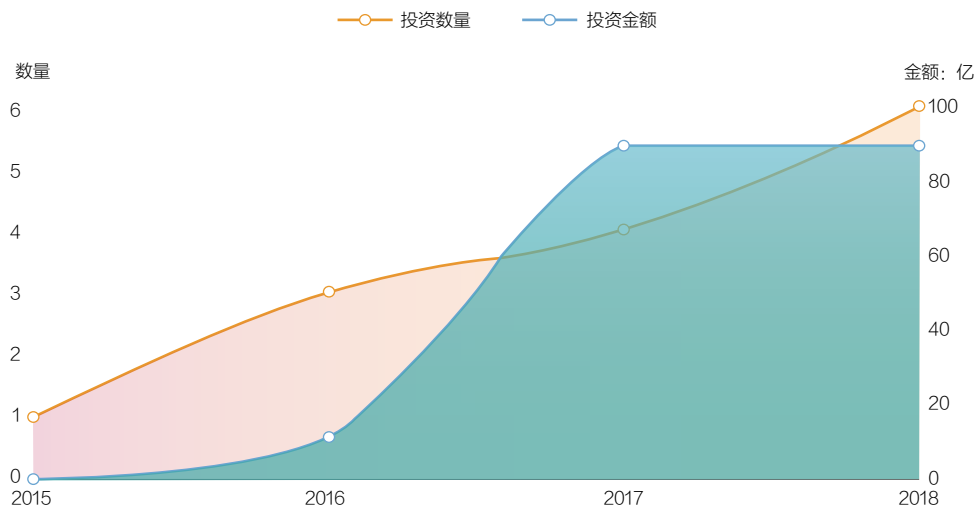
通过一系列的CVC操作，滴滴出行业务已经涵延到出租车、专车、快车、顺风车、公交、代驾、试驾、租车，企业用车及共享单车领域。其中，较为代表性的投资案例有：滴滴投资考拉班车，收购完成后滴滴巴士负责该标的的运营（2015年）。滴滴创始人程维个人持股实时公交APP「车来了」，该产品可以检测公交到站的时间以及公交路况等信息。2016年下半年和2017年上半年滴滴投资共享单车ofo，在ofo的B轮、C轮、D轮融资阶段连续加注，截至2018年12月，滴滴共投入3.7亿美元，目前是ofo 第一大机构股东。

2018年08月06日，滴滴10亿美元战略投资小桔车，之前滴滴还投资了DeepMap、深圳小桔熊科技有限公司、Taxify、赢时通汽车、人人车、Grab、Careem等。

滴滴投资战绩行业分布



滴滴投资数量与金额示意图



部分投资案例展示

时间	公司名	行业	子行业	轮次	金额	投资方
2018-08-06	小桔车服	汽车交通	交通出行	战略投资	10 亿美元	滴滴

小桔车服是滴滴旗下的汽车后市场品牌，主要为滴滴车主以及社会车主提供车辆保养、快速维修、美容钣喷、汽车保险、网约车服务办理等业务。

2018-07-02	星际荣耀	企业服务	行业信息化及解决方案	A 轮	数亿人民币	经纬中国，百度公司，顺为资本，复星集团，滴滴
------------	------	------	------------	-----	-------	------------------------

北京星际荣耀空间科技有限公司（简称“星际荣耀”）成立于 2016 年 10 月。公司致力于研发优秀的商业运载火箭并提供系统性的发射解决方案，为全球商业航天客户提供更高效、更优质、更具性价比的发射服务，以大幅提升人类自由进出空间的能力。发展前期专注于高品质、低成本、快响应的小型智能运载火箭研发，为全球小卫星及星座客户提供一体化的商业发射服务。

2018-06-25	深圳小桔熊科技有限公司	汽车交通	交通出行	战略投资	数百万人民币	滴滴, 华业天成(华诺创投)
------------	-------------	------	------	------	--------	----------------

深圳小桔熊科技有限公司是滴滴出行旗下技术服务公司，从事智慧交通服务。

2018-04-26	人人车	汽车交通	二手车	E 轮	3 亿美元	腾讯，高盛集团（中国），滴滴
------------	-----	------	-----	-----	-------	----------------

人人车是一家二手车交易服务平台，主打个人二手车、无差价交易服务。北京善义善美科技有限公司旗下网站。

2018-03-19	赢时通汽车	汽车交通	交通出行	战略投资	未透露	滴滴
------------	-------	------	------	------	-----	----

赢时通汽车是一家汽车分期及租赁服务提供商，核心业务为企业以租代购、自驾长租以及二手车分期购买，为用户提供商务租车、省内外旅游包车、单位上下班租车、自驾租车、婚庆租车、机场接送等汽车租赁综合服务方案。

2018-01-19	魔急便	本地生活	其他生活服务	A 轮	6000 万人民币	IDG 资本,金沙江创投,高瓴资本,滴滴
------------	-----	------	--------	-----	-----------	----------------------

MobileGo 魔急便是一家车载便利服务运营商，主要提供网约车车载便利服务，用户在搭乘网约车时，通过扫码付费即可购买便利箱中的食品及饮品，旨在为用户提供舒适的乘车环境。产品由智能车载盒子和销售/馈赠商品组成。商品包含饮料、水、食品、日用品和应急品组成。

2017-09-25	人人车	汽车交通	二手车	战略投资	2 亿美元	滴滴
------------	-----	------	-----	------	-------	----

2017-07-01	ofo 小黄车	汽车交通	交通出行	E 轮	7 亿美元	阿里巴巴,DST,弘毅投资,中信产业基金,滴滴
------------	---------	------	------	-----	-------	-------------------------

ofo 小黄车是全球领先的无桩共享单车出行平台。用户只需在 ofo 官方 app、支付宝小程序、微信服务号和微信小程序输入车牌号或扫码，即可解锁用车，随取随用，随时随地。

2017-06-21	长亭科技	企业服务	企业安全	A 轮	数千万人民币	真格基金,启明创投,滴滴,君盛投资,苹果天使 APU
------------	------	------	------	-----	--------	----------------------------

长亭科技是一家以技术为导向的安全公司，专注于解决互联网安全问题。长亭科技拥有技术水平顶尖的安全研发团队与技术研发团队，致力于发展新型网络安全技术，提高国内安全水平，接轨国际顶尖技术。公司目前主营高度定制化的安全服务与安全产品，旨在通过发展新技术新方法，为企业提供有效的解决方案。

2017-03-01	ofo 小黄车	汽车交通	交通出行	D 轮	4.5 亿美元	经纬中国,DST,中信产业基金,Coatue Management,Atomico,滴滴,新华联集团
------------	---------	------	------	-----	---------	--

2016-10-10	ofo 小黄车	汽车交通	交通出行	C 轮	1.3 亿美元	经纬中国,金沙江创投,顺为资本,小米科技,中信产业基金,Coatue Management,元璟资本,滴滴,Yuri Milner
------------	---------	------	------	-----	---------	---

2016-09-26	ofo 小黄车	汽车交通	交通出行	B+ 轮	数千万美元	滴滴
------------	---------	------	------	------	-------	----

2016-03-25	滴滴优点	汽车交通	交通出行	天使轮	数千万人民币	滴滴 深圳巴士集团,深圳北斗应用技术研发院
------------	------	------	------	-----	--------	-----------------------

滴滴优点科技（深圳）有限公司（以下简称滴滴优点）2016 年 3 月由深圳巴士集团、滴滴出行和中科院深圳北斗应用技术研发院共同发起成立，是一家专业从事交通领域人工智能应用的科技公司。滴滴优点科技积极探索新能源车及充电设施的管理、运营、规划调度和应用。

2015-11-13	饿了么	本地生活	美食餐饮	战略投资	未透露	滴滴
------------	-----	------	------	------	-----	----

饿了么是一个外卖订餐平台。

投后管理：由于滴滴的投资价值诉求较为多元。在投后管理上，实行谁投资谁管理的原则。业务部推荐的投资标的，会在确定投资的时候设立业务目标与期限。定期考核。投融资部则主要负责一些管控问题。

投资亮点：滴滴以投资为支点撬动新领域战略布局，组织形式灵活，投资周期较短，依托自身产业平台高效整合各类资源，追求多元的价值诉求，从而满足各方利益，形成共赢。

#### ◆ 与Uber的对比分析

滴滴与Uber同为以网约车起家的公司。2014年Uber宣布进入中国大陆市场，成为滴滴的竞争者。2016年8月1日，滴滴出行与Uber全球达成战略协议，双方相互持股，成为对方的少数股权股东。对比这两家公司，可以看出从行业与战略角度是有一定差异的。

Uber创立于2009年。在成长过程中收到了谷歌风投的巨额投资，加快了公司的发展速度。但在其后的行业战略布局中，Uber以地图业务和自动驾驶为主要战略发展方向。收购相关公司进行地图方向的业务拓展，与其投资方Google形成竞争关系。

滴滴在经历了飞速的成长，资金充足后，投资方向更倾向于汽车产业链的铺设，增加其市场规模。从曾经单一的打车，到现在出租车、快车、专车、顺风车、公交、小巴、代驾、企业级、共享单车全部出行运输方式包含在内，管理人们的全部出行方式，是很重要的一个提升。并且，滴滴认识到现在整体市场需求旺盛、供给不足，所以围绕汽车生命周期与司机进行相应战略投资，以达到完善市场需求的目的。另一方面，也针对技术安全、技术发展进行投资。

综上所述，滴滴与Uber虽同为网约车软件，但在其后战略发展与行业预测方面却不尽相同。Uber更注重其自身独立性，滴滴则以全面性部署为主。

#### ◆ 产业基金模式分析

滴滴公司对于产业基金的风险投资有明晰的规则，其作为GP出资20%，其他投资方为LP，实行谁投资谁管理的原则。这种资金配置原则和投后管理的模式，实际上可以看成滴滴出行在支持价值创新和重塑外部生态的特定设定。

#### ● 百度风投

##### ◆ 母公司简介

百度于2000年成立，目前是全球最大的中文搜索引擎以及最大的中文网站，提供业务包括：以网络搜索为主的功能性搜索，以贴吧为主的社区搜索，针对各区域、行业所需的垂直搜索，Mp3搜索，以及门户频道、IM等，在面对用户的搜索产品不断丰富的时候，百度发展其互联网营销推广平台，推出了基于搜索的营销推广服务。

百度集团CVC布局多维度：战略投资部、百度风投、长城投资以及百度资本。其中，控股层面的投资由战略投资部门负责，不区分投资金额和轮次，不以财务回报为诉求，以集团产业协同发展为核心。百度风投、长城资本和百度资本则分别投资早期、成长期和偏后期的项目。

##### ◆ 百度风投基本情况

百度风投 (Baidu Ventures) 于2016年9月成立，总部设在北京、硅谷，主要专注于全球范围内初创期到成长



期的人工智能领域的投资项目，致力于成为“AI即人工智能时代的世界一流VC”。截至目前，百度风投的一期基金规模约2亿美元，包括人民币基金5.6亿元，美元基金1.2亿美元，资源来源都是集团的自有资金，目前首期基金已全部投资完成。二期基金母公司作为LP 出资比例约30%，也引入外部市场资金即广州开发区共同出资。其投资方向围绕人工智能领域，包括智能底层技术、智能机器平台及行业智能化。因投资方向关注早期项目，因而基金期限较长，首期为“10+2”模式。

从组织架构及团队布局上看，百度风投既独立于母公司又在人员和业务安排上与母公司有较强的协同性。与母公司战投部相比，战投部与百度风投各有不同的CVC动机以配合整个集团公司不同维度的战略布局。战投部与母公司当下主营业务协同性更强，而百度风投更聚焦于行业未来生态，侧重早期创新，因而其运作方式相对独立，百度风投在制度上选用基金管理方式，具有一定的市场灵活性，而在具体业务人员设置上，又与母公司有协同。创始人李彦宏出任百度风投董事长和投资委员会主席，百度副总裁刘维担任百度风投（Baidu Ventures）CEO。概括地看，中、美方共有员工30余人，有2位合伙人，其中的1位是百度集团副总裁。其他级别的设置和其他基金类似，包括MD（董事总经理）、ED（执行董事）、VP（副总裁）、Associate（投资经理）和Analyst（分析员）。投资团队规模20人左右，剩余人员为财务、法务、行政等中后台人员，整体比较扁平化，投资团队比较多样化，金融专业占比20%左右，其他领域包括底层技术相关基础学科、计算机数学等。

百度风投在激励机制和投资管理方面开展与母公司不同的尝试安排：对于团队人员的管理和激励，百度风投设置了初步的员工考核及激励机制，员工考核每半年到一年进行一次，但由于项目大多处于早期阶段，还没有明确回报，所以难以严格量化考核。对于投资业绩的考核，百度风投主要以项目本身的质量为考核标准，不看重数量。。对于投资项目，投资管理业务由风投公司的投资部门协同管理。具体而言，投资管理部门对项目进行分类打分，对于不同的项目给予不同的投后管理、增值服务。同时，百度风投还设置了专门的人力资源团队帮助被投创业企业配置合适的岗位。

#### ◆ 百度风投CVC业务的开展动机和投资逻辑

对于母公司而言，百度战投部与百度风投开展CVC业务有着不同的战略动机，主要体现在三个方面：首先是母公司战略布局，即从集团业务领域和发展方向着手。百度集团与其他家互联网巨头企业类似，平台型公司横向发展到一定规模和阶段，行业前沿技术相关性成为战略重点，也是未来布局的重要方向。百度设立百度风投重点是对人工智能方面的底层技术进行充分关注，开展底层技术战略布局，类似于外部“研发”职能。集团战投部与百度风投各有侧重但又彼此协同，百度风投偏重行业早期，是战投部的有效补充，可以帮助集团战投部在后期进行更好的投资判断。其次是信息获取的全面性与及时性，即外部“市场监测”职能。相对于集团战投部，百度风投CVC模式采取独立的基金运作模式，其业务部门自身投资流程简单，项目多样，覆盖更广。对比外部IVC机构，百度风投对于投资的早期项目因借助集团信息优势比第三方风险资本对市场的反馈更快。再次，是更早期技术的行业测转化与信号性关注，百度风投依赖其专业技术团队和百度集团的资源优势，通过自身人脉和圈子以及进入高校实验室寻找可产业化产品的方式，比集团更快的了解科技动向，掌握科技进展，给集团以信号引导的作用。

从投资逻辑上看，百度风投兼顾中国和美国市场，而两个不同市场具有一定的差异性：对比中美，美国的CVC业务一般以底层技术为主，重点关注小额、种子企业，属于早期小金额大风险投资；而国内在开展CVC业务时

则更加注重项目的广泛性，以对产业侧、消费侧改造为重点。整体而言，其投资逻辑涵延以下几点：

1. 财务回报：区别与集团战投纯战略导向，百度风投因其市场化的基金运营机制下，财务回报目标明确，平衡基金运营的风险和收益。
2. 关注底层技术：包含三大方面：底层技术、底层技术对行业侧的改造、底层技术对消费侧的改造。
3. 关注产业端宏观趋势：通过集团公司将底层技术与传统产业结合，通过技术带动产业整体升级。

#### ◆ 百度风投运营状况

截止2018年7月，百度风投一期基金已经募集并投资完成，其中，人民币基金5.6亿元，美元基金1.2亿美元，均为集团的自有资金。二期人民币基金引入外部资金几广州开发区，已经募集完成。

标的主要有三个来源：第一类与传统IVC类似，即FA推介，关注市场热门项目，从结果来看，其合作效率弱于自有团队挖掘的项目，且FA的项目比较集中在某些特定赛道上，与战略定位广泛性不符。第二类是投资团队借力集团优势通过行业圈层文化的深入寻找到的项目。第三类是国内国外的投资团队与高校实验室、到工业实地考察挖掘的项目。尤其是针对底层技术和产业改造领域相关的项目，在高校中寻找实验室产品产业化的机会。百度在硅谷有一个100人PHD（博士专家）计划，希望未来通过高校资源获得更多更早期的项目。

目前，百度风投共投资项目100余个，标的以底层技术为主（如无人机领域光绕行技术），侧重对行业侧（侧重行业智能化-工业场景上非常具体的改造，如无人机投放农药、炼钢厂温度控制、智能摘苹果机器等）、消费侧改造。投资轮次以B轮为主，投资地区分布在美国、中国及欧洲少量项目。其中，中国的项目对于地区的偏好性很强，主要集中在北上广、深圳、江苏，主要考虑到行业的聚集效应（例如苏州地区的医药项目形成了很好的产业聚集效应）。

#### ◆ 百度风投投资案例

第一、底层技术型投资——极米无屏电视。由于极米相较于竞争者具有技术先进的优势，并且与百度风投理念契合，所以百度最终决定支持该项目，帮助其完善核心技术以及生态布局。在此之后，集团战投部也进行跟投，成功建立了智能技术上的合作，实现了对接技术和资源的目标。这个案例也属于典型的被投资项目与集团战略协同的范畴，即与集团战投部共同投资。百度风投提供的项目源，投资过程中对标分析小米、暴风等，看重极米在技术指标上的领先性和对集团业务的协同性。

第二、产业侧改造型投资：针对工业场景中非常具体的项目改造进行投资，如无人机精准投放农药、炼钢厂温度控制、美国摘苹果机器等，这些标的主要由百度风投通过投资连接实验室技术和产业应用场景，通过技术的智能化的累积对行业侧进行改造。

第三，消费侧改造型投资：自动售货机。自动售货机是典型零售去人化的实现。在自动售货机行业整体起步后，技术的更新、后续调整完善以及如何将其渗透进生活场景是重要的操作环节。百度风投看中其对消费侧的改造，选择对自动售货机项目进行投资。

#### ● 顾家家居

#### ◆ 公司简介

顾家家居，全称顾家家居股份有限公司，以全屋定制家居为主要业务，以软体家具生产销售为主，拥有“顾家工艺沙发”“全屋定制”等九大产品系列。目前，顾家家居产品在国内外共拥有3000多家品牌专卖店。

#### ◆ CVC动机与企业战略

作为市值300-500亿区间的上市企业，顾家家居CVC模式与其企业发展战略一脉相承，即打造双主业，家居生态和新媒体创新平台型企业，协同市值管理，形成“双千亿”市值目标。其CVC业务采用两大模式：一、成立顾家家居投资业务，围绕主营业务做家居家具产业链投资；二、与外部投资基金合作，投资泛家居行业和新产业的创新标的。其模式与小米的生态模式不完全相同，对于顾家家居的直接CVC业务，相比小米有其更明确的市值管理目标。

#### ◆ 投资概况

一、顾家家居投资板块于2016年成立，已有150多位人员，投资逻辑与小米类似，与其主营业务相关性强，即大家居和泛家居行业产品导向，资金来源为自有资金，投资标的锁定已有利润或即将上市企业，通过顾家自有品牌和服务提供投后管理和财务支持等增值服务。截止目前已投资35个项目，总金额达50亿元，参股与控股都有，区间在20-80%，对于制造型企业的估值有其估值体系，一般在30倍PE内。2018年1月，顾家家居以7.04亿元成立全资子公司顾家投资。顾家投资公司注册资本为661.66万元，目前营业收入为4356.35万元，净利润为26.41万元。

二、产业基金与红杉等知名IVC合作。顾家家居本身作为LP和GP参与风投决策。基金策略：60-70%围绕主生态的创新标的，10%覆盖新兴行业的创新标的，并设立5亿孵化基金投入更为早期的创新项目。因顾家家居在行业的影响力度，因此项目源往往来自自有推荐，一部分为外部介绍。

顾家CVC以国内为主，也参与部分海外投资，目前国外收购4个企业，都是产品家具，以控股为主。

#### ◆ 投资案例

顾家家居的投资以收购国内外上市公司为主。

国内方面，2018年10月，顾家家居公告收购A股上市公司喜临门（603008）23%的股权，若收购完成，喜临门将成为收购喜临门23%股权顾家家居的控股子公司。喜临门以科学睡眠家居用品为主要产品，包括床垫、软床、沙发及配套产品。收购喜临门，可以丰富顾家家居的床品系列，巩固公司在行业内的领先地位。

2018年9月，顾家家居公告拟收购其控股子公司杭州顾家寝具少数股东股权，拟将顾家寝具变成公司的全资子公司。由于顾家寝具应收状况较好，此次收购预计会为顾家家居的营业收入及利润带来贡献。

海外方面，顾家家居在2018年3月连续收购了三家海外家具品牌，分别是意大利品牌Natuzzi、澳大利亚品牌Nick Scali、德国品牌Rolf Benz。收购这些海外公司一方面可以扩大顾家家居在海外的布局，另一方面可以丰富顾家家居的中高端产品线，为国内市场份额和业绩的增加提供新的活力。

2018年3月，顾家家居公告，拟收购意大利规模最大的家具上市公司Natuzzi 51%的股权。Natuzzi 的历史超过60年，很早就在中国设立子公司，产品定位高端和中高端，拥有的品牌包括Natuzzi Italia、Natuzzi Editions等。顾家家居此次收购的目的主要是引进Natuzzi在空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等价值链上关键环节的管理经验，同时完善顾家家居在高端和中高端产品上的产品，从而提升公司业绩。

2018年3月，顾家投资公告购买澳大利亚零售家具品牌上市公司Nick Scali Limited 13.63%股权。Nick Scali于1962年在澳大利亚成立，是澳大利亚中高端进口和零售家具品牌，产品以客餐厅家具为主，包括沙发、餐桌等产品。此举可以与 Nick Scali 在供应链上形成协同效应，扩大顾家家居在澳洲的市场份额，完善公司国际化布局、进一步开拓海外市场的需求。

2018年3月，顾家投资公告将收购德国软体家具品牌Rolf Benz 99.92%的股权。Rolf Benz成立于1964年，是德国知名度最高的软体家具品牌，以欧洲为主要市场，尚未在中国开设独立品牌店和工厂。本次收购一来可以扩大顾家家居在德国市场的知名度，扩张在欧洲的布局；二来能够丰富顾家家居自身的产品，同时吸引国际一流人才加入公司，进一步增强公司研发、设计实力；三是对Rolf Benz来说也可以获得进入中国市场的机会。

#### 顾家家居并购事件及最新进度

首次披露日	交易标的	交易股权比例	标的方所在行业	交易总价值 (万元)	币种	投资主体
2018-10-15	喜临门	23.00%	家庭装饰品	138,000.00	人民币元	上市公司
2018-09-01	杭州顾家寝具	25.00%	家具与特殊消费品	25,212.50	人民币元	上市公司
2018-03-28	Nick Scali	13.63%	家庭装饰零售	7,727.63	澳元	顾家投资
2018-03-23	纳图兹	51.00%	家具与特殊消费品	6,500.00	欧元	上市公司
2018-03-01	Rolf Benz AG & Co.KG	99.92%	家具与特殊消费品	4,156.00	欧元	顾家投资
2017-05-05	睿灿投资	部分	-	50,250.00	人民币元	-

## ② 技术垂直型CVC

### ● 商汤科技

#### ◆ 公司介绍

商汤科技是全球领先的人工智能平台公司，于2014年成立，多次被评为“全球最具价值的AI创新企业”。2018年9月12日，商汤宣布获得软银中国10亿美元投资，该轮融资后，商汤科技的估值已经高达60亿美元。市场占有率方面，商汤科技在多个垂直领域居于首位，包括智慧城市、智能手机、互动娱乐及广告、汽车、金融、零售、教育、地产等多个行业。

技术方面，商汤科技以“坚持原创，让AI引领人类进步”为使命，建立了全球顶级、自主研发的深度学习平台和超算中心，并基于此研发了一系列AI技术，包括：人脸识别、图像识别、文本识别、医疗影像识别、视频分析、无人驾驶等。目前，商汤科技是中国领先的AI算法提供商。

### ◆ 垂直技术导向CVC

作为技术垂直型企业风投的代表，商汤科技凭借其平台资金的灵活性，在选择投资标的时，时点明显提前，投资增速显著变快，这一点得益于母公司长周期价值培育的优势。此外，商汤科技善于利用平台优势，选择用CVC的方式与对行业有深刻认知、掌握场景的传统公司深度合作，以这种低成本的方式规避了难以深耕细分行业的劣势，同时负责技术创新和资本支持，提供包含“技术赋能”和“资本赋能”的全方位“赋能服务”。

此外，商汤科技在CVC活动中积极开拓蓝海战略抢占赛道，帮助核心业务纵向深耕，凭借市值管理和估值管理上的较强动机，对所投企业的增值效益功不可没。

### ◆ 投资概况

2018年商汤科技明显加快了投资步伐，投资数量增多、规模变大，轮次覆盖也更广，从早期投资到D轮均有涉猎。截止2018年4月，商汤科技完成投资项目6个，拟投资项目多达数十个。此外，商汤科技与鼎晖拟筹建人工智能专项投资基金，规模预期30亿人民币。商科科技投资案例包括：2 B轮领投医疗互联网公司禾连健康7500万美元，该公司；D轮领投影谱科技13.6亿元，该项交易创下人工智能影像生产领域单轮最高融资纪录。

整体而言，与横向生态型相比，商科科技CVC的战略更以垂直技术为导向，其CVC战略目标核心围绕：核心业务纵向深耕、企业市值管理以及蓝海战略。因而，其业务纵向深耕更类似于CVC战略的“外部研发”，其投资的轮次更偏早期。而市值管理和蓝海战略，则基于母公司本身的发展阶段，商汤科技本身作为早期发展企业，能够提前布局赛道和市值管理的动因一方面是“技术赋能产业”的产业链即“平台和生态型”长期战略，另一方面母公司处于较好的融资态势本身，即母公也具有一定的资金成本优势，这一点与另一案例找钢网（可参见《2017年中国CVC发展报告》）有类似之处。处于早期发展阶段的企业相对成熟期的企业而言，CVC战略目标相对简化，与企业的主营业务战略相关性较强。

### 商汤科技CVC战略目标

	商汤科技CVC战略
帮助核心业务纵向深耕	✓
市值管理 / 估值管理动机	✓
蓝海战略抢占赛道	✓

### ◆ CVC动机分析

相比腾讯、阿里、美团等“投资前辈”，商汤科技选择的投资时点明显提前，投资增速也显著变快。阿里在成立的第7年设立投资部门，腾讯在成立第13年设立投资部门，彼时两家公司都已相对成熟，且投资部门设立初期投资数量、规模都较小；美团和滴滴设立投资部门之时，也已在各自的领域内有明显的垄断势头。反观成立仅4年

即大量投资的商汤，尽管已经具备了一定的体量、堆积了大量融资，但能够实现完全自我造血的实际业务场景还未完全跑通，尚处在企业生命周期的早期。

作为中国人工智能赛道的头部公司，商汤科技在这个时点选择使用CVC的方式对外投资，动因有三。

利用CVC实现估值管理。尽管2018年被称为“资本寒冬”，但人工智能即AI领域，特别是该领域的头部公司商汤，依然受资本热捧。商汤科技在2018年相继完成三轮融资，融资额达22.2亿美元。高估值、高融资的特点使得商汤具备了对外投资的基础。但与此同时，受限于商业模式的特性，快速涌入的资本无法助力其快速拓展业务、获得收益。作为一家to B提供技术服务的AI公司，商汤科技注定无法像to C的美团、滴滴一样，短时间内依靠资本的力量形成规模效应并快速发展。据估算，商汤科技2017年的合同收入仅为1亿美元左右。考虑到其2017年底估值已达30亿美元，其市销率高达30倍。换言之，商汤科技的估值与实际收入严重不成比例。而CVC可以帮助其利用自己的强融资能力，通过投资和控股估值较低，但现金流较好的公司来提升收入、撑起估值、回应资本，进而继续融资并持续推动核心业务落地。

利用CVC“资本赋能”的特性助力AI“技术赋能”，在行业内深耕场景，推动业务落地。商汤科技是典型的to B提供技术服务的AI公司，其提供的AI技术能替代人类进行识别、分类、决策等，但商汤本身并不提供直接的应用解决方案。换言之，商汤需要将其研发的AI技术融入各行各业，深度改造产业以此创造价值。但这一业务落地过程无疑面临着诸多困难。从外部来看，对传统行业的理解并非一日之功，而是需要长期积累，想要找准传统行业场景和痛点的商汤无疑面临着巨大的挑战；从内部来看，商汤的创始团队和员工多为高知科学家、技术专家，很难理解to B业务中的销售管理、人情世故，让他们适应中国的经商环境颇有难度。在这样的情况下，选择用CVC的方式与对行业有深刻认知、掌握场景的传统公司深度合作，无疑是深耕细分行业，搭建AI整体解决方案，进而升级传统行业的良策。在这样的选择下，商汤负责技术和资本，提供包含“技术赋能”和“资本赋能”的全方位“赋能服务”，传统公司则负责渠道和客户资源。出于此动因，商汤的投资标的通常为在传统行业深耕多年，积累了大量客户、渠道资源，占据一定市场份额但由于某种局限无法继续发展的传统公司，或具备一定的行业认知及市场资源，但技术不够强的初创型科技公司。

利用CVC加速抢占赛道。商汤作为AI赛道的头部公司，在深耕场景的同时，亦有切入多个不同场景的需求。AI技术应用周期较长，需要与产业和场景深度融合，以商汤为例的技术型创新企业，仅需要通过CVC投资有效的加速技术应用扩张。。

## ● Talking Data

### ◆ 公司介绍

TalkingData（TD）于2011年9月成立，目前是国内领先的第三方数据智能服务商。TD借助以SmartDP为核心的数据智能应用生态为企业赋能，帮助客户企业逐步实现以数据为驱动力的数字化转型。经过近7年高速发展，TalkingData业务由游戏APP运营统计拓展至所有APP的分析，形成了由开发者服务平台、数据服务平台、数据商业化平台为中心的数据生态体系，覆盖超过20亿独立智能设备，服务于10万款移动应用以及8万多应用开发者。其主要竞争对手友盟2013年被阿里巴巴收购，与之不同，TalkingData作为市场上少有的独立第三方数据智能服务商，利用自身多年的数据积累和行业倒逼下形成的大数据清洗处理能力，走出了一条独具“二项”性的发展道路——公司业务方向主要体现为一“轻”一“重”，即数据流量变现和利用自身用户数据流量池为B端大



企业提供数字化咨询服务，包括为企业定制数字化运营方案、机器部署、人员配置和运营统分等，功能类似数字化咨询服务商。

#### ◆ 发展CVC的原因

TalkingData发展CVC的动机主要有以下几个方面：

宏观因素：IPO收紧、二级市场流动性不高

战略布局：未上市公司纷纷设立投资部主要是为了加快自身企业战略布局和发展，过去大家都认为要先去二级市场，但现在一方面二级市场流动性不高，另一方面，很多有实力的未上市企业本身拥有充裕自有资金和丰富的融资资金，有基于横向战略布局的投资需求。

财务回报：基于TD业务线的稳健型战略投资不仅能带来不菲的订单收入还能为公司带来实际2-3倍的财务回报，正向激励TD去做更多业务铺设。

募集优势：由于市面上VC管理不当，项目鱼龙混杂，LP越来越倾向将资金给予具有专业能力的平台或CVC团队。

专业性：CVC本身是专业人士成立的，从生产到研发都是专家。TD的一些成员恰好满足这一点。

#### ◆ 投资概况

TalkingData目前正式员工500-600人，加上外包人员和实习生接近800人。下设投资部，有5个全职成员，该部门分为两个主体：战略投资部和基金。前者完全为TD自身的下设部门，类似上市公司战略投资部，有3名成员，且与基金为附庸关系。即战略投资部中有成员也担任基金投委会成员，但不收取管理费也不收取该基金分成，只是作为合作伙伴关系。后者基金投委会有TD的两名员工和一名外部合伙人。基金外部合伙人从财务角度具有一票否决权，TD的员工则不具备一票否决权。整个投资部成员均具有多年PE行业的从业经验及较深入的行业研究背景。

激励机制：投成奖（投成项目有奖金，年底有核算绩效）+企业实际账面回报按比例做奖金池。与IVC相比，收入较为保守，但是稳定。

#### ◆ 投资逻辑

TalkingData主要利用其自身优势进行业务延展，服务于企业战略发展的同时也寻求财务回报的双赢。具体来说，战略投资部利用TD自有资金进行基于TD业务的强耦合投资，即投资与TD业务相关或强上下游关系企业，投资后业绩并表。这一块的投资对投资标的的财务要求、投资期限和财务回报看得较轻，主要看中流动性。后者是TD成立的一个涉外私募基金，TD作为LP拿出一部分自有资金并且募集一部分资金，TD和外部投资者出资比例大致为4:6。投资基础为以数据科学为中心，在所运用行业的延展线上定点布点。即数据在营销、零售、医疗和金融领域的应用，而并非广撒网。基金运作机制与IVC类似，同时TD为被投资企业提供数据赋能和业务协调服务。TD在基金中只是参股和提供一些辅助帮助。战投部和基金作为同一个投资部的两个主体，在标的选择上各有侧重。战略投资部会优先投给投资回报期更长但在战略上对TD更为重要的企业，基金则会投资一些财务回报周期较短的项目。遇到TD战投部和基金都看好的企业，双方就会共同投资。

TD参股基金投资项目时，优先让基金获得财务回报，其次是让TD获得整个生态成长的附加值，并入主营业务。

TD投资部投资项目在退出渠道和方式主要为老股转让和企业并购。看中投资资金的实际退出，所以在持股比例上倾向小比例持股。在个别企业上的投资也会和大牌PE合作。

整体投资逻辑是根据被投标的诉求和方向分开，严格按照期限、财务等要素进行资源匹配，注重资金的流动性。在投资标的成长性上，偏好pre-A到B轮，500万起投。

#### ◆ 投资情况

第一期基金为纯人民币基金，规模2亿左右，已经投资27家企业，成功退出了5、6个，退出方式均为老股转让。目前的账面回报稳定，一般在2-3倍。目前第一期基金还剩两三千万元，预计2018年底能投完。第二期基金正在筹备中，TD准备拿出1~1.5亿自有资金，总规模预计2~4亿。由于TD主要参与企业早期投资，所以早期基金规模都不会很大。

#### ◆ 投资案例

第一期已经投资27家企业，以数据科学为中心，涉足领域包括医疗、金融、零售和精准营销等。例如：竹间科技：智能客服对话，获得收益，TD可以为它介绍券商客户。百先科技。

#### ◆ 投资亮点

拥有差异化竞争优势：有自身的第三方数据池，可以为被投标的提供数据支持和客户支持，并且密切关注数据合规性；被投资企业可以使用TD渠道

尊重被投企业：TD愿意只充当顾问形式，不会干预被投企业发展。

资金流动性高：TD基金只参股不控股，容易退出。

伴随被投资企业共同成长的投后管理：可以为被投企业提供优质客户、验证产品等服务，与被投企业共同成长、业务对接。

#### ◆ 经验与启示

B端商业环境较差；受限于第一期基金为纯人民币基金，基金错失了一些优质国际项目，据此，第二期基金会注入美元资金。资金充裕但优质资产少，TD需要通过更多元的方式让优质标的接受自己。TD对自己从事CVC活动的定位在企业的发展过程中不断演进，作为技术垂直型企业的代表，在选择投资标的时更应该关注技术方面的价值创新。

### ● 拓尔思

#### ◆ 公司介绍

拓尔思全称北京拓尔思信息技术股份公司，是创业板上市公司，主要提供人工智能和大数据技术及数据服务，具体业务包括软件产品研发，行业应用解决方案和数据分析挖掘云服务，主要服务于政府、媒体、安全、金融、企业五个垂直行业。拓尔思目前拥有TRS中文全文检索系统、WCM内容管理平台、CKM中文文本挖掘等自主创新产品。

## 拓尔思垂直业务

行业	产品或服务
政府	以提升政府服务水平和公众满意度为目标的 TRS 政务公共服务平台
媒体	TRS 融媒体智能生产传播平台和出版知识服务解决方案
安全	TRS 内容管理平台，提供基于大数据构建的线上全渠道运营服务
金融	公安警务大数据云平台，辅助各种警种打造以云搜索、水晶球为代表的统一高效的实战工具
企业	为电信、电力、能源等行业提供内容管理、电商平台管理、精准营销等服务

## ◆ CVC概况

拓尔思在CVC风投活动的推动进程中，秉持着技术垂直型的理念。换言之，从投资标准来说，在选择项目时，基金考虑的主要因素是创业团队和产业协同。从投资范围来说，拓尔思定向投资于与生物医药、大数据、人工智能相关的硬科技项目，其投资领域也正在逐渐转向垂直行业的技术应用。此外，拓尔思的CVC基金注重创业项目的投后管理，旨在长期培育被投企业以求最理想的退出方式。

## ◆ 发展CVC业务的原因

拓尔思作为一家老牌科技公司，有一定的技术优势，但是由于目前互联网行业竞争白热化，纯软件销售业务已经不能够适应市场的变化了，因此公司正在经历从纯软件业务到“软件+数据+平台”综合业务模式的转型，逐步实施内生增长和外延扩张双轮驱动战略。在这一过程中，公司需要挖掘新的商业模式、建立新的大数据平台，此外，在人才市场上，如果老公司没有合适的机制，就无法吸引最优秀的人才来促进公司的发展。作为一家成熟的上市公司，拓尔思拥有丰富的客户资源，这是公司的一大优势。小公司通常拥有很强的创新能力和优秀的创新产品，但在市场上缺乏议价能力。上市科技公司对创新创业公司进行投资，一方面可以增强上市公司的创新能力，完善上市公司的垂直行业布局，另一方面可以为创业公司引流，带来丰富的客户资源。

拓尔思的投资“两条腿走路”，上市公司直投部门投资已经能产生利润的成长期公司，基金合伙企业则投资创业初期的项目。截止目前，拓尔思控股参股了12家公司，设立或参与了六支产业投资基金，累计投资额约10亿元。

## ◆ CVC模式一：上市公司直投

目前拓尔思通过上市公司直投部门兼并和控股5家行业公司，总共花费10亿元，他们分别是天行网安、金信网银、广州新谷、netconcepts、科韵大数据；投资参股了10多家高速成长的新兴公司，通常在A轮融资进入，平均投资在1500万至2000万，分别是八爪鱼、花儿绽放、考拉征信、微梦传媒、中关村科技软件。

## 拓尔思投资案例

序号	投资日期	投资标的	标的简介	阶段	投资额(人民币)
1	2017-05-23	北京智齿科技 /Sobot 客服机器人	自然语言处理, 企业客服领域	B 轮	5000 万
2	2016-12-05	微俱聚 / 花儿绽放	微信公共账号智能服务平台	A 轮	1500 万
3	2016-08-03	Geohey 极海	地理位置相关 SaaS 服务的一站式解决方案服务商	A 轮	1500 万
4	2015-12-03	八爪鱼 / 视界科技	自动化的网页数据采集工具	天使轮	500 万
5	2015-07-01	微梦传媒	SaaS 服务广告营销	A 轮	3000 万

## 拓尔思控股和参股公司

序号	被参控公司 (简称)	参控关系	直接持股比例	投资额 (万元)	主营业务
1	成都拓尔思	子公司	100.00%	10,000.00	软件开发与销售, 技术服务, 房地产开发经营
2	天行网安	子公司	100.00%	60,000.00	数据交换安全产品, 数据应用安全产品及维护
3	科韵大数据	子公司	51.00%	3,440.69	提供大数据分析技术产品和服务
4	耐特康赛	子公司	55.00%	11,000.00	互联网搜索引擎优化, 在线名誉管理等互联网营销服务
5	金信网银	子公司	80.00%	1,000.00	金融大数据服务平台的研发, 销售
6	新谷电子科技	子公司	72.01%	5,394.60	公安行业客户的信息化应用开发
7	北京拓尔思	子公司	100.00%	1,200.00	软件开发与销售, 技术服务
8	厦门拓尔思	子公司	80.00%	80.00	软件开发与销售, 技术服务
9	拓尔思国际有限公司	子公司	100.00%	1,226.10	软件开发与销售, 技术服务
10	花儿绽放	联营企业	19.79%	1,596.33	移动互联网开发
11	成都岸境	联营企业	12.00%	135.15	计算机软硬件技术开发服务
12	蓝鲸众合投资	联营企业	16.67%	272.47	投资管理, 信息咨询

### ◆ CVC模式：设立或参股基金

拓尔思目前参股的基金总共有5只，分别是晨晖并购基金、拉卡拉互联网产业基金（3000万/10个亿）、北京高精尖产业基金（2000万/10个亿）、蓝拓基金、创金兴业产业基金（2000万/10个亿）。

#### （1）广州天目人工智能产业投资基金

2017年8月18日，拓尔思公告发起设立广州天目人工智能产业投资基金合伙企业（有限合伙）。基金从2017年9月开始运作，规模5亿人民币，拓尔思出资1.5亿，首期出资占认缴额比例为30%。

（2）基金设立宁波数智拓天投资管理有限公司为普通合伙人，拓尔思和其他4家公司作为有限合伙人。拓尔思在基金投委会拥有3个席位。拓尔思上市公司直投部门和投资基金投资团队相同，共5人。基金存续期限为6年，其中投资期为4年，退出期为2年。基金的主要投向为人工智能、大数据、区块链等领域的早期及成长期项目，优先投资于贵阳国家高新区内的项目，轮次主要是Pre A轮及以后，主要寻找能够成为服务公司战略升级的储备项目。

### ◆ CVC投资特点

在5年的投资经历中，拓尔思获得了总结了丰富的投资经验。

从投资标准来说，在选择项目时，基金考虑的主要因素是创业团队和产业协同。拓尔思总裁施水才先生认为，投资还是要投团队，创业者必须具备团队精神、抗挫折能力和踏实稳重的意志品质。施水才先生坦承，早期在做投资时，由于自己也经历过创业，所以对创业者很自然的产生同情和共鸣，在估值的时候也不会像专业风投机构那么“冷血”。

从投资范围来说，拓尔思不投商业模式创新公司，只投与生物医药、大数据、人工智能相关的硬科技项目。拓尔思本身作为技术公司，相比专业的风险投资机构的一大优势是对技术的深入了解，一大劣势是作为很多创业公司的竞争对手会遭遇拒投。早期，拓尔思主要投资纯技术公司，后来发现通用类型的技术难以找到对口的客户，造成销路不畅、创收不足的问题。现在基金的投资领域转向垂直行业的技术应用，因为垂直行业的客户定位更加精准，针对性和可操作性更强，更容易获得客户，比如中科金审（专注于企业资金流审计）、中云智慧（用于海关、物流检测的智能图像识别）等项目。

此外，基金注重创业项目的投后管理，一方面是为了促进公司的产业协同，另一方面也可以优化基金的投资收益。最理想的退出路径是被投公司独立发展为上市公司(IPO)，并购和股权转让次之。是否将项目独立出去取决于创始人团队的独立经营能力和与上市公司之间的内部矛盾问题。目前基金共投资了20多个项目，暂时仅退出了一个项目。

随着投资经验的增加，基金也在相应的调整投资策略，日后会减少对早期项目的投资，增加对成长期项目的关注和投资。整体投资步调以稳为主，项目在精不在多。

### ③ 产业创新与CVC探索

#### ● 教育产业——好未来·新东方·朴新教育

##### ◆ 公司介绍

新东方是一家在美国纽交所上市的综合性教育集团，也是中国大陆第一家在美国上市的教育机构。新东方业务覆盖外语培训、在线教育、出国咨询、图书出版等多个领域，旗下品牌主要有优能中学教育、泡泡少儿教育、前途出国咨询、迅程在线教育、大愚文化出版等等。

好未来的前身为学而思，是一家于2003年创立中小学教育机构，主要业务是中小学生的理科培训。2013年8月学而思正式更名为好未来，公司升级了原有业务，并创立未来之星和好未来公益基金会。2010年，好未来登陆美国纽交所。2016年开始，好未来开始将科技与教育结合，重塑在线教育模式，用科技推动教育进步，加速教育等领域研发与创新。

朴新教育科技集团于2014年9月成立，主要提供K12培训、出国留学考试培训、留学申请等教育服务，业务体系全面覆盖从学前、小学到大学、研究生的完整教育周期。

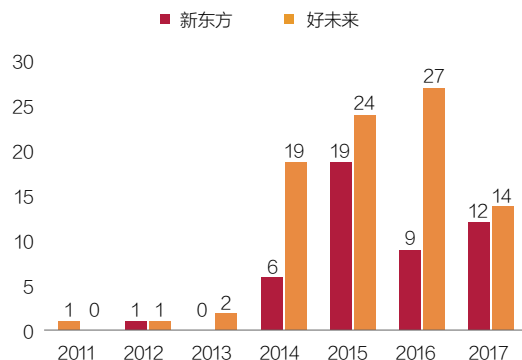
教育集团	核心业务	教育产业链布局	K12相关投资项目
新东方	新东方 + 出国留学考试培训（新东方教学点、新东方在线）	学前：满天星幼儿园 小学：泡泡少儿 中学：优能中学 留学：前途留学 1对1：新东方 1对1	决胜网、高端教育、乐乐课堂、同伴教育、前途出国、百学汇素质教育、大禹书店、K12教育云等
好未来	中小学数学、理科应试提分培训（学而思培优、学而思网校）	学前：摩比 MOBBY、宝宝巴士 中小学：智康 1对1、作业盒子 英语：励步英语、乐加乐英语 家长：家长帮社区	轻轻家教、多贝、宝宝树（电商）、未来之星、TEPC 翻转课堂
朴新教育	K12 培训、留学申请、出国留学考试培训	业务体系全面覆盖学前，小学，初中，高中，大学、研究生、工作人群：环球雅思、啄木鸟	独创的 PBS 标准化管理体系将收购与整合有机统一，自建 + 收购标的

##### ◆ 投资比较

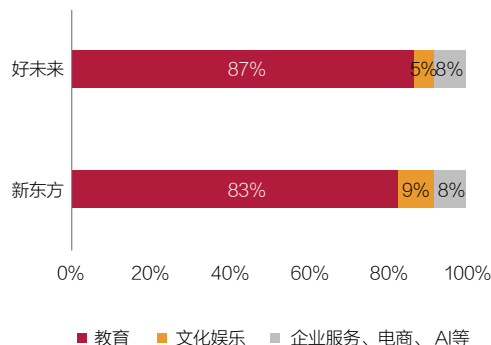
K12行业并购可以缓解教育培训碎片化带来的机会成本，利用品牌效益降低用户的决策成本；满足学生多元化学习需求的同时，提升公司的复购率和续单率。作为K12行业两大巨头，新东方和好未来都在不断的并购教育公司，全方位布局教育生态。但由于两者的核心业务特点有所不同，因此它们的投资风格也有所不同。



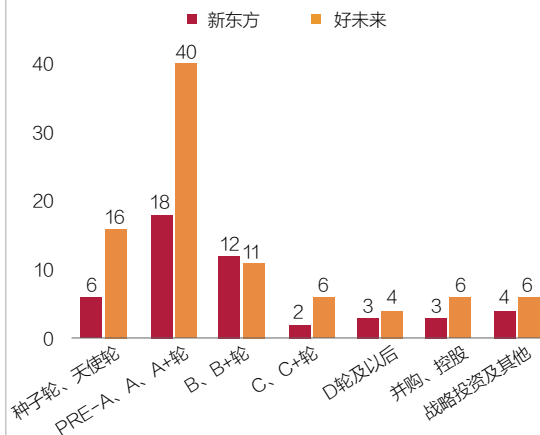
投资数量比较



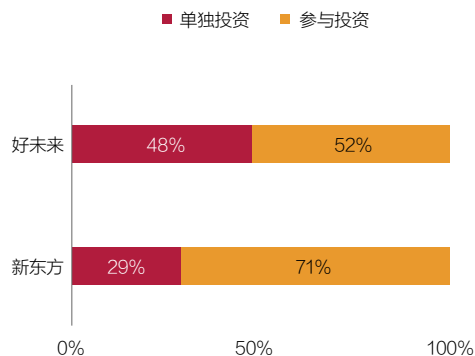
投资领域对比



投资轮次对比



参投 / 单投对比

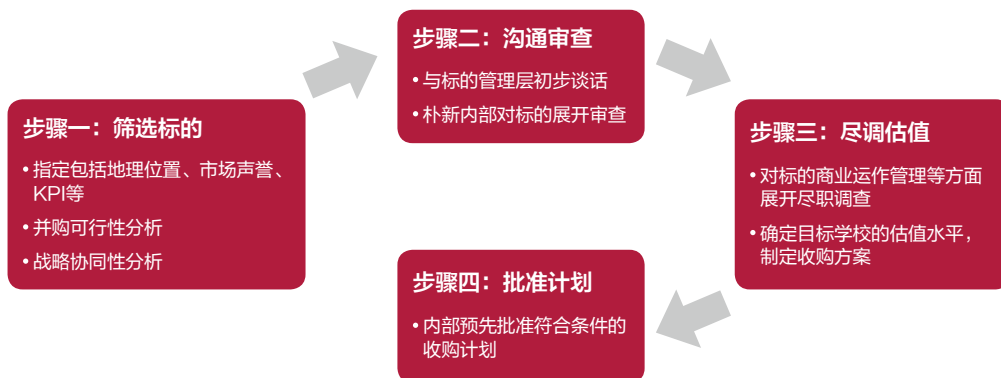


从图中可以看到，整体上好未来投资数量更多，但2017年好未来投资步伐明显放缓，而新东方投资数量有所增加。两者的投资案例均有超过80%是在教育领域。从投资轮次来看，两者都主要在Pre-A轮、A轮及A+轮进行投资，而在C轮、C+轮、D轮投资最少。好未来B轮投资之前的数量占比已经超过总数的60%。

从同轮投资来看，新东方参与投资的更多而单独投资的较少，48起投资中70%为领投或者参投。好未来参与投资或者单独投资的比例则甚为接近，90起投资中47起为参与投资，43起为单独投资。

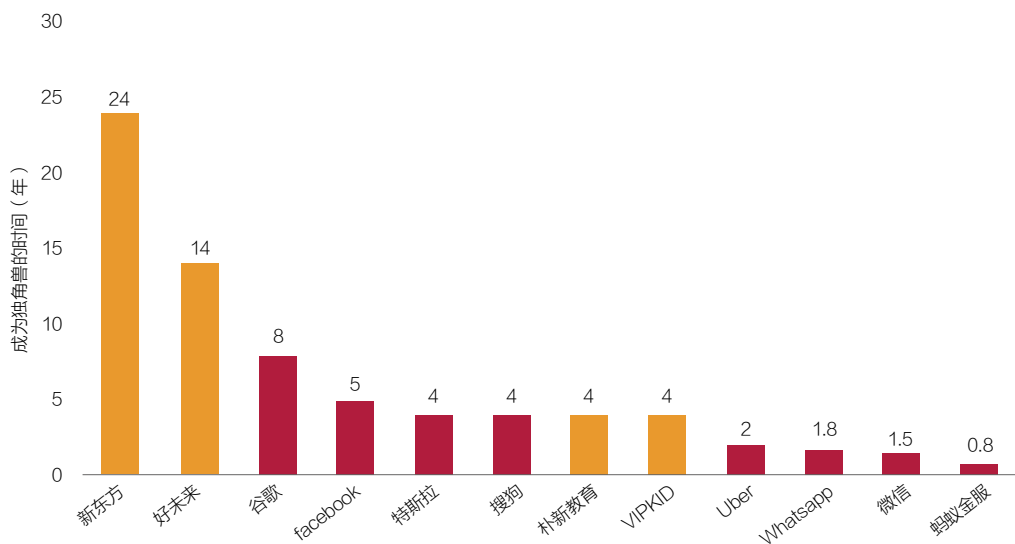
朴新教育则完全通过收购扩张推进战略举措。成立4年间，并购48家学校，覆盖全国的397个学习中心，并拥有超过四千名的全职K-12教师和全日制留学考试备考教师和128万学生。朴新教育在投资中更偏好低估值其并通过其投后运营能力进行整合升级。

朴新教育四个漏斗投资 模型



#### ◆ CVC加速行业发展

同为K12行业巨头，新东方花了24年才成为独角兽，好未来只花了14年，而2018年6月，仅成立四年的教育独角兽朴新教育成功在纽交所挂牌上市，融资额度1.22亿元，整体上看，教育产业通过CVC模式加速企业发展。



教育行业CVC模式本质上是外源性的发展模式，这种外源性增长并购式CVC模式对其后续的管理整合能力以及管理合规成本有较高要求，而处在教育产业整合战略的企业，在开展CVC模式时，对自身资金成本的把控也具有一定风险管控要求，尤其当母公司上市后，公司的战略定位导致CVC相对早期扩张更为多元，涉及资金效率、市值管理、内部鲶鱼和技术转型等多维度的考量，因而，企业发展到不同阶段，其CVC布局的调整也至关重要。

### ● 汽车后市场供应链金融——车云金服·中驰车福·邦邦汽服·德师傅

中国汽车消费呈现升级趋势，从价格敏感到品质敏感，从追求稀缺到追求个性，但是汽车市场发展现状是需求升级快于供给升级，供需错配。由此，汽车后市场面临前所未有的机遇和挑战。其未来发展方向在于，汽车产品在设计上的灵活程度和在产品系列更新方面的创新速度存在突破口，这也同行业CVC活动的突破口。历史上来看后市场零配件供应链的关键要素，主要是上下游集成和数据库的建立。较为全面的后市场零配件供应商业模式的中枢核心是“基于配件数据的交易系统”，将上游供应端，和下游客户的全方位服务相串联，借助互联网工具将供应链层级向下降，提升供应链效率。车云金服的发展思路与现在较为成熟的京东模式更为接近，未来可以考虑利用类似的模式打造CVC泛行业投资，整合汽车后市场的潜在增长点，利用相关企业在供应链金融平台上的交易记录,进行风险评估，采取多种融资需求高效整合的供应链金融解决方案。

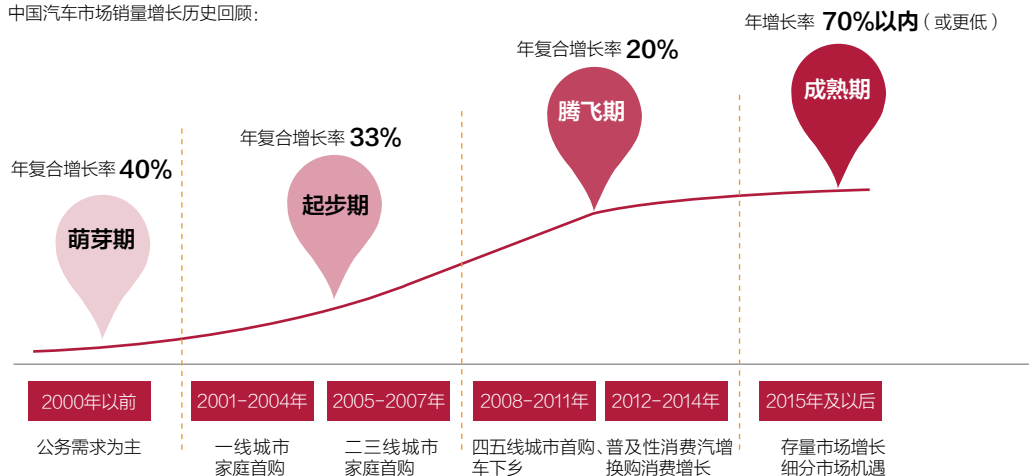
### ◆ 汽车后市场发展概况

汽车后市场是一个非常庞大的概念：汽车后市场是指在消费者购车完成新车交付的时点时就进入了汽车后市场。该市场在广义上来说，该市场囊括汽车售出之后，汽车使用生命周期中的所有交易和服务，包括涉及汽车使用、维护、修理、再购买等。

汽车后市场的总体发展主要依托于与国内汽车销售量和保有量的增长密不可分，同与国外发达国家相比，我国汽车及其后市场发展起步较晚，但是增速很快。中国汽车市场销量增长如下：

### 中国汽车保有量与增长率

中国汽车市场销量增长历史回顾：



数据来源：国家统计局

### （1）汽车后市场增长动力：

汽车保有量平稳增加，作为潜在的汽车用户随着新车销量的增长而增长。

汽车消费升级。国内市场大尺寸车型及高端/豪华品牌的市场占比增长，存在更为丰富的售后服务需求，同时也带来更高的产品溢价。

需求多样化与新车型加速推出。中国市场的车型多达700多种，是美国市场车型的2.5倍，需求和车型多样化使得后市场竞争更多样化。

存量车辆老龄化与保养意识提升。中国乘用车市场保有量车龄呈现整体老龄化的趋势，车辆的老龄化提升车辆保养的客观需求；消费者对汽车的认知逐步提升，关注重心向用车全生命周期迁移，逐步提高售后服务支出，会增加对后市场的需求。

整体来看，随着新车销量的增速放缓和存量车车龄增加，中国汽车市场正由快速增长时期向成熟期过度。伴随着市场成熟，汽车产业利率也开始逐步后移，逐步出现发达国家新车销售不挣钱而利润集中于后市场，这是促进后市场增长的间接动力。过去的几年内，中国汽车零配件后市场规模在2011年是1,900亿元人民币左右，之后以年均20%的增速扩张，增长到如今接近5,000亿人民币的体量；预期受上述这些因素的影响，汽车后市场的规模和扩张仍将继续，2022年市场整体规模将超过8,000亿元人民币。

### （2）汽车后市场供应链发展现状

汽车后市场供应链则涵盖了一个由供应商到最终用户所连接成的商品流通结构。

汽配市场供应链分为三大主要环节：生产、分销、零售。零部件生产商生产出配件，并通过多个层级的批发商分流到各类维修厂，消费者从维修厂购买商品。以授权配件为主的主机厂授权渠道和流通于独立后市场渠道中的非主机厂授权渠道（即独立后市场渠道）是汽车供应链市场的主要渠道。在分销层级方面：主机厂授权渠道层级相对较少，授权配件经主机厂售后部门直接流入4S店体系；独立后市场渠道中，配件经由多层级批发商，流入零售端的各类维修厂。零售端方面：主机厂授权渠道以4S店为主，非主机厂授权渠道则具有多样化零售端形态，包括连锁店、维修厂和夫妻店等多种维修业态。截至到2016年年底，中国约有62万家汽车维修零售端，汽车年维修量5.3亿辆，但其中只有不到1/3的具有二类资质以上。4S店（两万家）以及规模较大的一类汽修厂占维修厂总量的15%~20%；部分4S店所设立的维修服务网点，以及具备一定规模和技术水平的二类维修厂占到总量的25%~30%；规模较小、技术水平较低的三类维修厂则占到总量的50%以上。此外，保险公司也是汽配供应链中的重量级玩家，2017年中国车险保费收入为7521.07亿元；保险公司对于汽车保险责任范围内的事故车的维修起着决定性作用。

### （3）汽配市场的挑战

配件信息统一难。中国汽配产品属于标准化产品，但是缺乏统一的条码化，难以根据需求数字化的定位到配件产品。统一的条码化缺失，长期制约着汽配市场及其供应链的规模化和信息化。

解决方案之一是根据现有车辆VIN码解析车辆的品牌、生产时间、类型等关键信息，对应匹配到配件。解决方案之二是统一是主机厂对配件的EPC码

海量SKU与供应链体系匹配难。中国汽配市场供需两端数量庞大，使之与供应链体系匹配难。

需求端上，由于中国现有存量车辆多、消费者需求多样化，使得现有车辆车型数目庞大。即使是同一品牌下，不同车型、车系、生产时间、配置的车辆，其配件需求也有很大差异。供给端上，由于原厂件、OES件、品牌件等多种来源配件厂商共存，生产使用与某款车辆的配件，因此使得配件来源也十分多样化。供需两端的多样化导致汽配市场天然海量SKU的特征，增加了配件信息与供应链匹配的难度。

跨区域扩张难。受专业性销售人员和汽配产品理性需求的限制，批发商跨区域突击扩张很难。

汽配市场中，销售人员短期难以替代。

汽配产品需求理性。汽配产品需求来源与修理厂等商业性用户，属于引致需求。有车辆维修业务才会有配件需求，因此需求更理性和突发性，很难对传统促销式地推做出反应。

#### ◆ 汽车后市场创新案例

##### (1) 车云金服

###### a. 公司情况

车云金服成立于2017年9月，开创以“SAAS+结算+互联网金融”为核心的赋能平台，以期建立汽摩产业的“产业+互联网+金融”的产业链生态。

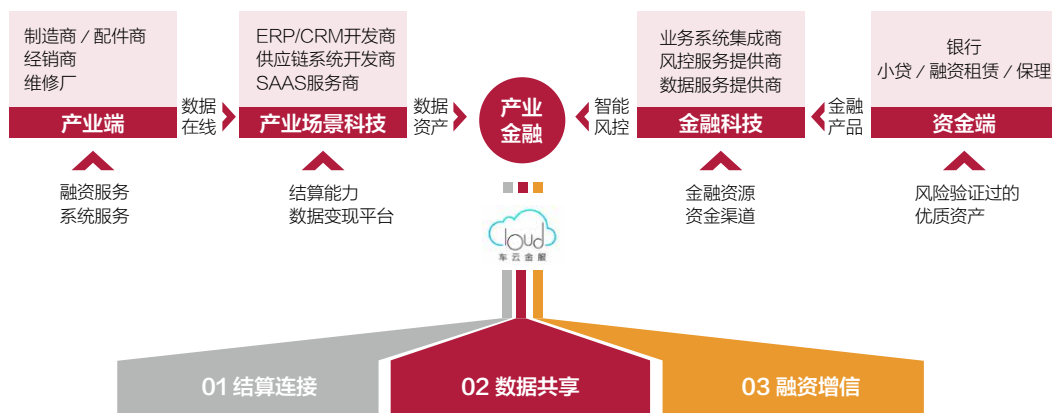
###### b. 商业模式

车云金服整合汽摩交易所、网络小贷、融资租赁等金融牌照，整合产业链中的场景科技、金融科技，提供结算连接、数据共享、融资增信赋能，解决汽摩产业融资难问题。

汽后市场方面，以结算接入修理厂SaaS等系统，触达中小微企业，获取多维数据，促进修理厂、经销商、物流商、系统方、金融机构多方协同。

二手车交易方面，以市场SaaS、门禁系统、拍卖系统获取二手车交易的四流数据，优化车商结算、融资成本，促进车商、市场、金融机构多方协同。

#### 车云金服模式

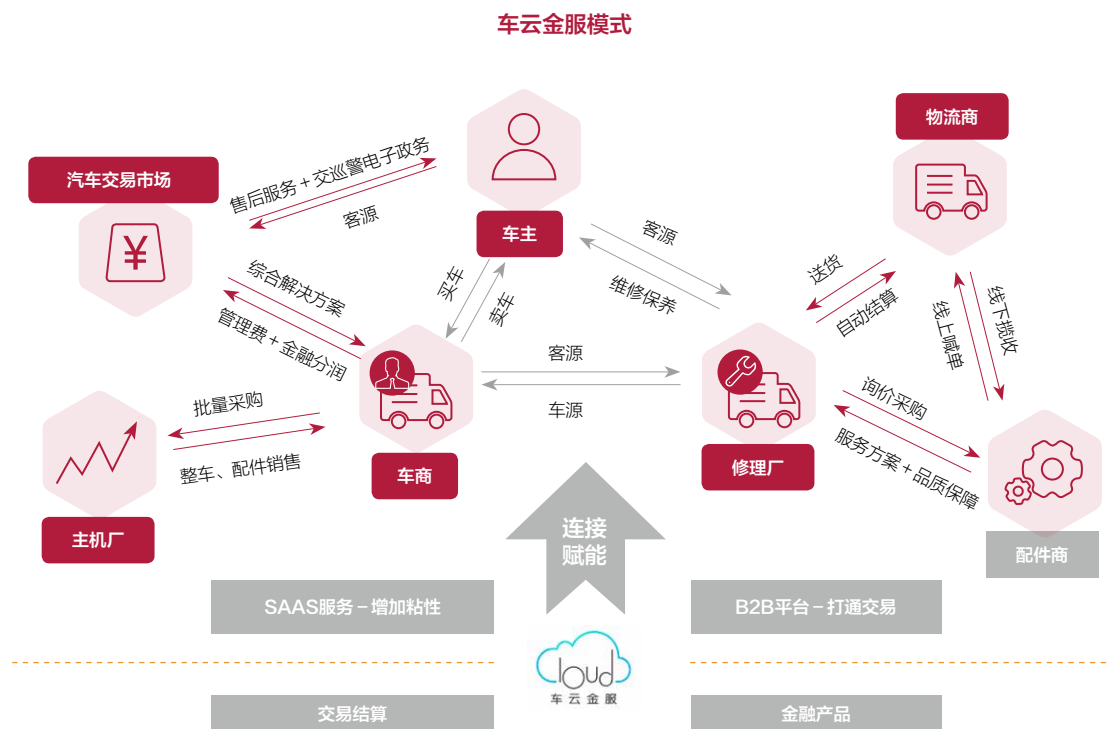


### c.模式解读

车云金服商业模式的基础在于利用金融牌照和宗申集团的产业资源优势，打造汽摩行业定制化的交易结算系统，提升交易结算效率。

车云金服利用交易结算能力接入供应链中的SAAS、ERP等系统，同时打造自己的B2B平台，触达小微企业的同时获取多维数据。

基于多维数据，依托牌照与资金优势，车云金服得以开发产业金融产品，解决融资难问题。



汽配市场方面：车云金服现在已经形成交易平台+接入SAAS系统，触达供应链上下游，获取多维数据，实现三流闭环。

搭建交易平台进行业务撮合：类京东商城POP店和淘宝，车云金服搭建平台或与现有B2B平台合作，进行汽配供应链上的交易撮合。修理厂依据客户情况线上喊单，后台基于VIN码解析等方式确定对应汽配件，将订单发送至相关配件商，配件商、物流商竞价后完成交易撮合。交易撮合成功后，三方可在该平台上进行结算。线上结算费率更低，平台同时提供定制化金融产品。

接入SAAS系统：在没有SAAS系统提供商的区域，车云金服为汽配供应链上下游的企业（包括修理厂、物流商、配件商）提供SAAS系统；在已有SAAS系统或供应链服务商的区域，车云金服以强结算能力和收益分成等

方式与服务商达成合作。

实现三流闭环：通过搭建交易平台和接入SAAS系统，车云金服实现了汽配产业链上的三流闭环，良好的数据基础使得其可以较为完整地还原交易场景和企业状况，同时针对性地设计金融产品。

#### d.核心竞争力

总结车云金服汽配市场的核心竞争力如下：

#### 车云金服模式



## （2）中驰车福

### a.公司情况

中驰车福于2010年成立，其创始人张后启为原联想全球副总裁，旨在打造国内领先的汽配供应链服务云平台，引领汽车后市场互联网变革。目前，中驰车福已在全国设立20多家分支机构，业务覆盖30个省份。2016财年中驰车福实现营业收入近15亿元、2017年财年收入近20亿元，2018财年预计突破100亿。中驰车福已经在2015年实现A轮1亿元融资，2016年实现B轮2.5亿元融资，2017年实现C轮3.7亿元融资，上市前最后一轮融资正在顺利进行中。

### b.中驰车福核心理念与创新商业模式

针对汽车后市场不足，中驰车福基于丰富的供应链经验和强大的信息化能力，构建业内领先的供应链云平台。围绕汽车后市场产业链中配件厂商、备货服务商、配件零售商、汽修厂、车主（车队）五大主体提供精确高效的供应链服务，不断优化供应链结构，已形成产业链条的良性循环，联合行业各主体共同打造高效协同的产业生态链。通过IT技术实现了供应链商城、直采商城、区域定制化商城、企业ERP、客户CRM系统的协同管理，逐步改变汽车后市场散乱差的现状，大幅提高供应链整体效率，助力汽车后市场行业转型升级。

### c.供应链创新战略举措



### 1、开放平台提升客户体验

持续优化集订单处理平台、物流配送平台、金融结算平台、配件车型数据平台于一体的供应链云平台，支持易损件、车型件、轮胎和汽保工具等不同供应链体系，以及提供标准化平台和定制化专属商城连接产业链上下游各主体，通过快速迭代优化不断提升客户体验。以及逐步面向全行业开放并且打造产业链服务级别的接口和能力，支持社会化ERP无缝与平台对接打通，实现全产业链互联互通。

### 2、不断提升数据精准度

在汽车后市场行业实际场景中，配件数据的完备性与准确性决定了交易的成功率、交易成本与客户体验。中驰车福将继续细化提升车型分级和配件分级数据标准，完善底层数据系统并构建VIN码查询、OE查询和SKU查询系统，以及持续优化梳理数据内容，其中车型件目标覆盖50大车品牌每款车型2,000个SKU，易损件目标覆盖60%以上车型全部OE以及主流品牌所有SKU，数据库支持实时交易验证逐步完善并将开放全行业。

### 3、升级供应金融服务能力

定位Fintech平台不断创新设计供应链金融产品，服务产业链上下游的交易主体，其中基于产业链不同交易场景不断迭代供应链金融产品（如订单贷、仓单贷、票据拆分等），以及面向C端车主开发整车金融和保险金融产品。并且随着交易量提升，不断签订及引进多资金方和非银机构，以及正在积极准备引入信托资金和ABS，在资产存量达到相应量级后将直接对接新拓资金或发行ABS，不断降低资金成本。同时，将基于大数据和区块链技术进一步完善风控体系，打造“线上+线下”的风控联防。

#### d.多维度赋能各主体

##### 1、赋能配件厂商/备货服务商

中驰车福赋能配件厂商/备货服务商，为其提供全程供应链看板，可以实时看到销售订单数据以及各级仓库库存数据，并基于交易数据指导配件厂商/备货服务商实现更精准的补货生产并转型大规模定制。

##### 2、赋能授权零售服务商

中驰车福赋能授权零售服务商，面对维修大客户提供专属大客户商城进行服务，面对小客户提供定制化本地商城进行服务，以及基于中驰直采商城可以实现全品类配件直采，大幅降低采购成本提升利润空间。授权零售服务商可以依托中驰车福创新供应链金融产品放大资金杠杆，实现下游应收快速回款并缓解配件采购压力。此外，基于中驰车福平台可以实现在线签约服务大客户，更高效的对接高质量有价值的客户资源。

##### 3、赋能汽修厂

中驰车福赋能汽修厂，为汽修厂提供定制化供应链服务。通过建立O2O车主服务平台，加载整车销售、保险销售、维修保养等增值服务，为汽修厂导流车主；与保险公司合作，为汽修厂导流事故车辆定损维修。并且为汽修厂加载服务项目，导入丰富全面的日常保养项目和深度养护项目，提供技术服务可视化在线服务平台，实现专家技术共享。中驰车福核心专注汽修门店ERP研发并给全行业输出理念和技术，牵头汽车后市场赋能联盟推动社会化汽修门店ERP升级，并支持社会化汽修门店ERP与中驰车福商城一体化打通，帮助汽修厂不断规范运营管理。

#### （3）邦邦汽服

成立于2017年12月20日的邦邦汽车销售服务（北京）有限公司（邦邦汽服）专注于汽车后市场领域的互联网交易服务平台，属于人保金服旗下。邦邦汽服从保险事故车理赔角度切入，先期打造B2B汽配电商平台“驾安配”。邦邦汽服作为初创公司获得人保财险、人保金服、中信产业基金、青瓦资本、圆通速递、中民金服、精友国际、正时汽车、车好多（瓜子）4亿元人民币投资。

#### a.商业模式

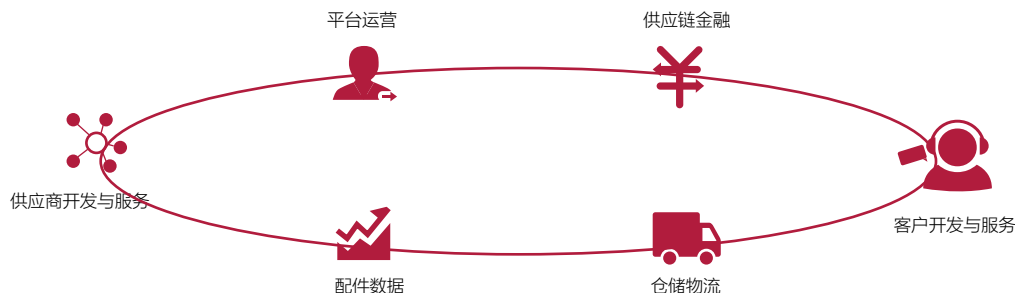
邦邦汽服在汽配市场的切入点是通过人保财险切入汽配事故件。

2017年人保车险总保费收入2492.32亿元，同比增长10.5%，市场份额为33%，全行业第一。成立邦邦汽服正式为了优化人保车险自身庞大的车险业务衍生出庞大的事故车辆维修需求。通过电商和供应链管理的方式，将过去完全交由各地区市场的事事故件供应改为自身供应，发挥规模效应，降低成本。

“驾安配”是邦邦汽服全力打造的B2B汽配电商开放平台。前期从保险理赔事故车切入，随后延伸汽车服务价值链，构建“车主生态圈”。

### 邦邦模式

让车生活更美好 —— 打造车生活服务第一电商品牌



#### b.模式难点

首先，邦邦汽服“驾安配”定位是汽配电商B2B平台，因此首要面临的是汽配市场缺失统一编码化问题。因此，前期需要投入人力建立VIN码解析与事故件匹配体系。

其次，由于车险业务主要以事故件为主，相比于保养件，类别和来源更为广泛，SKU数量庞大。客观上，增加了建设物流体系和仓储体系的难度。

最后，对于邦邦汽服B2B平台而言，前期主要的客户是人保车险在各地的分支机构，整合相关资源，调动各地业务部门的积极性也是一个巨大的调整。

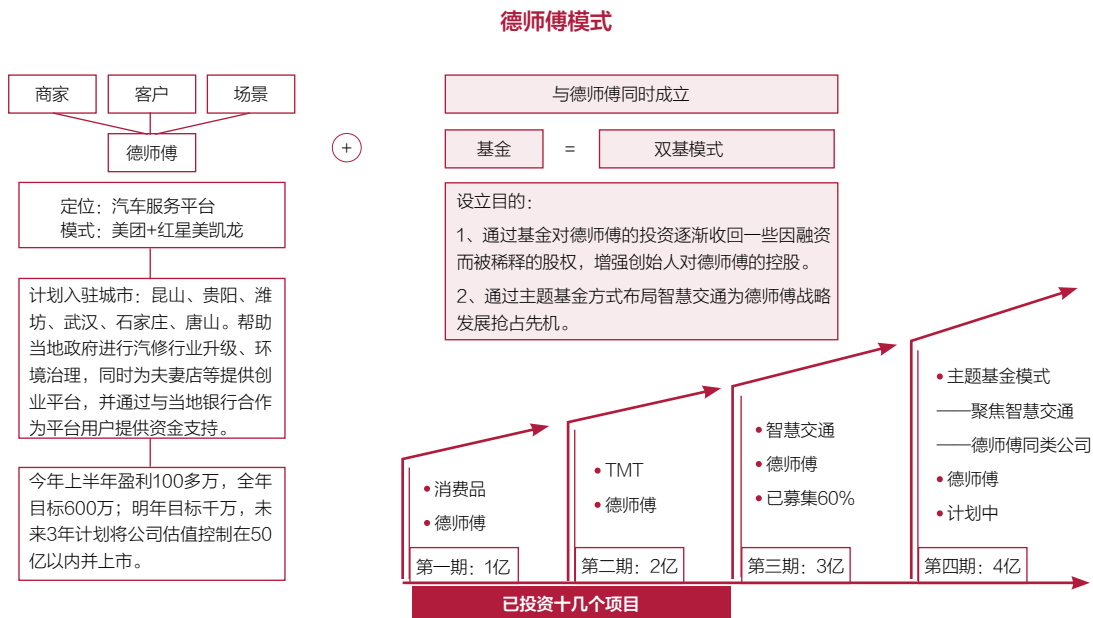
#### （4）德师傅

德师傅（中国）汽车服务有限公司是一家专注于“中高端”汽车提供“管家式”服务的连锁企业，目前在全国多

个省份开设了百余家汽车服务连锁店；并且先后与政府机构、国内外知名汽车集团公司和油品公司建立战略合作关系。

#### a.商业模式

德师傅本身的平台构建，专注于：美团（生活服务平台）+红星美凯龙的营销模式，还同时站在资本运作的角度，利用资本和金融手段为德师傅的未来发展提前埋线布局，他提出的“用基金的方式逐渐找回创业企业发展之初被稀释的股权”的观点，和过去我们调研的典型的CVC模式有所不同。其他公司更多的是从战略投资角度，更多的在意基金如何为企业相关战略产业赋能。德师傅本身的运作和其基金的资本赋能模式，即“双基模式”，即“基地+基金”的模式。

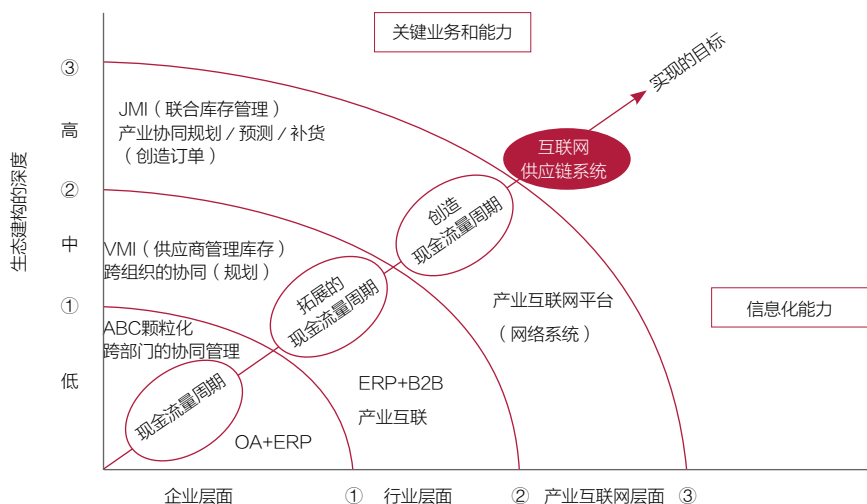


b.其战略目标: 1. 协同当地政府，产业链升级和城市规划升级，如解决当地汽修行业的脏乱差问题，并通过德师傅的平台带动当地汽修业升级。2. 区域性银行合作，打通产业链资金渠道以及投贷联动模式；3. CVC基金与德师傅的股权协同，一般创业公司在早期多轮融资稀释股权，股权不集中对于创业公司，尤其是科技类发展有一定的影响，因此CVC基金与德师傅的战略协同可以起到一定控制权稳定的作用。，通过打造智慧出行领域产业基金来完成对德师傅战略发展的布局。

#### ◆ 产业链金融与CVC探索

汽车后市场供应链创新模式是基于B端即有细分行业导向的企业端的平台型模式，这一模式的行业壁垒较高，且需要强大的要素整合配置能力，能够形成资产端和资金端的闭环式增长，其中，信息流（数据流）、资金流、物流三流闭环，相互协同，因此，平台型创新企业来讲，其扩张范式和运营能力是关键。

## 产业链金融构建能力要求



数据来源：宋画《互联网供应链金融》

案例的几种创新模式，可类比为B端企业的平台型企业：

车云金服：汽服行业的“蚂蚁金服”，具有牌照优势、商誉优势和资金优势，针对产业链整合B端的扩张，在数据沉淀和线下区域性整合方面在发力阶段，因此车云金服尝试设立CVC主题基金，通过生态投资与合作方式快速打通产业链小平台，并开展区域性整合。

## 车云金服已投项目

云宗智子	宗道汽车	睿智云链	云宗慧联	车云量子	车满满科技
结算能力跨行业输出	二手车“以租代购”业务	车辆交易 车辆经纪服务	交巡警 司法拍卖	交巡警 司法拍卖	配件物流

中驰车服：汽服行业的类“京东”模式，具有数据优势和产业壁垒优势，以及贴合产业实物的仓储物流模式经验，其“量子金服”供应链金融创新已完成“冷启动”进入发展期，但是在资金和牌照等方面有较大的发展空间和需求。中驰车服在其发展期曾尝试CVC模式，上一阶段更多投资于产业链上的B端汽配维修企业，其战略目的是快速获取B端流量，但是也伴随着投资管理及管理边界等相关问题，因此，随着中驰战略逐渐转为互联网平台型，下一阶段的CVC模式更多尝试是围绕线上数据和资金平台核心战略协同。

德师傅：汽服行业的类“美团”模式，针对高端市场和新能源汽车创新市场，CVC模式启动较早，更多选择外

部和内部战略型投资，通过CVC联合企业发展进程中的战略合作伙伴，包括：地方政府、区域性银行、区域创新企业。

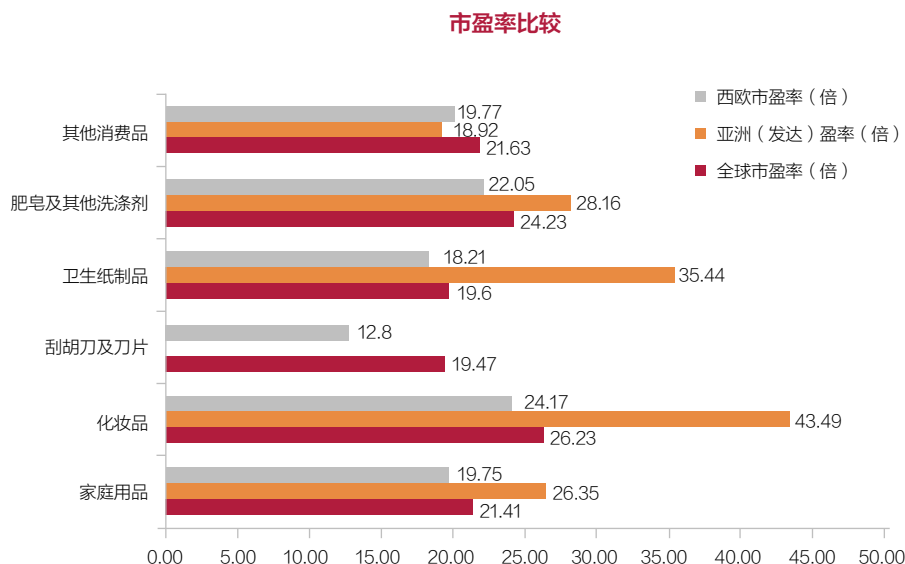
邦邦汽服：人保集团依托自身车险业务培育的“中驰车福”，针对汽服行业维修件和事故件。作为，人保集团CVC投资标的，尚处于培育和整合阶段，仍处于高速发展期。随着企业成熟和发展，将逐步引入CVC的方式整合维修件、保养件相关企业。

总结以汽车后市场为示例的产业链金融创新案例，相比前面以单一公司视角和战略进行CVC布局，其CVC战略更偏重整个产业视角和产业战略，选择产业链平台创新的企业，CVC的布局从视野上更为宏观，即自上而下关注整个产业链的发展生态，而在技术选择上更微观，自下而上贴近产业实务。产业链CVC布局的核心是通过投资产业链关键节点，打造物流、数据流、信息流和资金流的闭环模式，连接产业链上的相关利益者，以此提升产业链整体效率。

## ● 美颜经济——化妆品行业

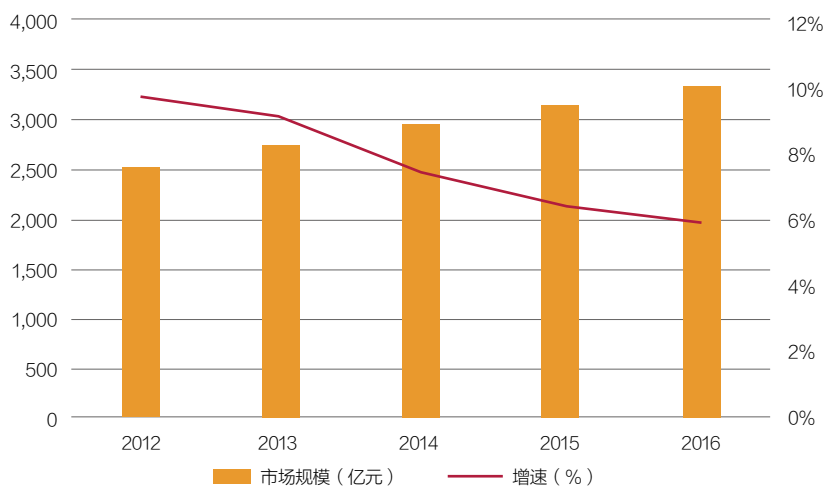
### ◆ 行业概况

从全球和西欧范围来看，化妆品行业已经成为估值最高的消费行业。一方面化妆品行业本身净利较高，另一方面市场回暖推动新一轮消费的增长。亚洲市场化妆品行业市盈率高达43.49%，远超第二名卫生纸行业的35.44%。其中不乏个别估值远远领先的公司，如日本化妆品品牌资生堂市盈率已经超过150倍。



中国市场的化妆品行业规模呈现逐年增长的态势，但增速略有下降。目前我国已经成为仅次于美国的第二大化妆品消费国，主要消费品类有护肤品、彩妆、护发产品、口腔护理产品和沐浴用品，总共占据90%的市场规模。

中国化妆品行业增长



#### ◆ 行业的红海与蓝海及创新增长点

行业的红海主要围绕品牌和渠道。在红海领域，催生新一代的护肤品牌不断显现。网红品牌增长后劲略显不足，预计行业会迎来并购和整合趋势。此外，新零售业态不断涌现，有望加速化妆品行业产品渠道的整合。

◆ 行业蓝海主要集中在产品研发和品类上。比如在中国市场，具有故宫、青花瓷等传统文化色彩的化妆品一经推出后即成为爆款，一度受到女性消费者的青睐和追捧。此外，消费升级和个性化消费也对化妆品细分市场提出了更高的期望。

#### 国际化化妆品CVC模式比较

相比传统的并购扩张路径，全球化妆品巨头等多采用平台型和创新孵化型模式配合其扩张战略，即采用CVC模式孵化和寻找行业增长点。

#### ◆ 国内化妆品CVC探索

全球化妆品公司创新战略CVC布局

	PE	组织机构	研发费率	并购定位	收购企业举例	收购企业内容
资生堂	40+	<ul style="list-style-type: none"> <li>吸进各种类型人才进入董事会</li> <li>设立投资部门，投资技术相关项目</li> <li>开拓中国市场，并把相关职能转移到中国</li> </ul>	2.41%	围绕技术优势最大化	<ul style="list-style-type: none"> <li>Olivo</li> <li>Giaran</li> <li>MATCHCo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>专注于通过专有生物技术在皮肤科学领域取得一席之地，拥有开拓性的XPLTM“第二层肌肤”技术</li> <li>拥有虚拟试妆、颜色匹配、个性化推荐、虚拟卸妆、面部追踪、肤色检测等人工智能</li> <li>美妆数字化领域，为每一个用户量身设计个性化妆容，并进行定制调色，然后将产品送货上门</li> </ul>

雅诗兰黛	31	<ul style="list-style-type: none"> <li>引入数字、新零售等领域的科技初创公司 CEO</li> <li>启用社交媒体 KOL 出任全球美容总监</li> </ul>	1.0% - 1.7%	从内部培育转向外部收购，从控股收购到非控股孵化	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Estee Edit (内部培育失败)</li> <li>Too Faced/Urban Decay</li> <li>Deciem</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内部推出的一条新产品线，最后失败</li> <li>非常年轻化的品牌，酷炫大胆的品牌</li> <li>投资平台孵化项目，如 The Ordinary</li> </ul>
LVMH	29.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>设奢侈品行业第一个首席数码官</li> <li>潮牌 off-White 主理人接入男装创意总监</li> <li>董事会引入家族成员、商界领袖等</li> </ul>	0.3%	围绕一个明星来打造一个爆品奢侈品	<ul style="list-style-type: none"> <li>Loewe</li> <li>Dior</li> <li>BVLGARI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>西班牙奢侈品牌</li> <li>奢侈品 服装、香水、奢侈品珠宝</li> </ul>
欧莱雅集团	34	<ul style="list-style-type: none"> <li>奢侈品部专门负责国际品牌</li> <li>多元化，涉及食品、医药、军工、科技等行业</li> </ul>	3.37%	内部孵化品牌，外部与伦敦、巴黎孵化技术类项目	<ul style="list-style-type: none"> <li>House99 (内部)</li> <li>STATION F</li> <li>Founders Factory</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高端名人品牌，颠覆全球男士理容行业规划的国际品牌</li> <li>最大的初创企业孵化园，合作孵化技术项目</li> <li>联合伦敦孵化圈，投资 7 个技术项目</li> </ul>
宝洁	21.28	<ul style="list-style-type: none"> <li>以高昂代价拒绝激进者加入董事会</li> <li>未设立投资部门</li> </ul>	2.88%	围绕产品种类品类并购	<ul style="list-style-type: none"> <li>熊猫</li> <li>伊卡路</li> <li>倍瑞丝</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物美价廉的洗衣粉</li> <li>定位不清晰沐浴露</li> <li>定位不清晰洗发露</li> </ul>

国内化妆品公司也纷纷尝试做投资战略，但更多围绕红海领域。

(1)作为民营化妆品第一股：珀莱雅公司尝试CVC探索。

#### a) 公司概况

珀莱雅成立于2006年，集化妆品类产品研发、生产和销售为一体，主要产品为护肤品、彩妆。2017年11月珀莱雅在上交所上市，成为民营化妆品第一股。珀莱雅建立了多渠道销售网络，除了日化专营店和品牌店以外，在商场、超市、电商平台均设有专柜或卖场，消费人群覆盖多年龄段。

珀莱雅的发展模式主打“三驾马车”战略，除了稳步经营主品牌珀莱雅之外，重点推出单品牌店，并强势入驻各大电商平台。目前公司的单品牌店主要包括优资莱品牌和悦芙媿品牌。其中，优资莱品牌采用“合伙人制”在三四线城市运营，悦芙媿单品牌店则以一二线城市的消费者为主要目标，优资莱主要针对三四线的市场。电商平台方面，珀莱雅主要联合天猫、淘宝KOL输出品牌优势内容，借助网络直播、会员精准营销等方式提高品牌的好感和凝聚力。此外，社交电商平台也是品牌关注的未来发力点。

在研发方面，研发人员106人，数量占公司总人数的比例：4.28%。2015-2017年，公司研发支出由3,505万元增至4,083万元，2017年研发费用率2.29%，御家汇研发费率2.25%；上海家化研发费率2.48%。今年的研发重点仍然是珀莱雅主品牌，未来会围绕大海洋的概念，大幅增加功能性、无添加的产品。

#### b) CVC与战略目标:

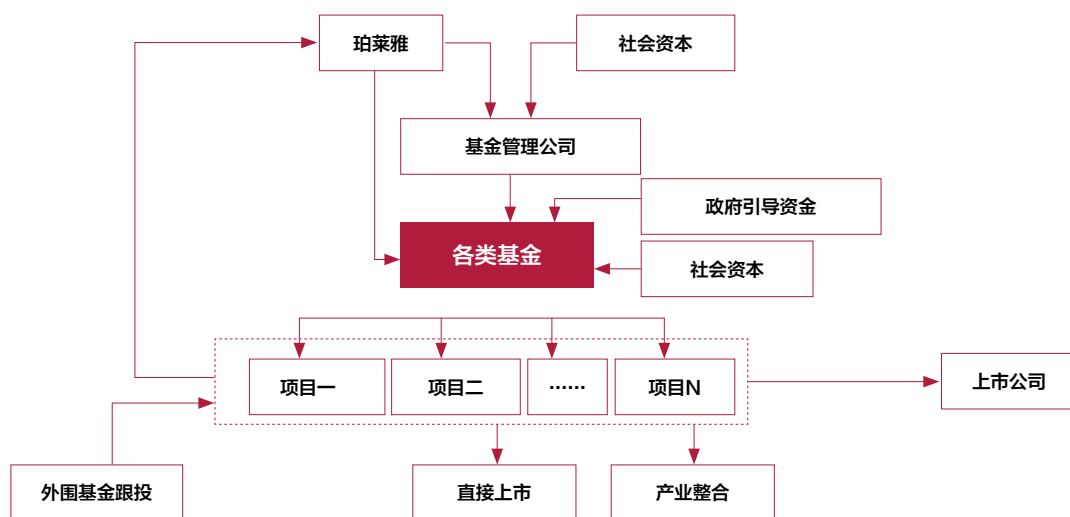


公司目标在品类与品牌完成横向布局，提高销售收入再用3-5年时间打造300-500亿市值。由于目前自身的生产和研发能力有限，珀莱雅计划主要在彩妆、高端洗护领域作出规划，备选模式有二：一是根据合伙制设立创新企业，二是采取直接收购方式，收购4-5个2000万到3000万的小品牌。

珀莱雅适合发展CVC的原因主要有以下几个方面。首先是宏观因素：2018年中国超过美国成为全球最大化妆品市场，拥有20%市场份额。欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等国际大牌市场战略纷纷向中国倾斜。其次是战略布局：珀莱雅以实现“美丽永存 共享美好”为使命，秉持“勤奋务实、激情进取、诚信感恩”的企业精神，坚持“多品牌、多品类、多渠道、多模式”的发展战略。在竞争激烈的化妆品行业，不进则退，珀莱雅必须创新，借助资本的力量，通过控股化妆品产业平台，打造行业规模壁垒，围绕生态投资、孵化优质项目，从而实现品牌品类快速扩张、人才补给以及创新加速。第三是战略目标：通过内源性增长，达到100亿营收，10亿利润，300亿市值规模。第四是资源限制：自有资金有限、研发实力相对国际巨头处于劣势，收购企业溢价过高，一般为15-20倍，风险较大。

c) 珀莱雅CVC架构可能性：

珀莱雅CVC探索模式



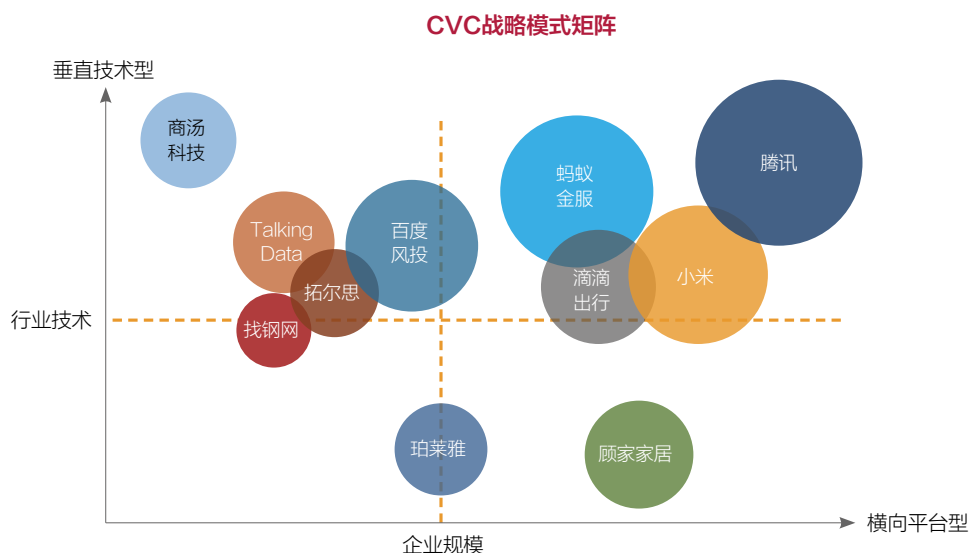
化妆品行业的CVC模式，是该行业转型发展策略的方向性选择和探索。从市值角度来看，国内化妆品行业企业规模中等（如珀莱雅100亿左右，）具有相对较高的PE倍数（如珀莱雅40倍左右），但却相对较高的营销成本，因而导致净利率较低（如珀莱雅8%左右）因而未来战略方向可以通过CVC探索布局，一种是通过CVC提升行业技术相关性，可以参考资生堂模式（PE倍数达90左右），另一种则打造横向平台型和生态型企业，围绕产业链的品牌、品类和创意型新产品进行布局和孵化。

## 4 案例总结

通过2017及2018年访谈研究的多家企业案例，总结其规律，大体可将CVC分为两类，一类为以核心业务为轴横向延展，一类为帮助核心业务纵向深耕，前者的典型代表为小米，后者的典型代表为AI公司，也有许多企业同时采用两种策略。选择以核心业务为轴横向延展进行CVC投资的公司，通常有成熟、完整的核心业务，但在一段时间的发展后，核心业务增速变慢。为拓展业务边界、抢占新赛道、增强企业创新能力、进行生态布局谋求协同发展，企业会选择横向延展的CVC投资，利用自己在核心业务上积累的品牌、渠道、客户等资源投资创新企业，实现协同发展，拓展自身边界。

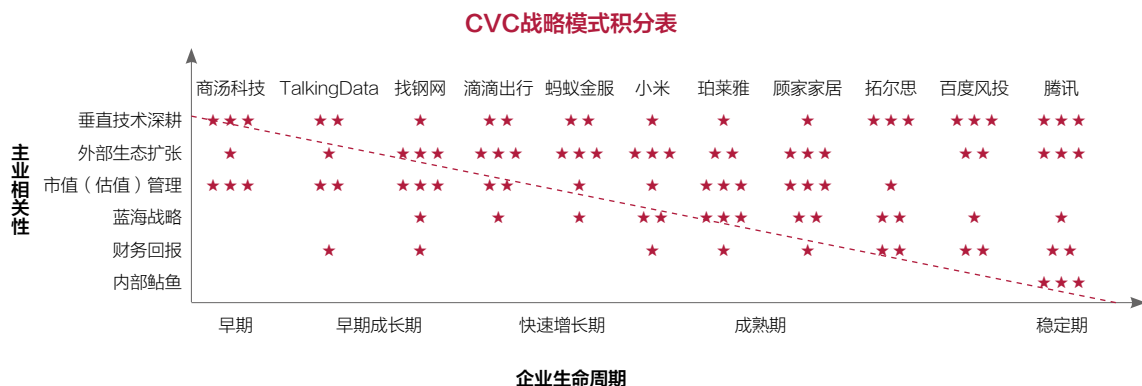
选择以核心业务纵向深耕为目进行CVC投资的公司，通常有较强的资本撬动能力，且多为有“赋能”特性的to B公司，核心业务落地较慢。推动核心业务快速落地深耕的需求和短期内自身资源能力的不足是这类企业进行CVC投资的内生动力，强资本撬动能力和相对较低的投资成本是其进行CVC投资的基础，两者同时具备的企业会倾向选择以核心业务纵向深耕为目进行CVC投资。

### ● CVC战略模式矩阵



我们根据调研企业情况，结合企业的战略目标、企业规模、行业技术情况以及企业发展阶段大致画出CVC模式矩阵图。其中，横轴代表CVC模式的外部生态扩张性，纵轴代表CVC模式中对垂直技术的导向性。其中，横向“行业技术”虚线分割代表前沿技术对行业的相对影响力，纵向“企业规模”是指现阶段企业的相对发展规模。圆圈的大小代表CVC投资的相对规模。由图可知，大致上，互联网型公司具有天生的生态扩展型基因，往往达到一定规模后开展CVC业务，在技术导向和平台导向间更多趋于平台导向，同时也兼顾一定的前沿技术。而非互联网高科技企业因其行业对技术研发与获取有极强的依赖程度且具有较高壁垒，因而CVC模式更趋向于早期技术导向。本质上，这是一种外部研发模式，所以选择在企业尚未成熟时就开展CVC具有战略必要性。而对于传统消费类企业其CVC的探索模式更多基于企业的市值战略选择和转型方向。

## ● CVC战略模式积分表



根据调研企业所处的生命周期，其CVC目标战略的细分我们大致制作企业CVC战略积分表，本表选择了六项企业开展CVC实践的潜在动机，并根据调研情况定性打分。其中，“★★★”代表主要动机，“★★”代表次要动机，“★”代表一般动机。由于企业战略和市场在不断变化，因此本表只代表企业阶段性情况。

根据图表，我们大致可以看到，随着企业不断成长和扩张，CVC实践配合企业的发展战略而更为多元。在企业发展早期，CVC的战略目的更专注；随着CVC的开展，其投资战略与主营业务的相关性可呈现由紧密到松散的递进式层次。

## ● CVC的市值管理和投后管理

### ◆ CVC筛选小市值的创新型企业

顾家家居追求“双千亿”战略目标的案例，实际上在CVC如何筛选目标企业，如何进行投后管理和市值管理等方面给了我们很多启示。顾家家居是CVC产业创投的一个代表，近两年资本的更多聚焦于心推动实际增效和产业创新的项目。因为CVC跟产业联系密切，所以越来越多的社会资本在寻求通过CVC的力量来加速产业升级、产业转型和产业创新。

CVC实际上是母公司的一种新型价值塑造。首先，通过母公司的价值创新理念的内部输出，CVC与母公司在隐性的契约关系里明确了未来数年的发展战略，发展战略里囊括了市值管理、主营创新等投资理念和经营目标。确立了以价值创新为导向，产融互动的投资理念和经营目标。由此，在筛选投资标的阶段，母公司会根据自己的市值规模选择比自己小若干倍的创新型企业。这些企业相较于大型企业的优势在于，发展战略灵活，技术创新积极，因为企业结构扁平而存在更少的内部代理人问题。对创新型中小企业而言，相应的合规成本较大企业低，而其发展瓶颈往往是资金支持以及行业资源，而大企业较高的合规成本下，其创新效率较低，但在相应的产业端具备的一定的行业资源，因此通过CVC的方式打通大企业和创新企业之间的优劣势壁垒，通过相对较低的资金成本，提升研发和创新效率，形成一定的“内部资本市场”、“内部供应链体系”和“内部人才市场”，提升企业长期价值，这是CVC重要的战略性回报。

### ◆ CVC助力市值不匹配的创业者和投资者的对接

母公司设立CVC的另一动机是找到所关注行业的关键人才：分为创业者和投资者两个维度。整体而言，投资者也分为仅提供资金支持的单纯财务投资者和具备行业专识并能给予创业企业资金以外产业“增值服务”的“聪明的资本”。一方面，创业者因为市值规模的瓶颈，所以积极寻求“聪明”的风险资本，另一方面，投资者也在寻求一些优秀的初创企业，由此参与CVC战略的母公司们因具备产业资源致力于为投资者和小市值初创企业搭建桥梁，形成产业集团、产业投资者、产业创新者共赢的“创新生态”。

在“创新生态”下，CVC与专业投资者的互补意味着，母公司作为“终极投资者”将有机会获得CVC这类“专业级投资者”的保护，避免资金过度稀释，确保资金高效运转，CVC对于被投资项目的准确估值和严格甄选也能够有效降低母公司的投机风险。

#### ◆ 母公司借助CVC帮助创新型企业实现市值增值和投后管理

母公司通过CVC布局，一方面是连接新经济，另一方面是寻找外部增长点，既体现母公司市值增长的协同性，也助力创业企业的市值增长。

早期阶段，如果被投企业的初始市值有10亿，未来若干年内想要在CVC的培育和扶植下做成百亿市值，那么CVC和母公司有以下任务需要逐个击破，匹配不同市值阶段的战略发展需求。首先，明晰创新业务的终极目标，集中母公司借由CVC提供的优势资源，成为其领域及领域相关方向的创新业务领导者，并培育多个潜在业务增长点。其次，明晰管理战略，即管理边界和制度性建立，往往母公司的文化和服务功能对创新企业有较强的影响力，比如小米极其生态圈企业。。然后，明晰资本目标，确立产融互动的发展思路，建立资本平台，帮助创新企业获得更多的资本关注。资本战略明确，包括融资节奏、优化资本结构及退出战略等。同时CVC会及时注入二次投资，促进创新企业不间断的创新和改善业绩，也确保企业抓住行业内的创新机会。因此，在投后管理方面，母公司会依据自己的战略决策参与被投资企业运营，在被投资企业中的董事会席位往往在重大事项中发挥比较重要的决策，比如2018年美团收购摩拜单车的案例中，作为美团CVC投资母公司的腾讯公司在收购表决中具有至关重要的决策建议。

#### ◆ CVC和被投企业在“市值管理”上的协同作用

整体来看，母公司、CVC和被投资企业之间的关系很巧妙，除了资金，母公司可以通过CVC的渠道，作为创业者的“联合创始人”为创新型企业提供全方位的帮助，但是母公司和所投资企业又保持各自独立的发展空间。与IVC投资后提供管理咨询、挖掘人才、寻找收购方等增值服务不同，CVC还可以提供在位企业实验室的技术支持、测试，共享客户、供应商网络和分销渠道，提供行业趋势信息和资本市场背书。CVC已经成为风险投资市场中不可或缺的组成部分，且对国家的技术创新发展至关重要，未来市场机制会将CVC与IVC的投资活动和增值功能进一步区分开来。

一方面，CVC投资目标是通过IPO或收购来获得收益，另一方面，许多进行CVC活动的公司，其通过设立CVC来投资的目的是获得难得的、新颖的技术，以提高CVC公司自身的创新效果。成熟阶段的大型企业实现突破式创新是困难且成本高昂的，因此，创业企业往往比这些成熟企业有更高的创新专利产出。投资创业企业能够带来更高的经济价值，成本低于自主研发，此时，进行CVC活动成为大型企业实现技术创新和战略部署的重要手段。此外，考虑协同效应，投资给同一领域或相关领域的创业企业，能够使在位企业时刻接触新颖的、开创性技术，提高其自身实现突破式创新的可能性。因此，对相关领域的创业企业进行资源整合式投资是CVC更愿意选择的策略。由此，母公司借助CVC帮助创新型企业实现市值增值和投后管理，也是对自身市值增值空间的变向突破。



## CHAPTER 5

# 中国CVC启示与探索

1. CVC研究与实践的发展路径
2. 回归企业的本质
3. 投资的动机管理
4. 当下中国CVC发展机遇与趋势

## ① CVC研究与实践的发展路径

本报告讨论CVC模式，本质上讲，需要考虑CVC研究框架下的范式问题。对于CVC领域的研究，先于近期的诸多报告往往是从两个方向来考虑框架问题：一方面是以投资额、投资领域、投资绩效、投资地域分布等量化角度入手，辅之以案例分析，另一方面是从企业的内生发展与外生变量的协同因素及投资管理机制来入手。这两方面已经成为研究CVC领域的“传统”方式或“范式”，这里所谓“传统”，当然也仅仅是就过往与当下的分野、当下与未来的分野而言的，各研究机构发布的报告也并未脱离这一“传统”。当然，这也是因为CVC作为一个研究领域也是刚刚纳入业界的覆盖范围，因此，多角度来分析CVC的发展进路，确实尚未成熟。

作为本报告最后一部分，我们希望尝试在“传统”的分析框架上提出一些新的研究思路，尤其是在“非具象化”的角度。前面所述两个角度，仍是具象化的，亦即，通过数据、案例等方式来研判CVC的发展状态，从而形成研究基础。我们期望从具象化延伸到非具象化的角度，探讨CVC发展的研究新范式，抛砖引玉，以提供一些有益的参考。

## ② 回归企业的本质

### ● CVC的基本属性

我们常说，科斯以降，人们才真正认识到企业的本质是生产组织边界问题，并自然而然地延伸到“私有契约”和“公共契约”的边界演进。仅从生产组织来讲，这已经是学术界和业界的“公理”：私有契约会形成公司、合伙企业、契约制主体等，公共契约则成为法律法规。在不同的历史发展阶段，私有契约过于强大时，会催生公共契约的反制，如反垄断，公共契约限制过头了（包括公开的法律以及政府部门在操作过程中的不成文行事方式），也会侵蚀私有契约框架下企业的发展机会，比如最近讨论比较多的到底是否存在是国进民退的问题。市场主体都在为了交易成本的降低而努力，或者是为了寻找那个隐形的合理的“租”。对于充分竞争市场，这一分析框架确实引领学术界和业界的框架性思路。

但随着经济发展形态的逐步演变，尤其是知识经济的迅猛发展，关于企业性质的讨论也逐渐拓展。Myers（1977）和Majluf（1984）就认为，企业是各种成长性期权（或增长机会）的集合；而近来的一些文献关注企业的剩余控制权，并在此基础上将企业视为共有资产的集合。因此，我们认为，CVC的根源性动力，在于变幻莫测的市场环境中，为维持对企业未来的剩余控制权的保护而不断地寻找成长性期权。我们可以认为，CVC做出的每一个投资，就是一个成长性期权，而期权的本质是基于未来不确定的契约；CVC做出的每一个投资，就是为了延伸企业原来的私有契约的范围和边界，从而获得更多的“租”，而“租”即超越竞争市场中平均利润的可由企业股东甚至相关利益者享有的“盈余”（即“剩余索取权”）。

当然，拓展契约边界的行为，有可能是失败的，并反向侵蚀企业发展，比如近些年在中国资本市场层出不穷的多元化发展而造成上市公司最终陷入危机的例子（如非常不考虑实际发展要求而追风口上的猪的行为，风口过后企业即陷入危机，诸多上市公司几年前对P2P的疯狂投资就是典型例子）。也有成功的，如字节互动（今日头条）孵化的抖音已成为现象级发展模式，并连续多月于北美app商店下载量第一，鲜有的中国互联网产品国际化的成果。成也好败也好，仅仅读故事，无助于我们的研究范式，而是需要从企业及企业创投的本质来探讨。

### ● 是期权又不是期权

既然CVC的投资行为本质上是企业寻找并购买期权（或成长性机会）的过程，但在真实世界中，又呈现出不一样的特征。经典意义上的期权（尤其是买入期权），买入者往往对期权锁定的资产价值的涨跌无法施加确定性影响，但CVC不一样，大部分CVC购买这种期权的基础在于对行业发展的战略性思路，不仅了解行业和企业，而且能从企业调配资源以提升该“期权”对应的资产价值，从这个角度讲，对于上世纪末至今企业理论框架下的CVC的研究范式就需要更进一步演化：从企业的契约边界范围来看，用于企业生产经营的专用性资产将获得机会在该期权的价值实现过程中发挥效能，Williamson（1975）就认为“企业是节约交易成本的交易模式，资产专用性及其机会主义是决定交易成本的主要因素”，由是观之，资产专用性将获得“通用”的机会，而这种“机会主义”则体现在CVC对于“期权”的买入布局中，这一角度可以作为未来的CVC研究方向之一。

反过来看，对于CVC已经投资的这种“期权”，也可能出现“看走眼”或基于短期利益而放弃的行为。比如谷歌出售波士顿动力公司，后者是当前在人形智能机器人领域获得最多关注以及技术最先进的公司，但谷歌基于短期内无法看到可观营收预期而早早出售。当然，这涉及到企业本身、业界以及大众对于该公司未来发展的预期不一致。我们知道，对于资产的定价，核心的因子即“预期”。因此，“预期”的变化也成为CVC保留、追加、或者放弃、出售其持有的“期权”的核心要素。形成预期的因子又很多，下文也将从这个点出发来探讨CVC管理预期的各种可能的角度。

### ③ 投资的动机管理

本节的标题其实已经阐明了这部分想确立的基本思路和框架，那么，对于CVC的投资行为，影响其预期的因素是哪些呢？我们不去罗列“发展机会”、“利润诉求”等具象化因素，而是从学理的角度来探讨CVC进行投资的机理。

#### ● 基于范围经济的动机

与“规模经济”的概念不同（扩充产量降低边际成本），“范围经济”是从企业运营资产的专用性向通用性迈进而产生的成本节约，从而获得经济好处。传统的例子如洗发水公司也提供沐浴露，而我们当下身边的鲜活例子如腾讯。腾讯基于QQ用户体系，衍生出社交、游戏、财付通、O2O等各种业态，其之所以有范围经济的不断扩张，源于其“平台”性质的用户“资产”，当社交领域的QQ、微信确立市场地位后，依托这一优势资产，几乎可以以零的边际成本来实现一个领域到另一个领域的扩张，这本质上是范围经济的体现，而为了实现这种范围经济，仅仅有“零边际成本”是不够的，还需要选择在什么领域在什么时间去拓展企业经营范围。腾讯在香港上市多年，刚开始几年股价一直不高，直到后来涉入游戏领域，不断地依托用户体系孵化和打造游戏平台，成为名副其实的“印钞机”，从而获得市场的认可，才有后来股价连续多年翻番式上涨。在这个领域，腾讯顺势而为，预期到游戏市场在2008年以后的爆发式增长，非常合理的利用沉淀下来的用户体系，从而形成极大的范围经济效应。这是预期管理到位的例子。当然腾讯也有马失前蹄而无法发挥范围经济的例子，如短视频领域，作为流量平台，短视频在2014年后至今都是互联网领域的流量现象，腾讯动作较迟，失去了先机，比如2018年微信全面停止其他短视频平台的内容分享，同时腾讯自己上架了15种以上的短视频APP，至今未产生效应，大众依然聚集于抖音、快手等先期跑出来的平台。我们可以发现，即使腾讯有天然的用户优势理应很快享有范围经济的好处，但在互联网时代，预期出了问题，就可能直接丧失任何机会，想获得范围经济也无从着力了。当然，国内例子还比如小米基于其用户体系打造的小米生态链，但也有不一样的地方，因其内部生态链也呈现出产业协同的特



征，这将在下文予以阐述。

### ● 基于厂商剩余的动机

一个市场上出现的新产品或服务，在市场导入早期，其因为稀缺性，往往以非完全竞争价格向市场出售，产品和服务的提供者就能获得超越竞争市场平均利润的“剩余空间”；随着竞争者的不断加入，“剩余空间”不断缩小，直至价格趋同导致大家只能在均衡价格下获得平均利润。而早期进入者从市场导入到市场形成平均利润期的过程中所获取的“剩余空间”即为“厂商剩余”。这是基本的经济学概念。从这个角度看，诸多的CVC不断地进行技术研发或服务模式改进，多是期待能尽可能把攫取“剩余空间”的时间不断延长，合理的管理攫取的预期时长和规模，并储备实力寻找下一个“剩余空间”（典型的如医药公司对药品的分代出售行为，一般在上一代药品充分获取足够利润以后才会将储备的“新药”推向市场）。这种循环往复的过程就形成了CVC前赴后继不断拓展投资领域的基本动机。如果市场是均衡出清的，那么，这种前赴后继的行为必然能通过“看不见的手”促进经济体的技术水准或服务水准的提高，从而使得消费者获得更好的产品和更好的服务。

但也有另一种攫取厂商剩余的动机，那就是形成“独占”（垄断）。一旦“独占”形成，市场和用户对其产品形成大比例的“依赖”，其掌握定价权，则“竞争性均衡价格”就无法形成，独占者自然会长期地享有这个“厂商剩余”，当年微软公司所遭遇的反垄断调查和判决，就是源于微软公司在一定程度上“自然而然”形成了体系内的垄断现象。这种独占性，有的是技术演进带来的稀缺性价值，消费者的意愿支付价格就是远远高于厂商生产的边际成本（如苹果手机）；有的则是在商业运营中形成的用户使用习惯的固化（如windows操作系统）。

#### 5.3.3 基于协同的动机

“协同”本质上不是经济学理论的词汇，而是物理学概念（赫尔曼·哈肯1971）其体现的机理实际上还是三个因素：范围经济、规模经济、重组引致的成本效应。而且主流经济学家也认为企业多元化的唯一因素就是“协同效应”（哈佛大学教授莫斯·坎特），多元化也包括纵向一体化和横向一体化，这个环节本报告就不展开论述了，感兴趣的读者可以参考我们发布的《2017年CVC行业发展报告》。

就我们的理解，这一概念本质上是属于资产共用性的问题。当然，前文所述的范围经济也提到这个概念，而协同效应包含的范围更广。比如，基于资产共用性的概念，我们可以拓展到企业发展的体系内各环节的生态链。小米公司除了卖手机并打造其忠诚度较高的用户体系外，其生态链还包括了其CVC不断孵化出的创新型项目之间的协同，而这本身并不是经典范围经济的概念，而是基于产业组织理论框架下的更新，亦即，小米的孵化生态链，本质上是把原来在产业中独立的个体纳入到平台中，共享资源互助发展，从而使得传统的“产业组织”内生为小米公司内部平台组织。读者可以发现，这一过程就是特征鲜明的打破原有企业边界、并将这些企业的私有契约转变成“类公共契约”或“更大范围私有契约”的过程。在小米生态链中，各个企业不仅仅共享着米粉用户资源，而且形成上下游供应链关系，极大地降低了CVC所孵化企业的市场进入成本、提升了生态内企业的存活能力，从这个角度讲，这种生态属于充分干预并提升“期权”预期价值的行为。无论这些企业未来是否都能长期成长，但在中国现阶段的VC行业，“估值”就已经形成了“背书”或“站队”效应。诚然，长期的发展还需要市场检验，这也是考验CVC自身如何管理估值预期与货真价实成长发展预期之间的平衡能力。

### ● 基于内部资本市场的动机

中国民营企业发展一直存在着融资难的问题，因此，民营企业尤其是民营上市公司对于多元化的发展就面临着很

强的“预算约束”，而“上市”就为其提供了一个不可多得的、以“上市公司”为核心而打造的内部资本市场，从而满足其不断发展（包括规模外延式拓展和内生性投资需求）的要求。上市公司从事CVC领域，尤其天然的优势，即依托CVC不断孵化新企业，从表外运用逐步过渡到并表，不仅有增厚公司的业绩的预期，而且该预期能从股价或公司市值的上涨中体现，而市值的提升，一方面意味着公司融资成本的降低，另一方面也意味着公司可融资规模的提升，并且在上市公司和非上市公司之间形成一体化的资金运作平台，这是典型的“内部资本市场”，也是现阶段中国民营企业发展的重要融资体系。这一体系的重要程度，从近期全国范围内讨论热烈的扶持民营企业发展问题可以管窥一二：单边的行政化的去杠杆以估值中枢剧烈暴跌的方式极大地冲击了民营企业赖以发展的内部资本市场体系，而离开内部资本市场体系讨论民营企业CVC的问题即是无源之水。

### ● 基于相关利益者（Stakeholder）利益动机

公司治理的研究范式已经从股东利益最大化演进到相关利益者利益平衡的框架。CVC进行投资，买入“期权”，不仅仅是商业机会这个笼统的概念，因为任何商业机会都有除了资金以外的因素。企业的相关利益者，就包含了股东、上下游供应链厂商、员工、消费者等等。CVC投资一个企业，不仅有生产性资产，也有技术带头人、模式创建者、甚至为了获取纵向一体化的好处而将供应链厂商纳入其中，只有相关的利益者都获得了好处，CVC的投资才可能获得超越“预期”的发展，反过来说，只有充分考虑了相关利益者团队的利益，CVC的投资行为才会有更好的发展机遇，从这个角度看，CVC的投资行为有着很强的相关利益者利益动机。

## ④ 当下中国CVC发展机遇与趋势

讨论了诸多CVC的发展理论，本报告最后也可以或者应该展望一下中国CVC的未来发展趋势。毋庸置疑，现阶段中国CVC领域无论在规模、形成的产业资本或资产、还是受关注度，都已经和传统IVC形成了鲜明的分野，也构成了非常良好的你中有我、我中有你的格局。CVC不要产业规划，但需要趋势判断，换言之，需要“预期”。CVC主动性地管理未来投资行为的预期，反而比投什么、怎么投更重要。

结构转型作为未来相当长一段时期中国经济的主体特征，其从宏观层面引领着资本、人才等资源的汇聚方向。

“核心”、“自主”作为课题的关键词已经形成社会共识。结合上文分析的机理，我们认为，CVC切忌盲目的跟风去追逐热点。

### ● 克服新技术焦虑，合理布局CVC所涉领域

“自主”、“核心”作为共识，其形成是经济发展到一定阶段的自然产物，不因国家产业规划政策而出现，也不因外部贸易战因素而催化。共识也不必然对所有企业都是机会，反而可能是“坑”。中国经济发展的历史表明，过度投资往往形成CVC投资的陷阱，而导致过度投资的因素，往往是企业对新技术的恐惧心态或者追风行为，害怕迅速变迁的产业发展态势将企业推入落后境地直至商业失败。但任何商业发展都有其特定的规律，只有掌握了规律才有可能获得布局的机会；光了解规律还不够，还需要更进一步分析企业本身是否具备或有能力构建上文所述的诸多影响“期权”的各种预期因素。

比如：过度投资是不好的现象，但过度投资必然会带来相关供应链环节的更长时间的发展机会，如锂电池行业的过度投资，使得相当长一段时间以后锂电池产能的充分放大，这对于盐湖提锂技术型企业就会迎来较长时间的发展机遇。

### ● 不一味追求“新”，有时候“传统”也是机会

结构转型的经济发展特征，往往会催生新的商业机会，而这些“新”的商业机会往往特别容易形成对传统企业的威胁，这是经济发展的必然规律。但在这种规律面前，传统企业的CVC该如何把握机会、或者反过来说如何布局来应对“新”的竞争？这反而传统的企业需要着重思考的。比如：面对“互联网+”领域层出不穷的新模式、新业态，传统企业“跟还是不跟”？听起来像牌桌的赌局，但传统企业在面对“新”的时候，千万不要忘记了自己手中的“筹码”其实是非常有作用的。无论产业多传统，其所服务或生产的领域都会随着时代的发展而有着新的内容，顺应新的内容、提供新的产品和服务，是这类企业最具备优势的发展基础，因为只有他们最了解下游客户和消费者这么多年来需求演进。不恐惧“新”，但自身也需要“更新”。

### ● 充分与IVC或研究机构合作

CVC虽然脱胎于企业，可能天然地对所处行业的发展有着较大的发言权，但往往竞争也并非来自于内部，所谓“降维打击”成为话题，也是因为“只缘身在此山中”的缘故。因此，跳出行业看行业，顺应结构转型的变化，需要外来力量的协助。

一方面，与主流的、以行业精准化投资的IVC进行合作，拓展边界，不轻易跨界，但要合理布局边界内外，这需要在相关行业沉淀多年的IVC的相关管理经验和专识。投资行业虽然不是纯粹的产业资本，但其以孵化成长性企业为核心业务，熟谙一个企业从种子期到成熟期的整个孵化成长过程，无论是投资本身的流程化、专业化管理，还是对行业发展趋势的判断，都有着重要的参考意义。与IVC合作模式，既可以是共同管理人进行基金化管理的模式，也可以是CVC框架下的顾问模式，在两种模式之间找到合理的平衡点，是长期合作的基础。

另一方面，行业级的研究机构，无论是智囊型、管理咨询类的研究机构，还是如科研院所等研发型机构，其体系化的研究团队和研究布局，有利于CVC在企业之外更系统的观察自身在产业中的价值链环节，适时的、动态的调整企业在价值链中所处的环节，才有可能发挥企业优势，不断地获取未来发展的主动性机会，更好的买入预期价值不错的“期权”。



## 主要参考文献

- (1) Chesbrough H W. Making sense of corporate venture capital [J]. Harvard Business Review, 2002, 80(3):90.
- (2) Alter, Murray and Larry Buchsbaum, Corporate Venturing: Goals, Compensation and Taxes, The Corporate Venturing Directory & Yearbook, Wellesley, MA: Asset Alternatives Inc., 2000
- (3) Ma S. The life cycle of corporate venture capital[J]. Social Science Electronic Publishing, 2016.
- (4) Chemmanur T J, Loutskina E, Tian X. Corporate venture capital, value creation, and innovation[J] The review of Financial Studies, 2014, 27(8):2434-2473.
- (5) Williamson O. Markets and Hierarchies: Analysis analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization [M] New York (N.Y.) by Free press, 1975
- (6) 王建军, 吴海民. “蓝海战略”的经济学解释[J]. 中国工业经济, 2007(5):88-95.
- (7) W.钱.金, 吉宓(译). 蓝海战略:超越产业竞争, 开创全新市场[M]. 商务印书馆, 2016.
- (8) 杰克·特劳特(Jack Trout), 艾·里斯(Al Ries). 定位[M]. 机械工业出版社, 2011
- (9) 伊查克·爱迪思(Ichak Adizes), 王玥(译). 企业生命周期[M]. 中国人民大学出版社, 2017
- (10) 埃弗雷特·罗杰斯(Everett M. Rogers). 创新的扩散[M]. 中央编译出版社, 2002
- (11) 克莱顿·克里斯坦森(Clayton M. Christensen) 创新者的窘境[M]. 中信出版社, 2010

## 插图索引

图1.1.1 典型CVC组织结构 .....	1
图1.2.1 IVC结构 .....	2
图1.2.2 CVC结构图 .....	3
图1.2.3 公司设立CVC的动机 .....	4
图1.5.1.1 第二曲线 .....	8
图1.5.1.2 克氏曲线 .....	9
图1.5.1.3 S曲线 .....	10
图1.6.1 CVC投资的四种方式 .....	14
图2.1.1.1 全球IVC与CVC投资金额 .....	16
图2.1.2.1 每年新增的CVC机构数量 .....	17
图2.1.3.1 每年新增的CVC机构数量 .....	17
图2.2.1.1 全球CVC投资规模 .....	18
图2.2.2.1 全球CVC投资数量行业分布 .....	19
图2.3.1.1 美国CVC近年投资趋势 .....	19
图2.3.2.1 英国CVC近年投资趋势 .....	20
图2.3.3.1 印度CVC今年投资趋势 .....	21
图2.4.2.1 JJI投资规模 .....	22
图2.4.3.1 JJI投资行业分布 .....	23
图2.4.4.1 JJI首次投资占比 .....	24
图2.4.5.1 JJI投资轮次分布 .....	24
图2.4.6.1 JJI投资退出情况 .....	25
图3.2.1.1 2008-2017前三季度中国CVC投资案例数 .....	27
图3.2.2.1 2011-2017前三季度中国CVC投资金额（亿元） .....	28
图3.2.3.1 2008-2017前三季度中国CVC行业投资事件分布 .....	29
图3.2.3.2 2008-2017前三季度中国CVC行业投资金额分布 .....	30
图4.2.1 蚂蚁金服CVC战略 .....	33
图4.2.2 蚂蚁金服成立以来的投资 .....	34
图4.2.3 蚂蚁金服投资标的的行业分布 .....	35

图4.2.4 蚂蚁的新兴型投资 .....	36
图4.1.2.1 滴滴投资战绩行业分布 .....	38
图4.1.2.2 滴滴投资数量与金额示意图 .....	38
图4.1.2.3 部分投资案例展示 .....	39
图4.1.4.1 顾家家居并购事件及最新进度 .....	47
图4.2.1.1 商汤科技CVC战略目标 .....	48
图4.2.1.2 拓尔思核心产品 .....	53
图4.2.1.3 拓尔思垂直业务 .....	54
图4.2.1.4 拓尔思投资案例 .....	55
图4.2.1.5 拓尔思控股和参股公司 .....	55
图4.3.1.1 投资比较 .....	59
图4.3.1.2 朴新教育四个漏斗投资 模型 .....	60
图4.3.1.3 独角兽成长时间 .....	60
图4.3.2.3 中国汽车保有量与增长率 .....	62
图4.3.2.4 车云金服模式 .....	65
图4.3.2.5 车云金服模式 .....	66
图4.3.2.6 车云金服模式 .....	67
图4.3.2.7 邦邦模式 .....	70
图4.3.2.8 德师傅模式 .....	71
图4.3.2.9 产业链金融构建能力要求 .....	72
图4.3.2.10 车云金服已投项目 .....	72
图4.3.3.1 市盈率比较 .....	73
图4.3.3.2 中国化妆品行业增长 .....	74
图4.3.3.2 全球化妆品公司创新战略CVC布局 .....	75
图4.3.3.3 珀莱雅CVC探索模式 .....	77
图4.4.1.1 CVC战略模式矩阵 .....	78
图4.4.2.1 CVC战略模式积分表 .....	79

## 表格索引

表1.3.1 创业公司接受CVC投资相较于IVC的优劣势分析 .....	5
表1.3.2 CVC投资对母公司的价值及所面临的问题 .....	6
表3.1.1 中国十大CVC投资数量 .....	26

## 清华大学国家金融研究院 创业金融与经济增长研究中心

---

清华大学国家金融研究院创业金融与经济增长研究中心是依托于清华大学五道口金融学院、致力于创业金融（如天使投资，风险投资，私募资本），企业科技创新与经济增长相关领域的深入研究，提升中国创业金融及中小企业发展对于经济增长的研究水平和实践能力，和促进中国创业金融业的健康繁荣发展。中心承担政府部门、监管机构，和行业机构及企业委托的相关课题。

中心为隶属于清华大学五道口金融学院的非实体性质的从事创业金融与经济增长领域研究的学术机构，由清华大学五道口金融学院负责研究机构的管理和运作。中心本着“学术导向、市场配合、影响政策”的原则，连通学术研究与现实经济发展，打造一个“产学研”结合的综合性平台。

中心主任由我院副院长、金融学讲席教授田轩担任。田轩教授长期在美国从事创业金融、企业创新和并购重组方面的研究和教学，具有丰富的理论和实践经验，学术研究成果丰硕。中心面向海内外聘请优秀的全职和兼职研究人员以及一批具有海内外学术背景的优秀人才担任研究助理，进行创业金融、企业创新和经济增长等方面的研究。我们希望通过中心的工作，为中国金融体制改革开放过程中创业金融和经济增长的理论研究起到推动作用。

中心官网：<http://www.pbcfsf.tsinghua.edu.cn/portal/list/index/id/119.html>



## 清华大学国家金融研究院 全球并购重组研究中心

---

清华大学国家金融研究院全球并购重组研究中心是依托于清华大学五道口金融学院，由中国泛海控股集团、昆吾九鼎投资控股股份有限公司、金日集团三家企业共同捐建的研究中心。中心旨在成为全球并购重组领域的一流研究交流合作平台，中国全球并购重组领域的权威智库，通过对国际并购重组领域中，法律法规监管，实务操作，和学术研究的推动，以期达到提升中国经济在全球影响力和话语权，中国国内经济转型升级，中国产业整合提升，中国企业全球化走出去，和中国资本和居民家庭财富全球配置的多重目的。为实现中国企业走出去及落实中央“一带一路”战略提供全方位的智力资源，政府资源、客户资源及人才资源等方面的支持。

中心为隶属于清华大学五道口金融学院的非实体性质的从事全球并购重组和产业整合的学术机构，由清华大学五道口金融学院负责研究机构的管理和运作。中心本着“学术导向、市场配合、影响政策”的原则，连通学术研究与现实经济发展，打造一个“产学研”结合的综合性平台。

中心主任由我院副院长、金融学讲席教授田轩担任。田轩教授长期在美国从事创业金融、企业创新和并购重组方面的研究和教学，具有丰富的理论和实践经验，学术研究成果丰硕。中心面向海内外延揽优秀的全职和兼职研究人员以及一批具有海内外学术背景的优秀人才担任研究助理，进行并购重组、产业整合等方面的研究。我们希望通过中心的工作，为中国金融体制改革开放过程中全球并购重组和产业整合的理论研究起到推动作用。

中心官网：<http://www.pbcsf.tsinghua.edu.cn/portal/list/index/id/126.html>

## 课题主持人介绍

田轩教授现任清华大学五道口金融学院副院长、金融学讲席教授、教育部“长江学者”特聘教授、国家杰出青年基金获得者、博士生导师。田轩教授还兼任国家金融研究院全球并购重组研究中心主任、创业金融与经济增长研究中心主任、五道口金融学院金融MBA教育中心主任和首都党外人才高端智库专家。田轩曾担任中国证监会第六届上市公司并购重组审核委员会委员和世界银行咨询专家。田轩教授加入清华大学前在美国印第安纳大学凯利商学院执教，获聘终身正教授和Mary Jane Geyer Cain讲席教授研究员。田轩于2008年毕业于波士顿学院并获得金融学博士学位，此前分别于2003年获得华盛顿大学经济学硕士学位和2001年北京大学经济学学士学位。

田轩主要的研究领域包括公司金融、企业创新、风险投资和并购重组。他的研究成果多次发表在国际顶级学术期刊。他主持国家自然科学基金委重大项目课题。田轩获得“卓越青年科学家”称号；四次获得印第安纳大学凯利商学院年度杰出研究奖；在2016年获得中国管理学青年奖。田轩独立撰写的论文获得了2012年金融学科顶级期刊Journal of Financial Economics詹森最佳论文奖。他多次获邀在美国哈佛大学，哥伦比亚大学，达特茅斯学院等顶尖大学的学术研讨会和国际一流金融专业的学术会议上演讲。他的多篇论文蝉联全球前1%高影响力论文。

田轩现担任多家国际顶级学术期刊主编和副主编，是多个国际金融学术组织年会组委会成员和联合主席和三十多家国际学术期刊的审稿人。他还担任教育部“长江学者”评审专家、国家自然科学基金委评审专家和全国哲学社会科学基金评审专家。田轩执笔的内参报告获得2017年北京市无党派人士建言献策优秀成果特等奖。

田轩教学经验丰富，学生教评反馈优异。他曾荣获2018年清华大学“青年教师教学优秀奖”，并于2016年和2018年连续获得由学生投票产生的清华大学“良师益友”奖。田轩指导的学生有在包括美国康奈尔大学、北京大学和中央财经大学在内的国内外著名大学执教，有到美国顶尖大学诸如麻省理工学院、沃顿商学院等继续深造，也有到知名金融机构如高盛、华夏基金和华兴资本工作。

田轩教授

个人网页：<http://www.pbcsf.tsinghua.edu.cn/portal/article/index/id/2376.html>

学术网页：[http://papers.ssm.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=464869](http://papers.ssm.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=464869)

## 创业邦

创业邦是领先的国际化创业创新创投生态服务平台，自2007年成立以来，创业邦以帮助创业者成功为使命，提供创业各阶段所需服务，链接国内顶级创投及产业资源，推动创新及高成长企业快速发展，帮助大企业和城市搭建产业创新生态，形成了集媒体会展、创业培训、产业创新、天使投资四位一体的业务模式。旗下包含全媒体矩阵、创新中国Demo China、创业邦管理学院Bang School、创业邦星际营Bang Camp、创业邦空间Demo Space，创业邦天使基金等各项服务。

创业邦先后获得IDG、红杉资本中国基金、赛富基金、腾讯投资、启赋资本、GGV纪源资本、宜信新金融产业投资基金、普华资本、盛景网联等国内外顶级投资机构及互联网巨头的投资，并形成长期紧密的战略合作关系。

创业邦总部位于北京，并在上海、深圳、广州、杭州、苏州、南京、无锡、常州、成都、重庆、宁波等11个城市设立了办公室。

### 媒体活动矩阵 | 创业邦内容运营中心

#### • 媒体资讯

国内领先的创业信息提供者，面向中国科技创业者和投资者提供专业的、24小时不间断的信息、资讯及知识服务。每年覆盖高达1000家初创公司及200位投资人，为创投界提供：从项目到产品，从观点到全景报道，从分析到榜单的全维度内容产品；呈现最热、最有趣、最值得关注的风口动态；介绍创业过程中起步、成长、营销、融资、技术等关键节点的干货与经验，助力创业者最快速、最深入的获取创投界动态及趋势。

#### • 研究中心

创业邦研究中心专注于国内一级市场全行业及产业发展态势研究，为创业者和投资者全方位展现创新创业生态，解读国内外产业链图谱，洞察创新创业前瞻趋势，提供高价值决策参考。通过挖掘当年成长最快、模式最新的创新公司，最具有领导力和创新精神的年轻一代创业者及最具眼光的新锐投资人，将中国最有活力的商业力量推向前台。与此同时，研究中心依托对创投产业的深刻理解与专业服务，与全国各地园区政府紧密合作，为政府产业布局、招商引资、赋能企业发展等提供强大支撑。

#### 榜单

《中国创新成长企业100强》、《30岁以下创业新贵》、《最值得关注的女性创业者》、《40位40岁以下投资人》、《2018中国教育创新成长30强》《2018中国人工智能创新成长企业50强》《2018中国企业服务创新成长50强》等

#### 行业报告

《2018网络文学行业报告》、《2018自动驾驶行业报告》、《2018区块链发展报告》、《2018中国人工

智能白皮书》、《2018中国文娱投资白皮书》、《2018基因检测白皮书》、《2018中国互联网教育行业白皮书》、《2018中国物联网白皮书》、《2018-2019金融科技白皮书》、《2018中国新零售白皮书》、《2018中国企业服务行业报告》等。

#### 其它报告

《创投趋势发展报告》、《前沿科技趋势发展报告》、《园区发展白皮书》等。

### 媒体活动矩阵 | 创业邦会展中心

#### • 会展活动

创业邦会展中心，运营自有活动矩阵包括Demo China春季峰会、Demo China秋季峰会、Demo China硅谷峰会、创业邦100未来领袖峰会暨创业邦年会等品牌活动，并为合作伙伴进行品牌活动项目策划和执行。

#### 创新中国Demo China

源于美国DEMO活动，2006年被引入中国，自北京首秀后每年吸引最有潜力的初创企业上台展示，熊晓鸽、徐小平、沈南鹏、阎焱、邓锋等超过1500位国内外顶级投资人列席，以最优质的资本连接最优秀的创业者。峰会历经十年打磨，现已成为国内最大的Demo Day。截至2017年，累计报名项目超过3万家，帮助企业融资超过100亿元。

2013年起，创新中国分为春秋两季举办，秋季峰会正式落户杭州。峰会成为国内顶尖创新产品和服务和商业模式的展示平台，覆盖全国逾90%的创业群体。Demo China同时还在海内外创新城市，如硅谷、新加坡等，设立海外专场，服务优秀中国创业者。

#### 创业邦100未来领袖峰会

中国创业领域最盛大的交流活动之一，是中国新锐商业领袖、高成长企业CEO和顶级投资人切磋成长经验、探寻商业机会、展望商业趋势的年度盛会。每年发布的“中国创新企业100强（创业邦100）”榜单，关注最有潜力的创业公司，致力于挖掘具备独角兽潜质的创新公司。峰会同时颁布“年度天使投资人”、“年度创业人物”、“30岁以下创业新贵”等创投领域重要奖项。

### 创业培训矩阵 | 创业邦星际学院

#### • 创业邦星际学院

创业邦星际学院，创业邦旗下知识电商产品，以最高效快捷的移动互联网方式，为创业者做最快速的技能和信

息补给。每年推出上百款知识产品，包含音频课程、线上直播、报告、文档、会员服务等产品形态，帮助初级创业者迅速掌握创业实践中团队组织、资金募集、产品研发及市场推广等方面所需要的实战技能，大幅提升创业成功几率。自2016年7月推出以来，已连接上万名创业者。

创业邦“Grow计划”，创业邦发起的中国式创业教育项目，通过有效链接成功企业家、投资人、行业与职业专家学者以及全网知识传播渠道合作伙伴，以实践经验为本，针对创始人个人成长和不同企业阶段发展需求，从战略、思维、管理、产品、运营、营销不同维度，为创业者提供成功案例、方法经验，全面为创业者提供自我成长、公司发展的知识力量。

#### • 创业邦星际营Bang Camp

创业邦星际营Bang Camp（简称BC），创业邦旗下加速计划。通过与顶级资本、产业公司及行业专家深度合作，共创意设计“主题学习、铁犁耙投资辅导、行动学习、标杆参访、创-资-产对接、360°媒体矩阵曝光”等多样形式，帮助创业者思维通道和能力结构的快速搭建，助力融资加速。

截止2018年7月，BC已成功加速13期共572个创业项目，融资成功率89%，累计融资总额达71.6亿元。目前已经开设Ai+，新零售，大文娱三大垂直产业加速营。

### 孵化空间矩阵 | 创业邦邦空间Demo Space

#### • 创业邦邦空间Demo Space

邦空间Demo Space是创业邦旗下产业创新服务商，提供优质协同办公空间和全面企业加速服务。深度结合投资机构、产业资源、地方政府等创业要素，助推优秀企业走向卓越，推动当地产业创新和转型升级。

### 天使投资矩阵 | 创业邦天使基金、创业邦创投联盟、创业邦企业创投联盟

#### • 创业邦天使基金

创业邦天使基金专注于投资具有独角兽潜质的早期创业公司，重点关注前沿科技、文体娱乐、企业服务与消费升级等方向，依托于创业邦的资源和十余年在创投领域的积累，创业邦天使基金能为已投企业提供媒体、孵化、投融资及产业资源对接等全维度的投后服务。创业邦天使基金同时拥有美元及人民币基金，现已投资Insta360、水滴互助、礼物说、易思汇、宜花、冻品在线、Kneron等50余个项目。

#### • 创业邦企业创投联盟

创业邦企业创投联盟由创业邦连同中国顶尖企业投资部门共同发起和设立。企业风险投资及产业生态链建设现已成为企业创新的重要机制与手段。企业创投联盟旨在通过研讨会、项目路演、论坛、培训、研究报告等，增强企业之间交流，分享各自经验，促成联合投资。



