



//

风向又转了。

文 | 张雪

编辑 | 张丽娟

来源 | 投中网

“最近有挺知名的机构来给我们推项目，想要做并购。”陈冉谈到。

陈冉是一家FA的企服事业部负责人，如果说去年他们的业务重点还是在融资和并购上，那么今年并购已经成了全部的业务重心。

“从今年三四月份到九月，我已经跟四五十家公司聊过了，今年绝大多数人对被并购的态度是open的，而去年他们几乎都不理我们，没得谈。”

一家投企服比较资深的头部机构也告诉我们，即使他们的portfolio大部分还不错，但是难免出现三五家掉队的，并主动提出想被并购的想法。

从数据上看，截止到现在，国内企服行业共发生了60起并购事件，去年全年这个数字是80。可见，今年虽然没有特别有代表性的并购案例，可数量却是在暗暗增长。

崔晨，一家企服公司的创始人。最近他的焦虑少了些，因为“卖公司”这事总算有了点进展，“如果去年下决心卖掉的话，价格可能会更高点，今年行情有点差了。”

的确，我最近得到一组数据，去年企服行业并购案中，有两起PS是14和9，而今年达到这种PS的几乎没有。现实的残酷不止如此。

近日还有消息爆出某市值近万亿的大公司旗下的HR SaaS产品，经过两年孵化，三年商业化后，于今年宣布终止，并解散了产品团队。

“VC被高增长惯坏了？”

崔晨告诉我：“很多投资人都想有DPI，毕竟企服投了这么久了，他们也想退了，各有各的难处。”

谈及导致今年并购活跃的影响因子，我们得到了几个不同的回答。

最明显也最本质的就是，当然就是今年企服融资行情有所下滑，大厂商被紧盯增长，小厂商被严卡营收，不光企业，机构也陷入了不同程度的募资难。

其次，也有竞争的因素。有些赛道竞争激烈，之前厂商之间打价格战，但现在大家都想抱团取暖，曲线救国，试着把烧钱的速度降下来。

再有就是一小部分细分头部还是不想放弃IPO的机会。

这些厂商现在的营收大多做到了一两个亿，可是按照理想情况，当企服公司收入体量达到四五个亿时，再去IPO。如果仅依靠自身去扩张，需要花三四年，甚至更久。那么对于这类公司来讲，花点钱把小公司的收入并进来，是一个性价比高的选择。

对于这一点，有一位接近独角兽公司的人告诉我，该公司是国内比较早一批营收破亿的企服公司之一，也得到了很多明星机构的投资，但很快发现营收增长到了天花板，做不上去，现在正卡在是否IPO的紧要关头。

但说到底，今年企服行业涌动着的并购暗潮，是VC推动的。这一点，投资人们并不否认。

“在中国，创业型企业都是高速发展的，所有VC在投资项目的时候，都会野心勃勃定下，每年100%甚至200%的增长。”陆成谈到。

在这种环境里久了，当初创企业突然变成30%的增长，VC就会丧失兴趣和耐心，因为这是一个巨大的落差，很多投资人无法接受。“VC不喜欢没增长的。”陆成甚至直接丢出了这句话。

在他看来，当前环境，已经从一个公司如果中规中矩发展就能得到投资变成了他们现在在投资人面前，只能用高增长或盈利数据报告来说话。

“如果没有做到高增长，那公司就不得不降低估值，然后去找老股东要钱，只是这样，创业公司很有可能吃闭门羹，因为企业的价值已经不高了，这也为较低估值的并购打开了大门。”

另外，根据企服厂商在二级市场的表现，现在也并不是个IPO的好时机。

也正是这样，很多投资人甚至股东会主动联系FA。

陈冉透露：“股东们一开始可能只是想要卖自己的老股或者想要融资，但我们评估下来，这样的项目融钱难度高，单独卖老股也不容易，所以才会想着考虑去做并购。”

“谁不希望找到性价比高的标的？”

“去年大部分企业服务公司的估值都相对较高，大家平均都能给到二三十倍的PS，高的像七八十倍甚至上百倍的也有。”常时谈到。其实，二三十倍的PS已经很高了，去年美国企服板块二级市场的估值顶峰也差不多如此。

不可否认，很多创始人经历了去年那一轮高估值后，上半年对于预期估值还是降不下来的。“上半年90%的人都想用融资的估值去做并购的事情，但很快，创始人们陆续放弃了对高估值的坚持。”常时敏锐地看到了这个变化。

也有精明的创始人在盘算和犹豫着。这类创业者的担忧来自于低价卖身后，自己很可能白忙活一场，钱都返给了投资人。

据我们了解，国内企服并购价在一亿到三亿不等，好一点的能到大几亿。再反观去年被催熟的创业公司估值，一个只有产品的A轮公司，估值都敢叫到几个亿。

更有甚者，在去年拿到钱后，开始疯狂扩张。“公司人数从去年年初的100人扩张到了今年的五六百人，光人力成本都是很大的一笔支出。更可怕的是，公司目前只能靠投资机构输血。”

所以摆在他们面前的有两条路：咬着牙搏一搏或者降估值被卖掉。

与几家熟悉的细分头部企业创始人聊过后，我发现他们对并购的态度是谨慎的。有人说：“不是所有的并购都能做到1+1>2的，我们承担不起试错的结果。”

也有人说：“不是每个创始人都想卖公司上岸的，我们想努力坚持把自己的业务做好。”

在大公司并购部工作的张檬也提到：“今年已经不能再以去年的估值作为风向标了。我们现在其实多少有点抄底的心态，所以并不着急出手，谁不希望找到性价比高的标的呢？”

她进一步谈到：“并购对我们来说，说简单也简单。只需要算清一个收购成本的账，再加上整合难度的评估。其中，成本这个更多是从产品角度出发，比如现有团队从零开始做，需要投入的研发成本和时间成本，对于这部分，一般是溢价收购的。而整合难度，则是被收购方融入现有产品带来的在客户层面的加持。”

而他们的目标群体集中在B轮到C轮的项目。因为这样的公司产品相对成熟，经过了市场的验证，且拥有了部分稳定客源。

“新的独角兽以并购促发展”

虽然在推动中国企服行业并购前置的趋势中，VC们功不可没，但也有其行业特殊的属性在。

有报告指出，企服赛道分散的属性使得收购成为了该赛道领域头部玩家最快提升市场份额、开拓新行业、提升收入水平的最快的方式。同时后期整合所能带来的协同效应也较为明显，无论是通过交叉销售提升收入协同，还是整合销售资源和技术资源释放成本协同。

其实，在去年年中，我也曾关注过企服行业的并购，当时的情况与现在有所不同，选择出手的买方多是上市企业，他们或是股价被拉升，市值创下新高；或是上市不久，在二级市场获得了可观的融资。

时间来到现在，知情人士告诉我，今年这些传统二级市场企服公司大概率不会再出手了，他们现在只期待把利润做上去。

风向一转。

这波并购的买方反而更多的出现在了一级市场。“许多独角兽将继续成为连续收购者，从而引发新时代企业的整合浪潮。”陆成分享了这样一样判断。

他补充道：“尤其是做一些中小型客户的，他们希望并购一些团队或公司，来实现业绩的补充。”

通过对今年的近60起并购案例分析，我发现，仅最近三个月就出现了多家独角兽厂商的身影，比如估值11亿美元的浪潮云收购安全厂商思福迪，再比如RPA行业明星企业，估值达39亿人民币的来也科技收购AI厂商探智立方。

正所谓“十亿市值靠业务，百亿市值靠并购，千亿市值靠核爆业务+并购。”

除了一级市场上的一些独角兽或准独角兽们，在企服并购市场，还有字节跳动和阿里这两个活跃者，前者更甚一些，疯狂在早期市场上扫货。比如今年飞书收购了低代码厂商黑帕云。

飞书的打法也很明确，“他们收购这些估值三五个亿的小团队，更多是想收团队核心，也就是“买人”。一般来说，这些公司的创始人和高管团队本身就是偏技术，且在一线做业务的。”

现实来看也是如此。黑帕云创始人陈金洲最开始以职业经理人身份加入飞书，负责昆仑aPaaS（application Platform as a Service，应用平台即服务）项目，直接向飞书CEO谢欣汇报，不过现已离职。

所以，卖方在最初就已经被贴好了标签，“人才”或是“产品”。

值得一提的是，很多VC/PE看了企服赛道这么久，他们已经意识到，在这个领域未来可能并不需要那么多能独立上市的公司。

常时指出，“与to C行业不同，企业服务的一个产业链上是可以有多个公司并存的。同样做人力，有人做前端招聘，有人做工资报销，还有人做弹性福利，而这些都是可以集合到一起的。于是，ToB行业的创业公司，生存并不是大问题，问题是市值天花板低，这也是为什么投资人也认为当下的并购整合是可行的。”

走出去，收购国外公司

无独有偶。

从美国的经验来看，并购退出在企服行业的确占据了很大的比重。数据显示，海外企服80%的退出是靠并购。

近期，一个有史以来最贵的SaaS收购案之一在大洋彼岸正在进行。

美国设计软件巨头Adobe宣布以近乎估值两倍的价格收购协同设计软件公司Figma，作价200亿美元。据报道，此次 200 亿美金的收购是一半现金一半股票，相当于Figma 2022年营收的50倍。

相比之下，在中国市场中，除IPO外，其余退出方式收益率通常不足30%，考虑到资金成本，总体回报甚至无法保证收回投资成本。因此，我们可以理解国内PE/VC投资对于IPO的追逐，毕竟这几乎是赚钱的唯一退出路径。

“今年来看，不管大公司还是小公司，现金流还是比较紧的，这样一来，并购的谈判速度也不会太快。去年融资比较好的公司，为了做收入可能去选择去买一些公司，但直接买下的概率不大，可能最开始投十到二十个点，后面再去加到五十。”

但现在，大家思路逐渐打开了。

经纬创投创始管理合伙人张颖在分享“给科研技术背景创始人的建议2.0”中提到，头部公司应该认真考虑生态内国内国外的并购做大机会。

他谈到：“头部公司在做好自己产品和业务的同时，也要留出精力和资金冗余，去看看国际和国内同行业或产业链中是否有合适的小公司。

以我们的经验，目前国际上这样价格合理的小公司，还是有不少的。他们的作用就是补充人才、匹配技术、协同IP、产品延展，但这就需要创始人们提前去分析与筛选，需要时间。

我知道这对于目前专注想跑通技术到市场的创业者来说，提出了更高的要求——但从创业者变成企业家的这条路，就是一条不断挑战自己多面手极限的路。”

在今天的中国市场，还有个极具特色的事情正在发生，并有愈演愈烈之势。那就是今年备受关注的奇点云与GrowingIO并购的事情，在此之前，这两家公司其实并不算明星。

奇点云是一家数据中台公司。在前几年，这个概念在一级市场十分火爆，创业公司同样获得了很高的估值，后来，随着产品落地，大家发现中台公司更多是服务大客户，做定制化业务。在中台赛道，奇点云虽然在第一梯队，但却面临着打价格战吃力，短期内无法上市等问题。

另一边的GrowingIO则是在数据分析的细分领域，也就是在奇点云底层上做应用，产品更轻，能力更强，客户群里都集中在互联网领域，切入大客户领域并不容易。并购前，公司也遭受着收入增长和技术迭代的双重困境。

合并之后，双方为彼此带来了新的稳定的客源，同时，能够为客户提供一揽子的解决方案，也提升了客户粘性，抗风险性得到进一步提升。据悉，合并之后的公司估值已经跻身了独角兽行列。

那么在现金流正常的情况下，并购的周期是多久呢？答案是从决策到进行交易，乃至最后交割完成往往需要12-18个月。

祝这些在创业独木桥上前进的各个勇士们勇敢前行。

应受访者要求，文中涉及人物均为化名。



公众号



东四十条资本

聚焦股权投资行业人物、事件、数据、研究、政策解读，提供专业视角和深度洞见 | 创...
1090篇原创内容

公众号



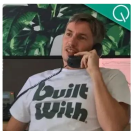
转载、合作、加入粉丝群请联系小助理
(微信号: ChinaVentureWeixin)



随手点赞 , 戳个在看 

喜欢此内容的人还喜欢

这家公司只有1个人，年赚一个亿
量子位



逆势突破，璀璨资本完成10亿元新基金募集

投中网



谁拯救了柯达

AI财经社

