

## “独角兽”：让创新与资本共舞

瑞信证券研究

### 摘要

2022年2月初，全球共有1,000家独角兽公司，总体估值达到3.3万亿美元，近乎占到全球股市市值的3%。十年前，估值在10亿美元以上的非上市公司屈指可数，因此这些公司被冠以“独角兽”称号。我们认为，推动独角兽公司群体指数级增长的关键原因有三个。

首先，也是最重要的一点，风险投资（VC）和成长型企业投资激增。在各种融资形式中，债务融资历史已有数千年，股权融资历史至少也有几百年（早在15世纪便有了股份制公司），但风险投资正式亮相却只有短短数十年。在20世纪60年代早期，风险投资行业管理着几亿美元的资产，几乎全在美国，对早期阶段的公司进行小额投资。此后风投行业的规模不断扩大，地域上也从美国扩展至全球。2010年，投资规模达到约500亿美元，而到2021年投资额已接近6,000亿美元，相当于2010年的12倍。这使得所投公司能够在更长的时间内保持非上市状态。

人口结构的变化和财富收入的日益不平等，让全球私募股权（PE）投资在过去20年间如雨后春笋般涌现。包括全球贸易增长在内的趋势性因素压低通胀和利率，养老金、保险和主权财富基金等大型机构资产管理公司不得不承担更多的风险以获得收益，追求成长的大资金池应运而生，即使风险上

升，也在所不惜。在风投基金中，在其投资项目中一般仅有少数几个项目的投资能够产生丰厚回报：通常是 5% 的投资促成 60% 到 80% 的回报。这类投资本身风险较大，不大可能成为大多数家庭储蓄的主要投资方式；而机构基金和家族办公室这样的大资金池却可以分配一定比例的资产投资于风投/私募策略。

第二，在储蓄供应增加的同时，需求也在不断上升。实现资产增值的途径正发生变化，以往只能通过拥有实物资产实现，现在则可投向软件、品牌和供应链等无形资产，也因此越来越多的投资被用于构建无形资产。早在 15 年前，美国的无形资产投资便有胜过有形资产投资之势。而无形资产投资都是高风险/高回报：成功时几乎能够无限扩展（比如一款软件），并受益于巨大的网络效应（比如社交媒体平台或网约车平台）；一旦失败，便毫无残余价值。银行等传统融资机构不愿意为这种项目提供资金，但其创造的“赢家通吃”的产业结构符合风投/私募基金的预期回报。

第三，新技术公司的规模扩张速度也超过以往，而且这些新公司估值的快速增长不仅仅是源于追逐少数投资项目的资本显著增加。此外，在上市公司中，市值排名前列的公司已从二十年前的能源和金融公司变成科技公司。后者不仅实现了前所未有的盈利能力和市值规模，而且实现速度也快于以往。

在全球范围内，运营成本下降与互联网渗透率持续攀升（甚至渗透到了亚洲庞大的农村地区），正在孕育着新的商业模式，清理产业链中的低效环节。展望未来，一些前景光明的创新，例如储能的快速发展正改变出行方式；人工智能（AI）应用有望显著降低成本，从而让原本昂贵的商品和服务变得大众亲民；以及物联网（IoT）和 5G 等新标准普及推广等等，均有望持续为企业家提供颠覆旧秩序、构建新商机的机会。

由于各种不同的因素推动着风投/私募资金的需求和供给，投资过剩也顺理成章。首先，创新的步伐不太可能保持一致。其次更重要的一点是这一领域的诱人回报吸引了公开市场投资者和对冲基金等一些非传统基金，资金流入的速度也超出了市场消化能力。随着利率上升，以及几大科技股公司的市值出现调整，形势可能会逆转。投资活动或将在未来一两年内放缓。

然而，打通风险资本从富人手中流向新技术和新业态的通道，是未来几十年内全球提高全要素生产率的关键所在，特别是在人口增长放缓的背景下。美国的风险投资行业对于将西海岸打造为创新中心发挥了重要作用；风投行业在亚洲的广泛兴起已催生出许多创造性破坏，未来也将继续促进创新。

此外，这一通道还有其他利好。全球经济体（包括发达国家在内）一直在努力向小企业提供成长资金，特别是由于银行的业务模式不适合小额贷款，小企业的资产又寥寥无几。另外，这些企业可能更适合股权融资，而不是债务融资。深谙高风险投资之道的风投/私募基金，或许更有能力向小企业提供资金。

早年间，流向亚洲市场的风投/私募资金大多是外资；目前，本地资本池亦不断涌现，这不仅仅得益于早期创业者成功后推动设立投资资本，同时政府也认识到这类资本的经济价值，因此监管部门也提供了一定的支持。

## 一、 中国“独角兽”公司：蓄势待发

在过去的数十年，中国经济蓬勃发展、现代化快速推进和消费升级需求持续更迭，让中国以惊人的速度崛起成为全球第二大独角兽公司大本营。回顾 2018 年，当瑞信首次发布中国独角兽公司报告时，中国内地及香港共有 79 家独角兽公司，估值合计为 2,850 亿美元。三年后，中国内地及香港的独角兽公司数量翻了一倍多，到 2021 年达到 165 家，估值合计为 5,660 亿美元。这一叹为观止的增长速度让中国的独角兽公司在塑造、甚至在很多情况下颠覆许多行业和商业运作模式上发挥着越来越大的影响力。这些公司凭借技术创新和掌握数据洞察能力，改变了人们的衣食住行，同时也不断吸引着人才和投资。

### (一) 特征和趋势

CB Insights 的数据显示，在 2021 年全球 805 家独角兽公司中，有 405 家公司来自美国，估值合计 13,480 亿美元。美国独角兽公司的数量和总体估值占到了全球总体独角兽公司的一半。因此，美国依然占据独角兽阵营的主导地位。

中国内地/香港共有 165 家独角兽公司，估值合计 5,660 亿美元，占全球独角兽公司总数的 22%。中国内地/香港仍然是全球第二大独角兽公司大本营。相比 2020 年 8 月初，中国内地/香港的独角兽公司增加了 40 家，分别来自互联网/电商/ O2O (8 家)、人工智能/大数据/机器人/软件 (11 家)、汽车 (4 家)、金融科技 (6 家)、医疗保健 (3 家)、技术硬件 (4 家) 和旧经济领域(4 家)。

中国的独角兽公司主要以商业模式创新驱动而闻名，这些企业的优势在

于能够借助中国庞大而充满生机、但高度分散的消费市场。相比之下，美国的高科技独角兽公司比例较高。不过，2018 年中美贸易关系趋紧后，中国开始实施科技自立自强战略，我们注意到，中国独角兽公司结构发生较大变化，专注于技术创新的独角兽公司比例持续上升。根据 CB Insights 的数据，虽然 2021 年中国互联网公司在独角兽公司中的占比仍然最高，但比例较上年同期下降约 8 个百分点至 45%。去年以来，中国收紧了对互联网/电商/O2O/游戏行业的反不正当竞争和反垄断监管，进而对这些公司的估值构成打压。相比之下，我们发现，硬件/半导体和人工智能/大数据/机器人/软件行业的独角兽公司占比从 22% 进一步升至 25%，这些行业被视为硬科技创新行业，因而更容易赢得风投基金的青睐和政府支持。

## **(二) 资本在孕育独角兽公司方面发挥重要作用**

在中国独角兽公司迅速增长的背后，资本，尤其是风投行业，在构建融资渠道支持早期科技企业成长方面发挥了关键作用。过去 20 年间，风投/私募基金是中国互联网巨头崛起的主要推动力之一，助推它们在 Web 1.0 和移动互联网时代不断扩大业务规模。这些互联网巨头本身就是第一代独角兽公司，后来也为其他初创企业提供融资渠道，链接各行业公司，构筑自身的生态圈。除资金之外，独角兽公司还可以从投资者那里获得品牌价值、商业流量、估值和其他形式的支持，包括指导和社交网络资源等等。

在良性循环中，中国风投产业受益于投资机会和私营企业海外上市热潮，也取得了令人瞩目的增长。从增长速度来看，我们注意到，私募新增募资规模从 2017 年的高峰回落，我们认为这主要是由于资产管理新规的实施。相

比之下，风投新增募资规模一直在稳步上升。

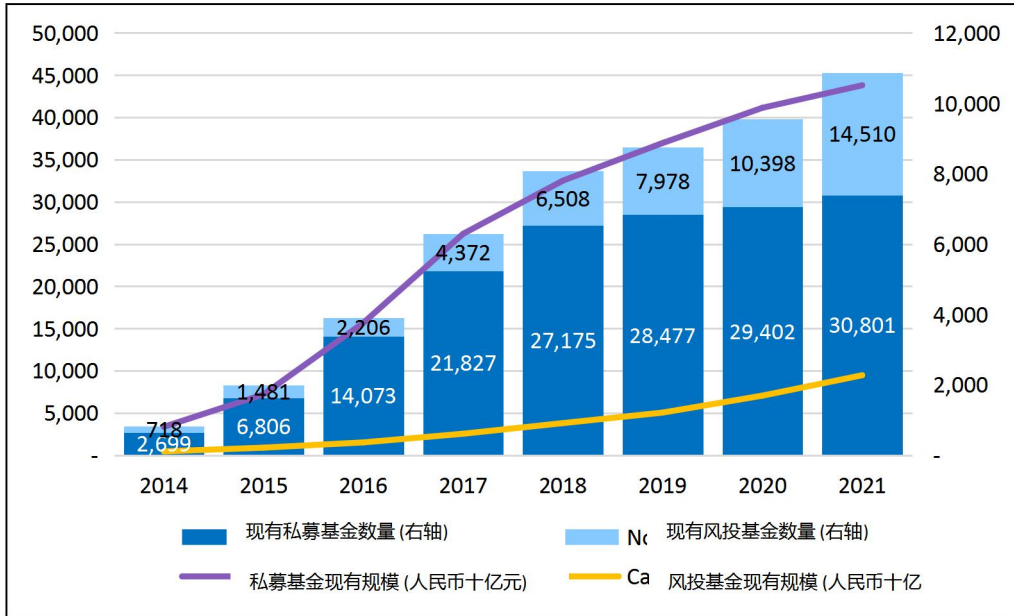


图 1 中国私募/风投市场多年来持续扩大

资料来源：中国证券投资基金业协会

亚洲风投融资活动在 2019 年放缓 (下降 22%) 之后，再次回升。根据普华永道/CB Insights MoneyTree 2020 年第四季度报告，2020 年，亚洲风投融资大幅增长 38%，达到 870 亿美元，增长速度超越北美 (18%)。

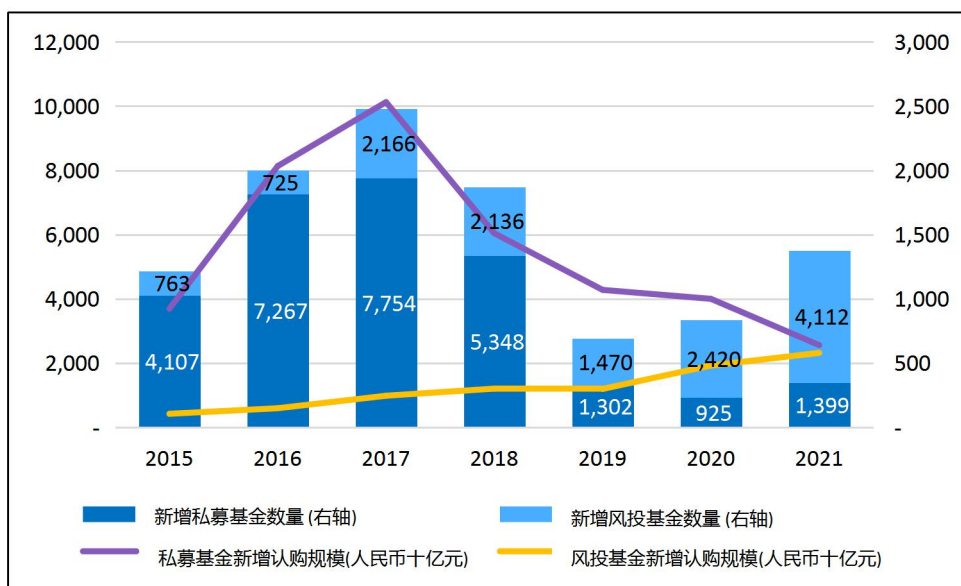


图 2 中国私募/风投市场的增长

资料来源：中国证券投资基金业协会

在中国，近期趋势表明，一级市场的私募/风投活动主要集中在寻求 C 轮或后期非公开融资的独角兽公司。相比之下，寻求 A 轮或 B 轮融资的早期初创企业在吸引投资方面仍面临困难。这表明，金融机构青睐成熟的独角兽公司。同时也说明，只专注于商业模式创新的早期初创企业越来越难以脱颖而出。

### (三) 创新和政府推动技术进步的坚定决心

如前所述，仅依靠以优化用户体验为驱动的商业模式创新，相对而言较难让一家公司出类拔萃并保持领先地位。因此，我们发现，越来越多的独角兽公司会在大数据、人工智能等领域，在业务开发和产品创新方面通过技术创新以在业内脱颖而出。

与此同时，实现科技自立自强的国家战略也在鼓励更多的公司专注于硬

科技和创新。根据 CB Insights 的数据，中国科技领域 (包括人工智能、大数据、机器人、软件、硬件和半导体等行业) 的独角兽公司数量连续多年稳步上升，到 2021 年达到了 42 家，估值合计 960 亿美元。虽然数量和估值仍然落后于美国，但我们看到，科技独角兽公司占中国独角兽公司的比例正在逐渐上升，这一迹象令人鼓舞。我们认为，这得益于地缘政治紧张局势下中国政府仍追求技术进步的强烈愿望。而且，尽管从去年开始中国政府加强了对互联网行业的监管，但政策制定者依然致力于推进技术突破，鼓励进口替代以及走向产业链高端。

中国融入全球经济是中国经济大发展的主要推动力之一，过去 40 年间以出口为导向的增长战略为经济增长提供支撑。在全球金融危机爆发之前，全球贸易扩张一直为这一战略提供利好环境。然而，全球金融危机后，全球贸易占全球 GDP 的比重并没有明显增长。中美关系趋紧进一步挑战全球化现状和中国的出口导向发展模式，而全球范围内兴起的民族主义和保护主义让局势进一步恶化。这些冲突不仅体现在政治领域，还蔓延到了贸易、科技和金融领域。在此背景下，突如其来的新冠疫情让“脱钩”进程进一步加速。

中国的制造业对国外技术和关键元件仍存在依赖。我们对技术独立性的研究表明，中国制造业在很多领域面临着供给中断的风险，因为某些部件/元件严重依赖某一国家/地区。中国工业可能具有传统优势，成熟完善的物流和基础设施可以让生产更加集中。不过，尖端技术或关键零部件的供应若受到限制，会让这些产业受到冲击。鉴于未来地缘政治风险可能加剧，中国可能会寻求自主生产，填补供应链上的空白，并可能会准备后备方案，防患未然。

庞大的国内市场有助于中国培养国内供应商，寻求国产替代和关键技术的自立更生。若能成功，中国便可捍卫其在制造业领域的竞争力。



同时，中国经济增长模式也在从出口导向型转向消费驱动型。净出口对中国经济的贡献比例远低于以往，从 2007 年 8.7% 的峰值降至 2020 年的不到 3%。在新冠疫情期间，全球供应链中断凸显出中国出口的韧性。不过，一旦疫情过后，全球制造业恢复正常，供应链迁移的挑战可能会在中国席卷重来。另外，快速老龄化导致人口结构迎来不利变化，本质上也要求改变廉价劳动力的战略。中国不能再简单比拼规模和成本优势，必须通过提供更高附加值的产品和服务，向全球食物链的顶端迈进。

供应链的稳定安全似乎已成为重中之重。中国在关键技术领域的不利局面在 2018 年便开始暴露，特别是在半导体等严重依赖西方国家的领域。中国已计划调动更多资源，特别是在研发方面，投资于这些薄弱环节，以尽快取得突破。目前，中国已明确了许多亟待发展的领域，例如高端集成电路、航空发动机、关键机器人部件和工业软件等。

我们认为，2019 年底提出“双循环”的高水平发展模式表明，中国未来将在科技自立自强、进口/供应链替代和扩大内需方面加大投入，最终让中国经济不再过度依赖外需和投资，而是转向国内消费驱动，实现更可持续的发展。这一发展理念已被纳入中国“十四五”规划中，半导体和软件正受益于“十四五”规划中的进口替代利好。

我们预计中国将加强财政和金融支持，以实现科技自立自强。包括集成电路、电子元件、工业软件、生物技术和主要设备等可能会成为重点发展行业。这意味着这些领域的初创企业将迎来更大的发展契机。

中国对基础研究的投入也在不断增加。中国计划加强对基础研究的支持和激励。2019 年，基础研究仅占总体研发支出的 5.8%，远远低于美国、以色列、韩国和日本等发达国家通常 15-25% 的水平。2020 年，中国基础研究

占总体研发支出的比例增加了 20 个基点，达到 6%。我们预计在“十四五”期间 (2021 年至 2025 年)，基础研究支出占总体研发支出的比例将升至 15-20%。

#### **(四) 助力独角兽公司成长的资本市场发展路径**

##### **1. 监管从严，赴美上市受阻**

过去 20 年，中国互联网和传媒公司通过可变利益实体 (VIE) 结构赴美上市，以获得更广泛的投资者群体、更好的流动性和更高的估值。同样，外国投资者也通过投资中国上市公司发行的美国存托凭证 (ADR) 享受到中国科技、传媒和电信行业的高增长红利。过去几年，美国市场的强劲势头吸引许多中国公司在海外上市。2021 年前七个月，共有 38 家中国公司赴美上市。

不过，在监管趋严的背景下，赴美上市的前景变得黯淡，促使独角兽公司考虑在临近本土的市场上市。在中美关系趋紧的背景下，我们看到国内外的监管都在收紧。一方面，2020 年底在美国正式签署生效的《外国公司问责法案》规定，在美国证券交易所公开上市的外国公司，连续三年拒绝美国上市公司会计监管委员会 (PCAOB) 对其审计核查的，将会被退市。另一方面，2021 年 6 月底中国监管机构宣布将加强对中国公司海外市场上市的监管力度。中国互联网领域监管机构—国家互联网信息办公室 (“网信办”) 实行新规，要求掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须在上市前接受网络安全审查。自那之后，中国公司赴美上市按下暂停键，据报道有几家中国公司已撤销了美国上市计划。监管政策趋严令独角兽公司赴美上市受阻，可能会促使其考虑将中国香港或大陆 A 股市场作为上市地。

审计要求带来的不确定性和潜在强制退市风险削弱了美国市场中概股的

人气。去年年底，中国证监会起草了海外上市新规，但是市场情绪仍显悲观，并预计短期内中美两国监管机构都不会做出妥协。我们认为，中国公司恢复赴美上市或将大大提升市场人气，并成为中概股估值重估的驱动力。

事实上，根据近期报道，至少有六家中国公司申请在美上市，然而，这些公司的 IPO 规模似乎不足以影响市场。我们认为，鉴于健康的海外中概股市场将是中国资本市场顺利发展的重要一环，需要更大规模恢复海外上市或者更大体量的上市项目来显著提振市场人气和外国投资者的信心。

## 2. 北交所和中国“小巨人”

2021 年 9 月，中国国家主席习近平宣布了设立北京证券交易所（“北交所”）的计划，从而更好地服务于被称为“小巨人”的高增长创新型中小型企业。这些企业是中国中小企业中的专精特新代表，从事制造业，专注于利基市场，拥有尖端技术。

新设立的北交所取代了全国中小企业股份转让系统（“新三板”），为“小巨人”企业提供直接融资渠道。

中国政府培养这些“小巨人”企业，使拥有专业技术优势的创新型中小企业百花齐放，从而提升制造实力。工业和信息化部副部长徐晓兰近期表示，中国的产业链经受住了疫情的冲击，很大程度上也归因于中国中小企业在产业布局上之深、之广。中国力争到 2025 年培育 1 万家“专精特新”小巨人企业。

万得数据显示，在中国所有 4,922 家“小巨人”企业中，有 294 家公司在 A 股市场上市（42%在创业板，30%在主板和科创板）。首批在北交所上市的 81 家公司中，有 16 家是“小巨人”企业，占北交所总市值的 15%。政府将改善面向这些公司的上市服务，为其提供有利的融资政策。

## **(五) 中国大科技领域的重要趋势 — 互联网和科技**

### **1. 互联网**

截至 2021 年 6 月，随着中国网民总数突破 10 亿，中国的数字经济迈向了历史性转折点。中国整体互联网用户群体在 2010 年-2021 年期间保持了 7.5% 的复合年增长率，同期移动互联网用户的增长更快，复合年增长率达到 11.5%。2020 年，由于新冠疫情加快数字应用推广，渗透率进一步提升。庞大的互联网用户群体为下一阶段的经济的发展奠定了坚实基础。尽管未来用户增长速度可能放缓，但我们仍认为以下关键驱动力将进一步加快经济数字化的进程。

这些动力包括：（1）数字基础设施建设：5G 网络建设在全国范围内加速推进，目前已覆盖中国所有主要城市，实现 3.65 亿用户联网。（2）强化三、四线城市渗透，扩大用户年龄段：由于大多数电商平台都在三、四线寻求用户增量，物流和数字服务设施在农村地区得到了极大改善，截至 2021 年 6 月，农村地区的互联网渗透率提升至 59%。此外，互联网用户的年龄段进一步扩大(老年人和年轻人)正在推动互联网医疗、动漫游戏、电竞等新兴领域的崛起。随着互联网用户平均渗透率达到 70% 以上，用户参与度和使用时间方面的竞争，将推动内容电商、本地服务和视频流服务的增长。（3）契合中国可持续发展计划的硬科技和可再生技术公司日益受到市场青睐。

### **2. 科技**

人工智能 (AI) 在中国的国家发展蓝图中发挥着举足轻重的作用。中国力争到 2030 年成为全球智能制造产业的领导者，人工智能关乎大局。中国致力于通过“三步走”战略方针，在人工智能领域树立领导地位：第一步：到 2020

年人工智能总体技术和应用与世界先进水平同步。第二步：到 2025 年人工智能基础理论实现重大突破，为实现计划的最后一步铺平道路。第三步，到 2030 年，中国将发展成为人工智能领域的世界领导者。中国力争实现到 2025 年中国人工智能核心产业规模超过 4,000 亿元，带动相关产业规模超过 5 万亿元。到 2030 年，人工智能核心产业规模超过 1 万亿元，带动相关产业规模超过 10 万亿元。我们认为，支撑中国实现到 2030 年成为人工智能领导者的三大支柱包括：(1) 每年总投资额多达 26 亿美元的庞大风险投资池；(2) 多达 7.3 亿的全球最大的智能手机用户群体；(3) 强大的国内和海归人才库。

人工智能有四个主要发展领域：(1) 机器学习：让机器能够从数据中“学习”，特别是依托神经网络和结构；机器学习在人工智能的主要应用领域得到了广泛使用，在语音和图像识别领域尤其突出。(2) 计算硬件和云平台：三类主流人工智能芯片的强大运算能力，即图形处理器 (GPU)、专用集成电路 (ASIC) 和现场可编程门阵列 (FPGA)，以及云资源，有助于更快完成算法迭代和测试。基础设施即服务 (IaaS)、平台即服务 (PaaS) 和软件即服务 (SaaS) 让不同行业自行定制人工智能解决方案。(3) 数据的可获取性：国际数据公司预测，世界数据总和将从 2018 年的 33 泽字节增长到 2025 年的 175 泽字节，复合年增长率为 61%，从而让人工智能算法能够学习并提高性能。(4) 物联网：可以在不同场景下进行数据收集并实现人工智能应用，促进智能决策并提供更准确的预测。

我们已经看到，人工智能在医疗保健、无人驾驶汽车、计算机芯片、金融、人脸识别、零售、机器人等多个场景得到了应用。人工智能的广泛应用可以令不同行业通过不同形式的人工智能方案得以提升，尤其是感知智能和认知智能。感知智能技术目前已经取得了重大进步，并孵化出了一些代表性

产品，例如利用语音识别技术的智能音箱，以及能够从图像和视频中识别和匹配人脸的智能相机/服务器。目前，认知智能仍然是一大挑战性领域。

人工智能价值链分为三个主要层次：基础层、机器学习引擎和技术层。基础层提供基础设施，例如服务器、芯片组、传感器、数据资源和云计算资源等等。机器学习引擎提供深度学习过程的平台，让计算机从数据中学习。技术层包括算法服务商、产品和解决方案提供商等等。我们预计，人工智能生态系统中不同应用领域的一些共同参与者会有效发挥其技术能力。

**人工智能芯片：**人工智能是一个具备自主思考能力的系统，可以接受不同类型的机器学习，从数据中学习做出精准预测所需的人为干预极少。深度学习是一种机器学习类型，可以使机器本身适应新数据，训练系统自主学习和识别模式。人工智能芯片旨在更加有效地完成特定人工智能任务，在深度学习过程中进行训练和推理。不同于逻辑门，人工智能芯片还以“神经元”作为基本运算单元。神经网络中的“神经元”是简单的计算机处理过程。换言之，人工智能芯片实际上是一种以低功率有效执行任务的加速器。

**人工智能算法：**视觉信息占人类每日处理信息量的 70%。视觉智能需要分析的信息维度更多，需要更复杂的分析和计算能力来识别对象，对图像和视频进行“理解”。视觉智能包括视觉感知、视觉认知以及图像和视频理解。视觉智能是人工智能的一个有效应用场景。

虽然人脸识别只是视觉智能的一部分，但却是最大的一部分，由于其成熟度最高，可以快速应用于各个行业，满足公共监控等刚性需求。根据艾瑞分析，中国的政府端 (ToG) 和企业端 (ToB) 市场的人工智能监控市场规模 (不含存储、交换机、网络和实施/维护等) 有望从 2017 年的 40 亿元人民币增长到 2022 年的 710 亿元人民币，期间复合年增长率超过 78%。视觉智能，

特别是人脸识别，被广泛应用于各个行业，包括视频监控分析、广告、智能手机和移动互联网、金融服务和其他新领域。视频监控所占市场份额最大，达到 68%。由于行业准入的技术门槛和所需研发投入规模均较高，这个市场被少数互联网巨头、主要人工智能公司和具备人工智能开发能力的公司所主导。

支持人工智能的视频监控方案由前端和后端产品组成。前端智能摄像机和后端智能服务器/存储器可以独立使用。智能摄像机是一种添加芯片组并加载人工智能解决方案的网络摄像机。智能服务器由服务器和存储设备组成，与人工智能解决方案匹配使用，提取面部特征，识别和匹配数据库中的人脸，并进行多渠道图像搜索服务。单一服务器解决方案和平台或超级计算中心之间的差异主要体现在：(1) 图像/视频处理速度；(2) 所识别的人脸特征数量；(3) 可同时处理的视频通道数量；(4) 实时视频流的目标追踪能力；以及(5) 可同时关注的目标数量。

**人工智能硬件设备：**人工智能正在从云/服务器端转向边缘设备端。我们看到，运算能力和传感器数据增加，以及人工智能算法改进，正在将机器学习逐渐推向智能手机和汽车等终端设备而非云端上运行。

**人工智能机器人：**人工智能或许是机器人技术中最引人瞩目的领域。我们看到，机器人和人工智能之间的融合与联系越来越多。机器人是一种能够自动或半自动执行一系列任务的可编程机器。凭借嵌入式机器学习能力，机器人可以执行复杂的任务，并与人类互动。

我们认为，下一代机器人可能会利用人工智能来发展独立性，并在没有人类监督的情况下执行各种任务。目前市场仍处于早期阶段，我们认为当今的人工智能机器人还不够“真实”。虽然人工智能机器人的发展是由美国和日本

本的制造商主导，但中国力争要迎头赶上。

**人工智能物联网(AIoT)：**人工智能正在从云/服务器端转向边缘设备端。当智能设备、家电、传感器和其他设备等被接入互联网时，物联网应运而生。人工智能被添加到物联网中意味着，这些设备可以分析数据，并在没有人类参与的情况下做出决策并行动。

在中国，5G网络的发展，以及大数据和智慧城市解决方案的采用，推动了物联网的广泛应用。IDC估计，2019年底亚洲(不含日本)有45亿台物联网设备，预计2019年-2025年期间的复合年增长率将达到18%，到2025年的物联网设备数量将达到123亿台。中国将继续占据领导地位，占亚洲(不含日本)物联网设备总数的84%。中国4G LTE网络持续扩容以及5G新无线电的引入有力促进了物联网设备的快速普及。5G超低延迟和增强型移动宽带将成为企业/工业和公共部门应用的关键推动因素，IDC预计，2018年-2023年期间这些应用的复合年增长率最高可达到25%。我们看到了人工智能物联网的巨大潜力——首先将物联网连在一起，利用数据创造商业机会，然后提供更智能的解决方案。

## 二、 他国之鉴

### (一) 东盟独角兽公司 - 勇攀新高

#### 1. 腾飞在即

东盟数字经济加速增长——东盟股指的成分股开始转向新经济，相关变化已在印尼和新加坡市场显现。同时，私募资金也在填补公开市场留下的空白，公募市场已经开始体现出私募股权投资给东盟初创领域带来的变化。这些因素让电商等关键业务发展壮大，腾飞在即。



过去两三年内，东盟独角兽公司数量持续增加，截至 2021 年 9 月有 35 家。虽然东盟独角兽公司的行业分布更加多元化，但地区分布上新加坡和印尼居前，二者约占东盟独角兽公司总数的 74%。从行业来看，金融科技公司最多，占到 26%，其次是电商(20%)、物流(11%)和综合互联网(8%)。东盟大多数独角兽公司都是以消费者为主导的商业模式(B2C)，面向企业(B2B)的公司很少。

过去十年内诞生了许多独角兽公司。77%的独角兽公司是在 2010 年之后创立的，其中大约 60%的公司成立于 2011-15 年期间，这表明独角兽公司创立步伐在加快。

## **2. 关键支持因素：私募/风投融资、人口结构优势和支持性政策**

多个因素为东盟地区高估值创业公司的健康发展提供了结构性支持。人口年轻化，有五分之一的人口将在未来 25 年内进入劳动力市场，智能手机普及率高，中产阶级崛起，私募和风投活跃，都在为东盟初创企业生态系统的发展提供有力催化。

虽然东盟公开市场并没有像其他地区那样为初创企业提供大量的支持，但几年来，私募资金已发现了东盟巨大且渗透率还不高的潜在市场中所蕴含的商机。我们认为，公开市场将很快跟随私募市场的投资步伐，技术+初创企业可实现一体化东盟市场的潜能，这在其他行业还无法实现。

## **3. 催生企业家精神和助力成功创业的良性循环**

从历史上看，由于东盟六国人口众多且种族多样化，一体化进程一直颇有挑战，因此很难孕育出区域性的竞争者。。不过，目前东盟公司正通过把握这些差异化机会，通过“超本地化”策略取得成功。

东盟地区许多初创企业的创始人/联合创始人均来自其他成功的初创企业/科技公司。随着越来越多的第二代创业者自主创业，生态系统将不断扩充壮大，进而吸引更多受到前者成功启发的第一代创业者。此外，东南亚仍有大量坐等投资机会的资金，先前投资变现也大有加速之势。

## **(二) 印度独角兽公司：改变企业格局**

过去 20 年间，印度的资金、监管和商业环境发生了显著变化，印度的公司格局正经历彻底变革。新公司的成立和各行各业的创新速度都是前所未有，进而涌现了大量高估值但未上市的公司。

### **1. 企业格局转变**

虽然印度独角兽公司数量仅次于美国和中国，位列第三，但印度 100 多家独角兽公司的估值总和却不成比例地高于上市公司市值。此外，这些独角兽公司中有四分之三是在 2005 年之后创立的，而印度的 500 强上市公司中只有 60 家诞生于本世纪。印度的独角兽公司分布在各行各业，除了众所周知的电商、金融科技、教育科技、外卖和出行公司外，SaaS、游戏、新一代配送和物流、现代贸易、生物技术、制药和高增长消费品牌公司的数量也迅速增多，这些公司受益于渗透率的加速提升，规范化，以及最重要的一点能够获得成长资本。

### **2. 支持因素：融资、基础设施、政策规定**

多个因素推动着印度高估值公司的增长。在一个人均财富较低的经济体中，(以外资为主的)私募基金的涌入解决了风险资本短缺问题：在过去十年中，这些资金的流量每年都超越公开市场交易量。电话普及率和互联网渗透率都在加速上升——截至 2005 年，拥有电话的印度人不到 15%，目前这一比

例上升到了 85%；由于流量收费低廉以及智能手机价格下降，目前大约有 7 亿人能够上网，互联网渗透率达到了 45%。物质基础设施也发生了根本性变化——现在几乎所有的居住地区都有全天候道路畅通保障，在 2000 年只有 50%；家庭实现电气化比率现已达到 100%，在 2001 年只有 54%。世界领先的“印度栈堆”<sup>1</sup>正在不断推进金融创新。

### 3. 独角兽公司的孕育方兴未艾

除了共性因素外，某些行业的生态系统发展也为印度提供了相对于全球其他国家的竞争优势，例如在技术领域，印度有 500 万专业 IT 人士，制药/生物技术领域也是如此。此外，某些行业也有许多特殊催化因素，比如软件和软件开发的本质性变化，促进了 SaaS 独角兽公司数量的惊人增长。同样，电商、现代贸易和政府监管从严正在推动珠宝等成熟但极其分散的业务趋于规范化，并依托新广告渠道和经销商整合的支持，在高速增长的新品类中塑造新的消费品牌。

### 4. 良性循环？

在一个并不以创业精神著称的国家，即使在 20 世纪 80 年代，尽管缺乏募资渠道让创业颇具挑战，但新公司成立依然强劲。随着经济改革打通融资渠道，这种局面才得以改变，但大规模投资仍然仅限于少数家族式企业。独角兽公司的激增诞生出许多大型风险资金池：即使最后只持有这些独角兽公司平均 15-20% 的股权，也象征着大约 500 亿美元的财富。这让印度百万富豪数量增长，掀起了类似 20 世纪 90 年代后出现在美国的天使投资浪潮。与家族接班企业不同，创业者在变现后可能会将资本投向新的企业。私募投资

---

<sup>1</sup> “印度栈堆”意指通过 Jan Dhan 账户、基于 Aadhaar 的独特识别和认证和提高(移动)互联网的渗透率，来提高银行服务的市场渗透率。三者共同创造了公共基础设施，实现了无纸化、即时和低成本高效益的客户认证和引导。

者的成功变现创出新高也会引发投资界对印度公司的更多关注。

历经 18 个月内新成立独角兽公司数量创新高后，在美国利率不断攀升、全球上市科技股遭遇市场调整的大环境下，独角兽公司的增长步伐可能会开始放缓。不过，中期来看独角兽公司的发展势头不减，这也会为经济增长注入动力。

### **(三) 韩国独角兽公司：韩国经验**

在亚洲韩国是仅次于中国和印度的第三大独角兽公司大本营。2020 年风投资本在韩国的投资遭遇停滞，2021 年的投资势头则很强，强劲的本地投资意愿应会继续支持韩国初创企业的发展。

2020 年，对初创企业新投资额达到 4.3 万亿韩元，2021 年上升到 7.7 万亿韩元。根据 KVCA 的数据，过去十年间，对初创企业的投资一直在稳步增长，2018 年创下了高达 44% 年同比增幅；2021 年又更进一步，投资年同比增长高达 78%，并保持了连续八年增长记录。过去四年中，年度新投资额也翻了一倍多。高增长的原因可能是手机的普及使用，推动创新型初创企业大幅增加。

监管支持和税收减免也在推动独角兽公司的快速增长中发挥了重要作用。2017 年，建立风投公司的最低股本要求从 50 亿韩元降至 20 亿韩元。此外，投资风投基金的机构享有 5% 的企业所得税折扣，个人享有 10% 的所得税减免。天使投资者可享有最高 100% 的所得税减免，从而激励其进行投资；同时，政府还成立了一项 8,000 亿韩元创业基金，直接助力行业发展。

在投资增长强劲的行业中，生物技术/医疗行业的初创公司一直是韩国风投公司的投资热点，我们认为，这是因为生物技术/医疗公司的成功率较高，这类初创公司立足于已经完成并得到认可的研究成果，这使得投资者有

更高的机率在退出时实现获利。

IT 和零售服务初创企业是另外两个吸引大量风投的行业。虽有失败风险，但新移动 IT 和零售服务目前最吸引投资者。2015 年，IT 和零售服务初创企业获得得新投资额分别为 4,020 亿韩元和 3,040 亿韩元，2021 年则达到 24,280 亿韩元和 14,550 亿韩元，短短六年增长了五倍多。

### 三、 结束语

虽然美国仍然占到全球独角兽公司的半数以上，但在过去十年中，其他地区也在迎头赶上。早期的领先优势，及能够获取政府资助的基础研究成果，帮助美国公司开拓技术创新的前沿领域，而在亚洲市场受益于行业规范化和整合，商业模式创新公司构成独角兽公司的主体，亚洲独角兽公司在数量和规模上均取得了飞跃。中国已成为并稳居全球第二大独角兽公司的大本营；东盟的数字经济处于领先地位，引领独角兽公司加速发展；印度转变中的公司格局为高估值非上市公司提供支持；韩国强劲的本地投资意愿应会继续支持本国初创企业的发展。就独角兽公司的业务性质而言，我们发现近年来出现了一些边际变化，中国人工智能和机器人公司以及印度 SaaS 公司开始致力于为全球市场开发解决方案。

独角兽公司和风投/私募的整体增长也给监管机构带来了新的挑战。首先，上市公司的披露规范更加严格，这是为了保护少数股东权益。然而，随着私营企业迅速成为经济体的重要组成部分，若它们失败或失误，也可能造成显著的经济风险。其次，某些领域容易出现“赢家通吃”的行业结构，由此构成新的监管挑战。引导投资流向对国家具有战略意义的领域，哪怕是“一拥而入”，这也可能需要监管部门的干预，这是因为资本市场容易产生“羊群

效应”，进而导致不同行业的投资旱涝不均。