

# 智COMPANY 在|公|司



由《中国经营报》33 名资深团队倾力打造,关注 IT、科技、通讯、电商、家电领域的新闻、新知、新趋势,每日 15 分钟,TMT 领域的高品质悦读午餐。  
中经 e 商圈微信号:zjctmt



《中国经营报》旗下 TMT 班组长期关注于家电、科技、通信等领域的报道。  
微信号:zj3cjd

主编/雷士武 编辑/李静 美编/谢楠 实习校对/燕郁霞 leishiwu@cbnet.com.cn 611982653@qq.com

联璧金融爆雷 牵出斐讯“0 元购”的危险游戏 > C3

突遭禁售 美光科技营收或受巨大冲击 > C4

“5·31 新政”“断奶” 光伏行业大洗牌将至 > C6

IPO 井喷与接连破发并存

## 独角兽急奔港股真相：“资金粮草”不济？

本报记者 李甜 张靖超 北京报道

新经济公司集中赴港上市成为 2018 年的独有现象，其中独角兽企业小米、美团以及相传将于下半年赴港上市的滴滴等让香港股市备受市场瞩目。

来自普华永道在 7 月 3 日最新发布的报告预计，2018 年全年将有 220 家企业赴港上市，全年集资总额预计将达到 2000 亿~2500 亿港元，使香港有望再次成为全球最大的 IPO 市场。

《中国经营报》记者了解到，港交所“同股不同权”的制度改革，令互联网独角兽们欲抢占政策利好

### 港股与美股竞争时代来临

4 月 24 日，港交所正式公布《新兴及创新产业公司上市制度》，并于 4 月 30 日正式生效。

IPO 新规中允许双重股权结构公司上市，要求欲采纳“同股不同权”的公司上市申请时，相关公司上市最低预期市值不得少于 400 亿港元。如果预期市值低于 400 亿港元，申请人在最近一个财政年度必须录得 10 亿港元的收益。

港股曾因“同股同权”的原则而遗憾失阿里，在资深金融分析专家丁会仁博士看来，如今，港股不想失去这些新的独角兽。

“同股不同权”被视为香港股市开放、灵活、包容的体现，实际上，由于不少互联网公司经历多轮融资后，创始团队股份受到稀释，按照“同股同权”原则，或会失去决策权。以往港交所“同股同权”的原则，让不少独角兽碰壁而走出美国股票市场，而在制度改革后，这将是赴美还是赴港的较量。

抓政策利好，抢占市场先机，被不同受访人士视为独角兽集中赴港上市的原因。

值得注意的是，无疆资本创始合伙人王琦对记者提到，随着中国互联网行业的发展，有的互联网企业显现超越美国类似企业之势，也有的企业搭建出具有本土特色的商业模式。但是美国投资人站在美国

先机，在潮流之中，小米肩负试验作用，7 月 9 日上市后的表现将会影响中国新经济公司对上市地点的选择，市场人士正观其变。此外，本报记者了解到，在国家的去杠杆过程中，一级市场整体面临着资金来源的考验。

“人民币风险投资基金的资金来源大部分来自战略投资人、母基金和政府引导基金，如果源头出现了‘钱荒’，那当然会影响下游的投资机构。”一位从业超过十年的圈内投资人对本报记者表示。“钱荒”的影响并未波及市场上较为知名的基金，但小基金或不知名基金可能会感受明显。

市场的角度，简单地用美国对标公司来理解中国企业容易对中国公司的业务模式产生误解，甚至低估。

不同受访人士均提到，香港市场更容易从市场需求、消费者心理去理解公司价值，对公司的估值或会显得比美国市场更加容易与准确。

“香港交易所开放同股不同权上市新规，是为了和美国纳斯达克和纽交所争夺未来中国新经济领域的独角兽企业。”王琦认为，让独角兽留在自己国家上市，让中国股民能够受益于其收益增长，这在市场层面与国家策略层面也是必然的趋势。

雨燕资本合伙人徐东来表示，赴港上市的审核时间较快，对现金流的要求不如 A 股严格，过会率较高且退出也相对容易，估值更自由与市场化。“A 股实际上非市场化的因素比较多。从长远来看，港股的价值洼地处境，将来还是会填平的。”徐东来说。

长城证券收购兼并部总经理尹中余提到，自己的客户因为 A 股市场政策的易变而失望，并出走美股。

“香港给市场和投资人增加了一个选择，但并不是唯一的选择。”王琦较为理性地表示道，对于投资机构来说，目前的状况是多了一条退出的渠道，美国由于拥有世界上最成熟的股票市场，仍会有大量中国公司前去募资。

### 至少处于秋天的一级市场

向前，港股正在张开双手拥抱；停留，退路越来越少。

“在国家严管的情况下，市场的钱确实变少了。”大地律师事务所高级合伙人杨权对本报记者表示，“‘钱荒’肯定是存在的。”中美贸易战、外汇紧张等均为影响因素，但是最重要的是国家的“去杠杆、防泡沫”。

据了解，资管新规的出台，限定了银行理财资金的入场，银行的一些通道业务受到限制，而这是市场化母基金的主要资金来源。

“整个市场的母基金和政府引导基金，今年开始相对比较谨慎，出现了基金资金面收紧的情况。”上述圈内投资人表示。

国泰君安固收首席分析师覃汉认为，资金紧张显现出“常态化”趋势，趋势背后反映的是在整体金融监管趋严、去杠杆的大背景下，过去两年持续宽松的资资金面已经一去不复返。

VC 机构由 GP(普通合伙人)和 LP(有限合伙人)组成，GP 管理基金，负责直投，LP 进行出资，王琦说，一些头部 VC 机构避免从个人处募资，以避免不稳定性。

“如果问人民币市场是不是有一些谨慎或者冬天的迹象，我的回答至少是一个‘秋天’的状态。”

### 二级市场是终极彩排

独角兽们集中上市，伴有历史意味。

市场曾为新经济公司不断刷新估值与融资速度所惊叹，如今，到了检验之时。

本报记者了解到，一级市场投资行业内部有种种看法是，最近几年，部分投资机构为推高估值，获得更高的股权增值的溢价，采用“快进快出”或形象包装方式，冲击了业内对创业项目的价格评估体系。同时，高筑资本对估值体系的正向推动，受到业内人士肯定。

态。至于会不会进入到一个寒冬，我觉得还要看国内后续的波动变化。”王琦表示，资金紧缺主要体现在一级市场的人民币基金，GP 们出手将变得谨慎，这可预见。

在微观层面，“恐慌”不能一概而论。

根据中国证券投资基金业协会的数据，截至 2018 年 2 月底，已登记私募基金管理人约 2.3 万家，已备案私募基金约 7 万只，本报记者了解到，LP 的类型组合、基金业绩如何、是否为头部，受到的影响程度是不同的。

徐东来在为项目找融资过程中，对于“钱荒”并没有实际感触。作为 FA(融资中介)，他所接触到的人民币基金还没有显现资金紧张状态，他认为，也不排除有些 FA 个人希望项目能够尽快融到钱，夸大恐慌情绪。

猎鹰创投二期基金募集接近尾声，一期基金的年回报是 4.76 倍，LP 由个人和公司组成，其 GP 李圆峰称，一期 LP 基本都在二期继续出资，资管新规等并未影响到这家机构。

“钱紧”不代表这个市场的第一名融资无路。“像是 0.5 : 99.5 的比例，可能就是 0.5% 的创业公司能够吸引这个市场所有基金的目光，大家都想进去。类比基金



部分数据来源:Wind 本报资料室/图

也一样，母基金现在手上钱紧，但是优秀的基金永远不会难。”王琦说，“一些新兴的基金，如果他们还没有建立这个市场上的品牌，也没有投出明星项目的案例，在募资上，会比前两年的挑战更大。”

在过去两年，一个细分领域在被赋予“风口”定义后，热钱涌入的情形并不鲜见。现今的趋势是“大家会把钱聚集到头部公司的投资上，后面那些玩家拿到投资的概率就变低了。”王琦说。

丁会仁提供了另一种观点，

他认为，“钱荒”问题并不存在，钱仍然在市场，但是进入了不同的口袋。资本方并不缺钱，缺的是好项目。

杨权表示，资管新规掐断了一些一级市场机构的资金来源，而独角兽公司估值巨大，能够支撑其再融资的机构不多，上市募资是获取生存之机。

丁会仁表示，资本市场流动性越大，资金获取和资源优势就越明显，独角兽企业在可能会影响企业估值的情况下，也会抓紧上市。

## 美图布局芯片欲解硬件掣肘

本报记者 陈佳岚 张靖超 广州报道

6 月 27 日，美图公司发布了美图 T9 标准版手机，依旧主打拍照美颜，还有“瘦身”功能。另外，美图宣布将进军芯片领域。

### 芯片的棋盘

美图表示，公司当前在手机影像处理技术上的探索，遇到了硬件的性能掣肘。现有的手机硬件无法及时地支持某些需要庞大计算量的尖端影像技术，比如夜景相机的降噪处理。为此，美图在云处理的软件解决方案之外，积极寻求硬件上的突破。

在美图的规划中，自研的 MT-AI 芯片能够加快图片美化的速度，提升研发团队效率。美图称，将实现很多之前无法实现的想法，并最终使手机超越单反相机，全面革新手机摄影。

在手机 CPU 主控芯片中，除了全球手机处理器的两大寡头高通和联发科在系统级芯片(SoC 芯片)设计领域活跃外，终端手机厂商苹果、三星、华为、小米等企业也已涉足系统级芯片设计领域。LG 也在 2014 年推出自己的首款 SoC 芯片 NUCLUN，之后项目

域，推出自研的 MT-AI 图片处理芯片。

一位半导体业内人士向《中国经营报》记者表示，芯片行业是一个烧钱的领域，需要技术、人才、资金以及经济积累，且投入周期长。

遭遇暂停。

美图方面向本报记者表示，他们所推的芯片将是一种有别于华为海思麒麟芯片、小米松果澎湃芯片的一种系统芯片，美图只是做图片处理芯片。这意味着，未来的美图手机将在搭载高通、联发科等厂商的移动芯片基础上，再加一颗图片处理芯片。在手机行业中，早有类似例子，2017 年 10 月，谷歌首款自主研发、设计的“图像处理”系统芯片——Pixel Visual Core (Pixel 视觉核心)搭载到 Pixel 2 和 Pixel 2 XL 的内部。苹果、华为也有过自己的 ISP(Image Signal Processor)，即图像信号处理器芯片。

富士通是主流的 ISP 芯片提供商，其 ISP 广泛用于数码相机、单反相机、手机拍照模块和其他设备。本报记者梳理发现，美图从第一款智能手机美图手机 1 开始使用富士通独立 ISP 图像处理芯片及联发

目前美图公司只是声称要进军芯片领域，并未公布具体投入资金及进展情况。

本报记者询问了美图官方，该公关表示“我知道的也有限，我所知道的就是发布会上公布

科芯片，直至 2015 年富士通半导体 SoC 半导体部门与松下半导体部门合并成立新公司索喜科技，美图手机 V6、m8s、T8 还一直配备索喜(原富士通)的图片处理器，不过，最新发布的美图手机 T9 却舍弃联发科，改用了高通的芯片，另外已不见索喜图片处理器的踪影。

实际上，最近两年强调独立 ISP 的产品逐渐变少。爱美、拍照成为消费者的“刚需”，国内 OPPO、vivo、华为等手机厂商也开始重视拍照技术，加入了拼合高像素模式，宣称拥有半亿、上亿的像素，也没有过多强调购买独立 ISP 芯片。究其原因，手机处理器性能有了大幅提升，终端 SoC 芯片厂商(高通是幕后功臣)亦开始整体提高手机系统及芯片的图片处理能力。

国内某手机厂商开发部的马姓研发人员认为，手机单独的图片处

理芯片前景并不大，目前手机 GPU(图形处理器)已经很强大，不需要单独增加一个电子元器件，进而增加成本，PCB(印刷电路板)的空间。

集邦咨询拓璞产业研究院研究员林建宏也告诉本报记者，从 2017 年的数据来看，独立图像处理器在手机端的出货量和市场需求的确在下滑，华为直接在芯片中内置了自研 ISP，苹果公司从去年开始也将 ISP 整合到手机应用处理器中。但未来 AI 的应用有机会使独立图像处理器在中高端智能手机的需求上升。

上述马姓研发人员补充道，手机上的 AI 离不开 CPU，主要还是靠 CPU/NPU 能力+软件算法。

本报记者采访的多位芯片业内人士看来，尽管美图不做系统级芯片，但独立芯片的难度也不小，IC(电子元器件)设计企业依然要遵循传统芯片产业的基本规律，即研发周期长，投入成本高。

### 前景几何？

志谋研究首席分析师顾文军告诉本报记者，芯片产业以高端研发人才为主，有重研发、回报期长、轻资产的特点，而终端产业以渠道人才为主，重宣传渠道和产品设计、回报期短、以重资产为主。“现在不少终端厂家要做芯片，其实多数只是口号。十多年前就有不少厂家也要做芯片，但多数是为了申请专项，最终取得成功的很少。主要原因是国内终端厂家的实力、芯片和终端的不同模式等多种原因决定的。现在不少厂家也是蹭热点和概念等。”顾文军预计真正做芯片的不会太多。不论恒大还是格力，至少明面上都想做芯片，但对芯片产业来说，除了真金白银地投入，更关键的是恒心和坚持。要有持续投入十年，做好五年不盈利的思想准备。

“现在看还不好预测，两三年后会慢慢显现。”半导体专家莫大康认为，目前这些企业炒作的多，实干的少，因为芯片业需要技术、人才、资金以及经验的积累。

相比于系统级芯片，独立芯片设计成本较低，在林建宏看来，目前美图手机没有选择做系统级芯片或许是个聪明的决定，华为海思芯片花了十年时间，小米的松果澎湃目前也只是在试水阶段。林建宏表示，涉足 MT-AI 芯片，这还是美图多角化经营的方向，若在合理的成本

下做这个尝试，不算意外。据公布资料显示，华为投资了 9800 万美元(约 6 亿人民币)，组建了 300 人的顶尖专家团队，耗时 3 年，才研发出自家的 ISP 芯片，且不说华为已有芯片研发基础。

而对于美图而言，财务上的亏损依旧难掩。财报显示，2017 年美图实现收入 45.27 亿元，研发费用 4.47 亿元，亏损 1.97 亿元，经调整亏损净额为 4600 万元，不过较 2016 年亏损 5.41 亿元已经大为减少。

林建宏认为，美图最好能将量产的芯片与设计服务厂商合作，将研发成本降低，否则风险会比较大。此外，产品量产如何摊薄芯片研发成本也是需要考虑的。美图手机销量有限(美图公司财报显示，美图硬件收入 37 亿元，157 万余台手机)，而如果是将芯片卖给其他手机厂商，是否有手机厂商愿意放弃成熟的富士通、高通转而选择美图呢？

而对于发展前景，记者采访的多位人士表示，美图没有发布具体规格与实际的应用情境，不适合预估前景。值得注意的是，在美图声称要做芯片的同时，其股价得到提升，有观点认为，若是诚心做芯片，应该向其他厂商一样有具体的金额投入及产品计划。截至发稿，美图方面没有向本报记者透露更多芯片计划内容，仅表示，美图并非单独研发该芯片。