

私募股权投资和尽职调查手册

(作者 丁敏 v2018.01.15)

手册起源

作为半路出道的投资人，开始比较困惑，问过多位朋友，如何做投资，有没有什么系统的方法论可以学习。得到的答案是没有，需要去悟，在实践中练。

这话没错，但我觉得姿势不对，凡事套路还是可以总结的。很幸运，在安永会计师事务所多年的工作经验，让我善于总结和归纳工作之方法论，尝试拆解投资工作的各环节，部分实现半流水线式的项目投资判断和尽职调查。

该手册的第一用户是我自己，不是别人。但我的问题具有共通性，相信对新入行朋友会有帮助。

该手册完全是动态的，平时的思考都会更新进去，可视为我记忆的延伸。从 2016 年底开始编写，像程序补丁一样，历经了上百个版本。

为什么要写出来？因为分享 = 力量。通过这篇手册，聚集志同道合的朋友，得到优质的反馈，一起把事业做好。大家好才是真的好。

PE/VC 投资或合作或咨询，微信 [dingmin19851002](https://www.dingmin1985.com)



知乎

笔记知乎专栏 <https://zhuanlan.zhihu.com/dingmin>

本档及附件 <http://dingmin1985.com/pebook/pebook.rar>

该手册的主要目的，是为了建立一套规范、严谨、高效的私募股权投资和尽职调查体系，为投资打好基础。采用该体系的好处包括：

- 科学、严谨，至上而下的对标的进行判断，提高成功率，并降低风险；
- 提高工作效率，减少资源的损耗；
- 加快人才培养的速度和经验的积累；
- 养成好的工作习惯，全面对标一流专业投资机构；

该手册分 18 大章节，3 个阶段来回答如上问题。

阶段	相关章节
准备阶段	解释投资最朴素，那些不以时间和时空的变化而变化的基本原则。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 第一章 投资的方法论 ■ 第二章 投资的思考框架 ■ 第三章 私募股权的投资策略和借鉴 ■ 第四章 失败项目的原因 ■ 第五章 私募股权投资（PE/VC）是否很赚钱 ■ 第六章 投资中的概率学 ■ 第七章 投资中的心理学
实施阶段	解释尽职调查的目的、工作开展的方式、写作的内容、及细节的要求。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 第八章 投资的决策机制 ■ 第九章 尽职调查的目的、关注领域、调查方式 ■ 第十章 尽职调查报告的核心写作要素 ■ 第十一章 标的案例解析 ■ 第十二章 尽职调查的工作安排 ■ 第十三章 写作规范和细节要求
落实阶段	介绍了股权并购的估值方式、谈判、和协议条款等。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 第十四章 估值方法 ■ 第十五章 核心条件谈判 ■ 第十六章 股权投资协议 ■ 第十七章 投后管理 ■ 第十八章 退出方式

该手册不针对具体项目，也不代表我公司，仅代表我个人观点。

该手册没有最终版，而是随项目经验的积累而持续改进和优化。通过这套规则去做项目，通过项目去优化规则，两者互相促进。

最后，欢迎转发给需要的学弟学妹，帮助他们共同成长。

阅读说明

- 该手册最大亮点，是能解答新入行朋友最初的困惑和迷茫，极大的节约了时间。
- 该手册所述内容，更适合 PE 类型的传统行业项目。但逐渐往 VC 靠拢。
- 该手册目标读者，更适合准备或新入行的朋友。
- 该手册写作风格，以通俗口语化为主，确保容易理解。
- 该手册内容来源，多源于互联网公开文献和个人经验总结，及若干项目的考验，非常具备实操价值。
- 该手册更新速度，每周更新，持续优化；任何我想到、听到、看到的只言片语，都会更新其中。
- 该手册内容深度，不单回答 Why 和 What, 随着版本更新，更强调 How。
- 该手册内容局限，不涉及基金管理，例如基金募资、基金构架，日常管理等。

- 第一章 股权投资的方法论
- 第二章 投资的思考框架
- 第三章 私募股权的投资策略和借鉴
- 第四章 失败项目的原因
- 第五章 私募股权投资（PE/VC）是否很赚钱
- 第六章 投资中的概率学
- 第七章 投资中的心理学
- 第八章 投资的决策机制
- 第九章 尽职调查的目的、关注领域、调查方式
- 第十章 尽职调查报告的核心写作要素
- 第十一章 标的案例解析
- 第十二章 尽职调查的工作安排
- 第十三章 写作规范和细节要求
- 第十四章 估值和风险
- 第十五章 核心条件谈判
- 第十六章 股权投资协议
- 第十七章 投后管理
- 第十八章 退出方式
- 第十九章 番外篇-网友的常规问题

第一章 投资的方法论

一、明确投资的大逻辑，大方向。

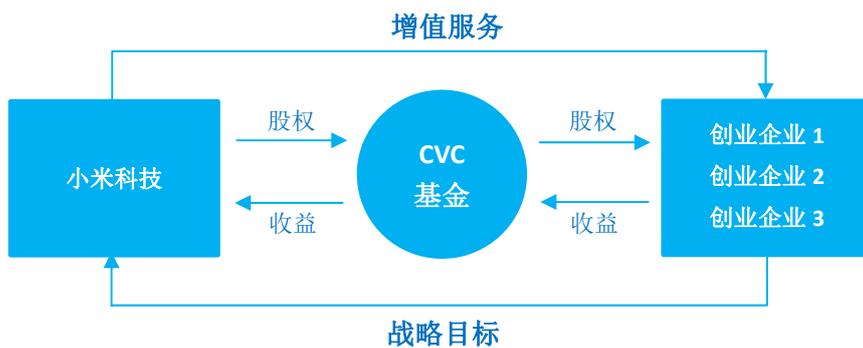
简单说，根据自身平台的优劣势和能力圈，确定投资的主题、行业及细分，和打法。要争取做到连小白都能听懂，会相信的程度。

管理层需明确公司未来 5-10 年想要什么，决定了投资的目的和方向。这对具体投资工作的开展，非常重要或决定成败的基本面。看不明白未来 5-10 年，会很危险。

这其实是投资开始时很难的工作，我举几个典型案例，大家感悟下。

(一) 小米科技

小米科技作为产业资本，为打造产业生态闭环，寻找未来业务增长点，采用 CVC 模式(Corporate Venture Capital)。CVC 指投资于外部创业企业的企业基金。CVC 设立的战略目标更多的是配合母公司的长期战略，以投资方式驱动创新与模式扩张，并依托母公司的业务优势为被投创新企业提供独特的增值服务。典型 CVC 组织结构如下图所示。



选择 CVC 模式的四个驱动因素。

		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 寻找潜在的商业模式
	Loose	Enabling 当前公司战略的补充	Passive 只是提供财务回报

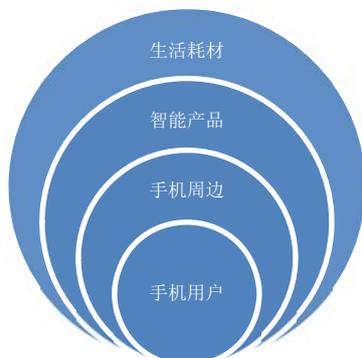
小米的投资主题：

小米认为做任何事前，要找到这个时代最大的逻辑，能成全你的逻辑。因此，确定三个投资主题：消费升级、

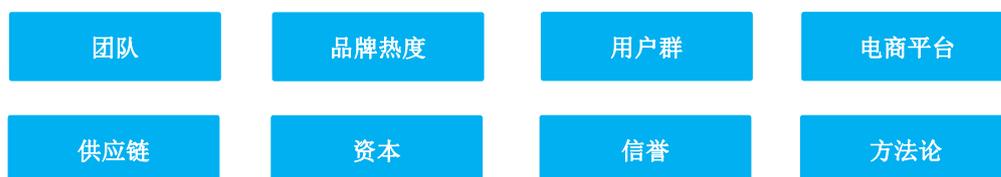
新零售、和物联网。

小米的资源和能力圈：

1) 小米以手机产品起家，并逐渐延伸至手机周边，智能产品、生活耗材。其中，生活耗材是指毛巾、牙刷、口罩等标准品。部分产品是低频次的，但组合在一起卖，给用户高频次的体验。用一个东西吸引用户，然后用户会慢慢爱上小米的产品，去买其它产品。



2) 创业七年沉淀如下



完成商业闭环，拥有自己的渠道，卖自己的产品。拥有产品的定义权和定价权。最终，效率就很高，做到高性价比。公司才能作为平台，来投资孵化其他初创公司。

小米的投资原则：

1) 市场足够大；2) 现有的产品有痛点或不足；3) 产品容易被粉；4) 符合小米用户群，能享受小米的流量红利)；5) 团队足够强，能降维攻击对手；6) 团队和小米有共同价值观，如追求高性价比。

最后，小米承认没有哪家公司，对未来的想象是正确的。因为，小米投资布局 200 家，假设其中 50 家成功，这 50 家就成为小米未来的新版图，是随机的。未来是怎样的，这个版图就会生长成怎么样。其中，会有一两家公司可能超越小米。

Tips:1) 定义工作本身，可以简单或很难。投资团队和公司能坦诚沟通，就较为简单。如沟通是单向的，公司对团队提要求；而团队不能对公司提要求+商量，就很难。2) 定义工作应追溯公司的历史，发现自身的强项和短板，所谓“connecting dots”，要诚实+客观。

（二）腾讯控股

腾讯作为产业资本，通过投资打造庞大的生态圈，志在竞争对手前发现新的赢利点。近 7 年投资超 200 家企业，总投资约 500 亿元。



与腾讯核心主业完全契合的公司

- 与腾讯核心竞争力，如游戏、社交、移动 APP 等完全重合的公司
- 控股并购为主

围绕腾讯核心主营业务向价值链上下游延伸的公司

- 沿产业链布局，投资成熟的垂直行业领导者
- 少数股权投资，利用流量优势确立一定话语权
- 参股方式，平均占有 20% 股权

腾讯可以挖掘未来增长点，构建未来生态圈

- 围绕互联网相关领域，在医疗、汽车等垂直电商，O2O 电商领域展开早期投资；
- 泛互联网行业投资，成为腾讯生态布局的一部分
- 参股方式，平均 10%

腾讯通过三个层次的投资并购，与其他产品结合，增强自身作为社交的基础设施功能。腾讯既能给予被投资公司流量，被投资公司通过新业务发展，也能反补腾讯流量。最终，用户到哪儿都绕不开腾讯的产品。

（三）其他财务投资机构

这种财务机构很多，比如九鼎、盈科。主要还是投资看得懂，存在增长空间，未来能符合上市公司条件的企业。

总结，所谓水大鱼大。要选择一个足够大的池塘，里面的鱼才有可能多，才可能长大。同样，选择的行业要足够朝阳，可以开垦足够长的时间，才能投出好项目。

二、投资的逻辑

投资的逻辑很多。最本质是发现“好行业+好公司+好价格”或“好产品+好市场+好团队+好时机”，其他N多版本的投资逻辑，实质都差不多。如展开表述，可分为七个要点。关于思考框架，参考第二章。

（一）先看是不是刚需

（二）市场容量是否足够大，最好有百亿元以上（大小+增长率）

一个企业能够发展的好坏与否以及能够长期持续稳定的发展，与这个企业所处的行业环境有着极大的关系。如果这个行业是个朝阳行业有着明确且美好的发展预期，那所处这个行业的企业也就有更大的可能，分享行业发展的成果。

如果这个行业已经属于夕阳行业，尽管我们不能排除坏的行业里也会有好企业，但是普遍情况下企业的发展前景会打一个大的折扣。我们在判断一个企业的投资价格或者是否符合上市条件的时候，更多的就是对企业所处行业的一种判断。

（三）促进该行业发展的因素是否还存在

以环保行业为例，是典型的政策驱动型行业。污染物排放标准，政府环保考核指标的升级都是驱动因素。

（四）行业是否有足够的壁垒和门槛，不是谁想做就做

是否需要足够高的资本、技术、品牌和业绩等壁垒和门槛。

例如，滴滴的资本壁垒；百度的技术门槛、阿里的规模和体系化建设门槛。环保企业最为综合，行业龙头普遍同时具备资金、技术、强大股东背景、资质和业绩的门槛。

（五）创始团队

至少必须是一个值得信赖的企业家。从年龄结构看，30-48岁是创业的黄金年龄。

（六）找到企业过去成功的因素。分析在未来新技术/竞争者/消费方式出现后，能否依然保持竞争优势，不受影响。

（七）好价格，不能太贵

要点总结：

- 所以，好的项目少，是合情合理的。
- 做尽职调查可以且必须全面细致；但项目的整体判断，又要有首席投资官的高度，要少而精。

Tips:

一些最有用的商业思考方式，把一个看似复杂的问题拆解成各个细小的组成部分，并最终合成为一个公式。

例如：

- 1) 产品价值 = (新体验 - 旧体验) - 换用成本
- 2) $(Price \times Convenience)^{Brand}$ ，便宜的价格乘以便利性，再在品牌的作用下，获得指数级的加成。
- 3) 用户追求“多快好省”。企业成长看“广深高速”。四项不可能同时满足，根据不同行业和客户特点进行取舍。

虽然投资逻辑，行业研究的方法论很多，如果硬去套，很多行业是很烂的。例如，开一家证件照相馆，第一感觉就很烂的行业和生意，肯定不会联想到什么好事，而且往往和复印店混搭开。关键词：**20 块一张 + 立等立取 + 丑 + 凑活**

然而，非常有意思的案例 - “天真蓝”，素有最美证件照相馆美誉。建议大家可以去实体店看看，生意火爆，必须提前预约，而且前 15 天往往定满的。

如果根据行业分析，真是差极了。市场需求很大，但极度分散，消费频率很低，行业壁垒为零，谁都能做。但实际上，天真蓝对商业模式进行了重新组合，关键词：**预约 + 标准化 + 客单价 200-300/张 + 美 + 满意**。我作为顾客，拍了两张将近 400 元，比普通证件照贵了 10 倍，但觉得效果很赞，这种服务很有价值。

所以，抛开高大上的投资方法论和行业研究，关键还是要**能把事做好，能提供价值，让客户觉得很赞**，下次还会再来，有美誉度。Apple 首席设计师 Jony Ive 说过：“好的产品是，本来就应该这样”。

表面看“天真蓝”的生意门槛为零。实际上，把拍证件照做到高度标准化+质量保证+口碑人气的积累+规模，本身就是一种壁垒，而且越来越高，良性循环+马太效应。这门生意的实质，是在抢原有存量劣质证件照的市场。

更深入分析，天真蓝同时做对两件事，包括**用户价值与体验 + 企业效率的提升**。对用户价值的“多快好省”做了取舍，追求“好”+“多”。对企业成长的“广深高速”，追求“深”。

传统照相馆 -> 天真蓝	
用户价值与体验	<p>正面价值突出</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 相片凑活 -> 令人满意的证件照质量 ■ 一般就选单张 -> 很多张选择（因为拍的漂亮，所以才会选多张） ■ 场面凌乱，档次低端 -> 专业而舒适的拍摄体验 <p>当然，也存在负面价值, 但影响不大</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 路边店很多 -> 门店少，上海仅两个，交通成本提高 ■ 立等立取 -> 修图 5 个工作日 ■ 价格低廉，仅 20 元 -> 较贵，单张 200 元起
企业效率提升	<ul style="list-style-type: none"> ■ 营业员自己做全套 -> 许多客服、化妆师、摄影师、修图师进行分工，极大提高人效 ■ 店面小，坪效低 -> 店面大，非核心地段，坪效高，租金低 ■ 获客靠地段，自然流量 -> 获客靠口碑，成本低廉，品牌和口碑有沉淀
总结	<p>用户价值与体验非常突出，专注“好”（最美证件照）。企业效率提升，极大提高人效+坪效，获客靠口碑。虽然，出行成本和相片价格确实高出不少。但人一辈子也拍不了几次证件照，所以影响不大。这种对商业模式价值的再组合，并不是行业研究能轻易发现的。</p>



服务流程



大学路店 虹口店 五角场店
 地址：上海市杨浦区大学路310号 地址：上海市虹口区哈尔滨路159号 地址：上海市杨浦区共和路234号创智天地101

① 选择拍摄类型 (如需拍摄多种类型, 可在第5步加选)

- 证件照
- NaiveFace
- 动态表情包
- 动卡gif+
- 结婚登记照
- 职业照
- 全身形象照

<上一步

职业照 ¥200

上海五角场店 上海虹口店

包含项目

- 化妆
- 拍摄
- 修图
- 冲印

1个妆面造型 1种背景颜色 1张精修底片 1张6寸照片

服装：建议自带服装，店内仅提供部分正装和衬衫。

预计耗时 看样时间 取件方式

约3小时 7天邮件看样 顺丰到付

用途

职业照、个人形象展示、求职简历、工作牌、杂志刊登、个人留念等

<上一步

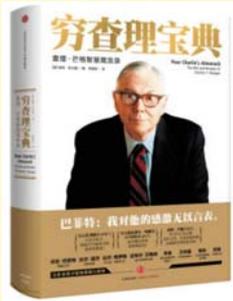
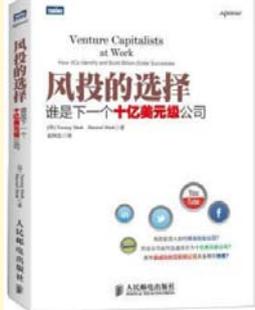
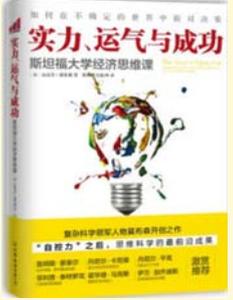


我的书单，每本都很赞！

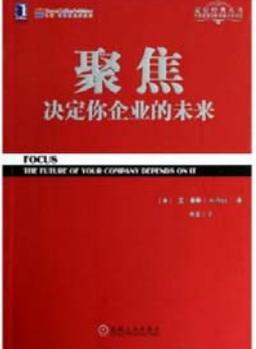
这是我精心挑选的书籍，每本我都看过，还会陆续更新。我知道大家都很忙，但希望年轻伙伴们拼了小命也要争取看完，因为这是一个比较完整的复合知识体系。帮助我们更好的面对人生，做好选择。

时间从哪来？每天早起一小时，晚睡一小时，路上的、等待的、周末的、晚上的时间。孙正义说过：“大学时，超越物理界限拼命学习，要用吃掉老师的气势来学习”。

投资理念

 <p>书名：穷查理宝典 作者：查理芒格，彼得考夫曼 简介：芒格智慧语录，人生和投资中最基本的原则和普世智慧。我最爱的就这本啦。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：投资中最简单的事 作者：邱国鹭 简介：解释投资最朴素，那些不以时间和时空的变化而变化的基本原则。部分内容和芒格类似，但更具操作性。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：投资最重要的事 作者：霍华德·马克斯 简介：关于价值、价格与风险，保守的投资策略。 阅读难度：适中 优先级：必读</p>	 <p>书名：风投的选择 作者：沙阿 简介：美国风投家 Tarang 采访了 35 个知名的投资人，以谈话的形式，探究他是如何看项目的，成功和失败的经验。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>
 <p>书名：实力运气与成功 作者：迈克尔·莫布森 简介：区分运气和实力的关系，如何更好的做判断。超级实用！ 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：聪明的投资者 作者：本杰明·格雷厄姆 简介：价值投资理论的老祖宗，巴菲特的老师，保守的投资策略，追求安全边际。投资二级市场必读。 阅读难度：适中 优先级：必读</p>	 <p>书名：投资异类 作者：王利杰 简介：VC 投资方法论，满满的干货和人生感悟。但作者还比较年轻，投资业绩未得到证明，写得好不等于效果好。所以，谨慎参考内容。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	

战略和营销

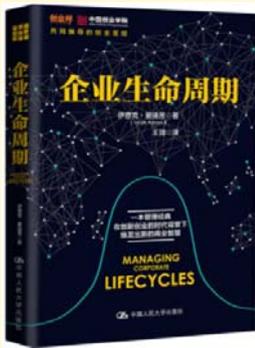
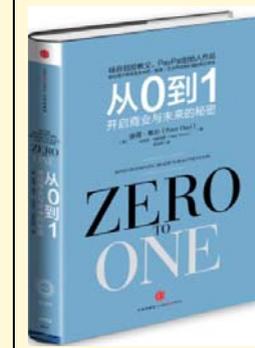
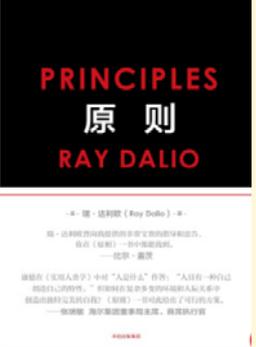
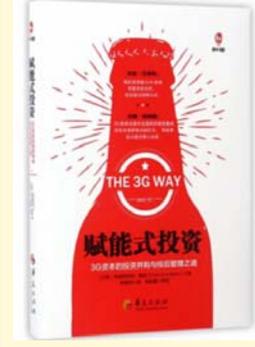
 <p>书名：商战 作者：艾里斯 杰克特劳特 简介：消费者的心智一旦形成无很难改变。创造能代表品类的品牌。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：品牌的起源 作者：艾里斯, 劳拉里斯 简介：从物种起源的角度, 介绍了品牌发展中融合和分化的区别。分化才是趋势, 融合偶尔才发生。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：商战 作者：艾里斯杰克特劳特 简介：商战就是要占领消费者的心智。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：聚焦 作者：艾里斯 简介：顾名思义, 就是聚焦。内容稍啰嗦, 举了很多失败案例。我认为要多维度看待失败案例, 这不纯粹是市场营销问题引起的。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>
 <p>书名：品类战略 作者：张云, 王刚 简介：发现品类机会, 成为消费者心智中品类代表, 最终主导品类, 创建真正的强大品牌。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：什么是战略 作者：杰克特劳特 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	 <p>书名：互联网商规 11 条 作者：艾里斯 杰克特劳特 简介：定位理论指导网络公司如何竞争中脱颖而出 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	 <p>书名：2 小时品牌素养 详解王老吉成功之道 作者：邓德隆 阅读难度：简单 优先级：选读</p>
 <p>书名：广告的没落, 公关的崛起 作者：艾里斯 劳拉 简介：用公关创建品牌, 用广告维护品牌。广告的作用是强化心智中一个既有的概念。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	 <p>书名：与众不同 极度竞争时代的生存之道 作者：杰克·特劳特, 史蒂夫·里夫金 简介：与其更好, 不如不同。解释了几种与众不同的方式。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>		

阅读心得：

如上营销小红书系列，走过半个世纪，核心理论 1969 年就有了。随着互联网爆发，部分案例和预测不准，如批判融合了照片、钥匙、钱包、日记、日历等一些列功能的“电子钱包设备”注定会失败。相反，智能手机已彻底实现，做得很好。但这不代表这套书不好，从当时的历史背景和科技基础来看，大多数理念还是很先进的。

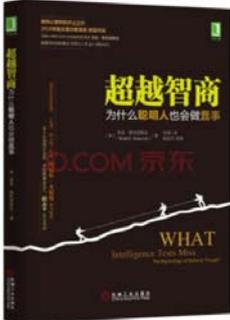
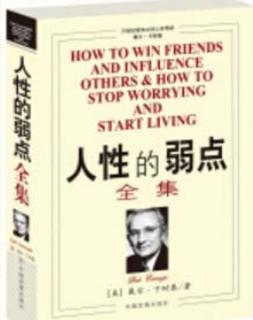
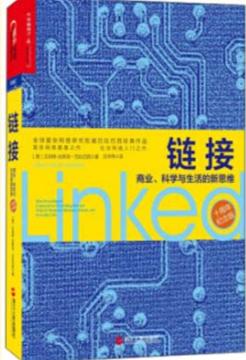
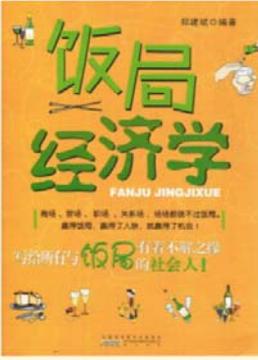
哪有什么东西永远正确的，书里的内容也坑了一些项目，关键要吸收书中好的东西。

创业和管理

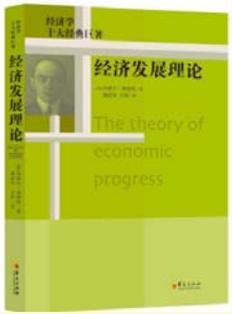
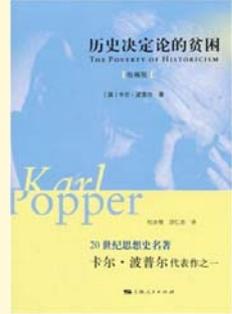
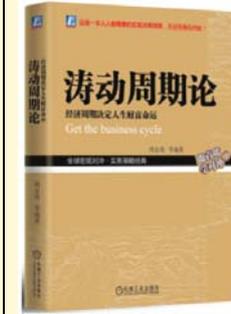
 <p>书名：企业生命周期 作者：伊查克·爱迪思 简介：神来之作！解释企业生命周期，公司为什么会生长、衰老和死亡。如何应对，会碰到的典型问题。内容非常有代入感。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：创新者的窘境 作者：克莱顿·克里斯坦森 简介：成熟企业善于持续性改进，新兴企业善于破坏性创新，并反超。背后的原因和对策。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：精益创业 作者：埃里克·莱斯 简介：初创企业如何更有效率创业，识别需求和增长。对产品经理尤为有用，是创业和开发产品的方法论。但中文翻译质量确实糟糕，建议看英文版。 阅读难度：适中 优先级：必读</p>	 <p>书名：从 0 到 1 开启商业与未来的秘密 作者：彼得·蒂尔 简介：开脑洞的思维方式，为什么要搞垄断，为什么要做到 10 倍好，而不是逐步优化。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>
 <p>书名：只有偏执狂才能生存 作者：安迪·格鲁夫 简介：如何发现识别，企业和个人的转折点，并主动采取行动。影响企业竞争力的 6 个因素，当其中部分因素发生 10X 加速时，影响很大。</p>	 <p>书名：原则 作者：瑞·达利欧 简介：本书对笔者帮助有限，低于我的预期。但对新参加工作的大学生，有些借鉴。关于生活和工作的原则。很多内容和芒格是一脉相承的。</p>	 <p>书名：赋能式投资 作者：弗朗西斯科 简介：3G 资本如何通过输出优秀人才和管理，提升企业价值 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	

阅读难度：简单 优先级：选读	阅读难度：简单 优先级：选读	
----------------	----------------	--

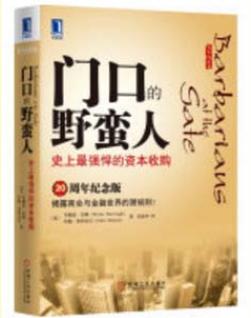
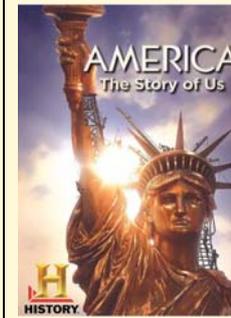
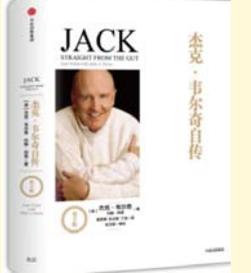
行为经济学

 <p>书名：思考，快与慢 作者：丹尼尔·卡尼曼 简介：介绍系统1直觉和轻松思考，和系统2理性和费尽的思考 阅读难度：适中 优先级：必读</p>	 <p>书名：超越智商 作者：基思·斯坦诺维奇 简介：如何区分智商和理性。高智商人和普通人在理性方面，并好不了哪去。为什么，以及我们如何克服。可以结合《思考快与慢》一起读，更有感觉。 阅读难度：适中 优先级：选读</p>	 <p>书名：人性的弱点 作者：戴尔·卡内基 简介：人性的特点和喜好 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	 <p>书名：万万没想到 作者：万维钢 简介：这本书就是个大杂烩，用轻松有趣的语言，把生活中常犯的一些认知错误，加以证据做了介绍。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>
 <p>书名：链接 作者：艾伯特-拉斯洛·巴拉巴西 简介：事物和信息是如何传播和连接的。通过六个人可以找到地球上的任何一个人。 阅读难度：适中 优先级：选读</p>	 <p>书名：饭局经济学 作者：郑建斌 简介：很多人的毛病是，一见到人就谈事，滔滔不绝。这是令人反感的业务员才会干的事。要让客户先认可你的人，认可后啥都好说，从饭局开始。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>		

经济学基础

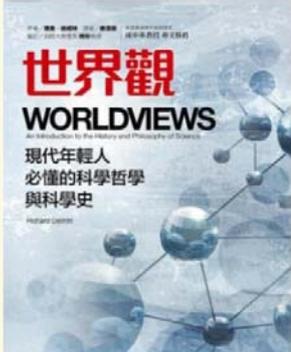
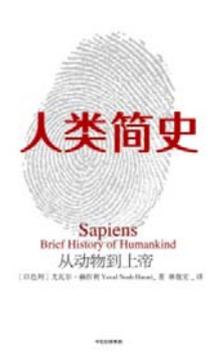
 <p>书名：逃不开的经济周期 作者：拉斯·特维德 简介：历史上各种经济周期理论 阅读难度：难 优先级：必读</p>	 <p>书名：经济发展理论 作者：约瑟夫·熊彼特 简介：提出创新理论，认为创新是资本主义的本质，企业家是资本主义的灵活认为，创新与企业家共同决定了资本主义的兴衰和经济发展的周期。 阅读难度：难 优先级：选读</p>	 <p>书名：历史决定论的贫困 作者：波普尔 简介：人类历史的进程受人类知识增长的强烈影响。我们不可能用合理的或科学的方法，来预测我们的科学知识增长。所以，我们不可能预测历史的未来进程。 阅读难度：适中 优先级：选读</p>	 <p>书名：涛动周期论 作者：周金涛 简介：人生就是一场康波运动，康波的形成，是人的集体行为的结果。对于一个人的一生来讲，其出生在康波的那个时点，就注定了人的一生的经济轨迹。 阅读难度：适中 优先级：选读</p>
---	--	--	--

商业史

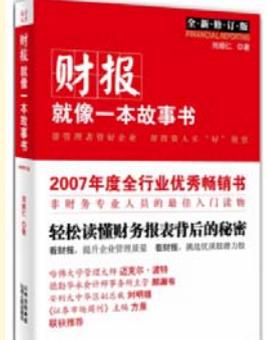
 <p>书名：门口的野蛮人 作者：布赖恩伯勒 约翰希利亚尔 简介：历史上一桩著名的并购商战 阅读难度：适中 优先级：选读</p>	 <p>书名：腾讯传 作者：吴晓波 简介：投资人问马化腾，QQ到底怎么赢利，回答：我也不知道”，但就觉得这东西有用。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	 <p>影片：《谁建造了美国》《The Men Who Built America》 简介：洛克菲勒、卡内基、摩根，冒着巨大的风险和压力，打造最强大国家。他们争取绝对垄断，进行掠夺性，嗜血的商战。当然，他们最后都变成了大慈善家。 阅读难度：有趣 优先级：必看</p>	 <p>影片：美利坚：我们的故事 America: The Story of Us 简介：美国普通人民如何打造自己的国家。他们的奋斗让这个国家成为这个星球上最强大国家 阅读难度：有趣 优先级：选读</p>
 <p>书名：杰克·韦尔奇自传 作者：杰克·韦尔奇 内容：GE 掌门人打造杰出团队</p>			

和文化的故事。HR 中 20%优秀，70%平庸，10%淘汰的人才选拔体系，就来自 Jack。 优先级：选读			
--	--	--	--

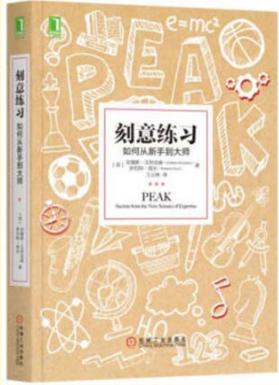
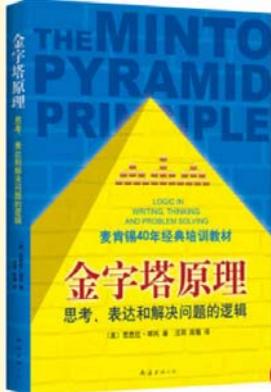
社会和哲学

 <p>书名：世界观 作者：理查·迪威特 简介：原来时间和万有引力并不存在，但人类需要描述和解释一些现象，所以用创造了时间和万有引力这些名词。我并未读完，但值得一读。 阅读难度：难 优先级：选读</p>	 <p>书名：人类简史 作者：尤瓦尔·赫拉利 简介：非常新颖的观点，人类能站到动物金字塔的顶端，是因人类有编造故事，并让大家都相信的能力，进而更好的合作和分工。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：美国种族简史 作者：生存这个事情，遇强则强。其中，犹太人、中国人、日本人通过近两百多年努力，成为美国最成功的几个种族之一。 阅读难度：简单 优先级：选读</p>	
--	--	---	--

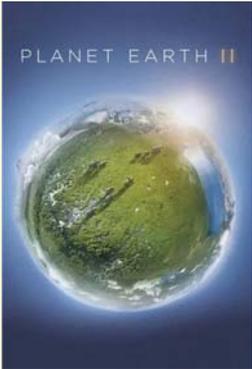
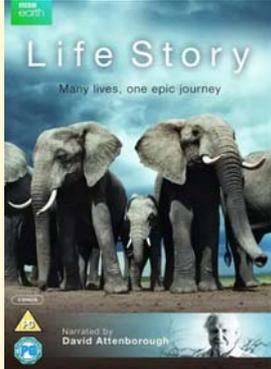
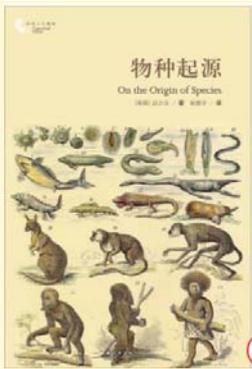
财务

	<p>书名：财报就像一本故事书 作者：刘顺仁 简介：非常适合非财务背景阅读。就算专业财务人员，也应该看看。笔者非常接地气的解读如何看财报，如何识别企业优劣的迹象。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>
---	--

学习方法

 <p>书名：刻意练习 作者：安德斯艾利克森 简介：如果仅仅是简单重复劳动，一万小时定律就不一定管用，对成长不利。生活中一个经验用五年的人，其经验的价值是存在问题的。 阅读难度：简单 优先级：必读</p>	 <p>书名：金字塔原理 作者：芭芭拉·明托 简介：思考，表达和解决问题的逻辑和方法论。咨询人员必备。 阅读难度：偏难 优先级：必读</p>		
---	---	--	--

生物

 <p>影片：BBC 地球脉动 第二季 Planet Earth Season 2 (2016) by David Attenborough, 多看自然和动物，对了解人类最底层的动机和需求，帮助很大 阅读难度：有趣 优先级：选看</p>	 <p>影片：BBC 生命故事 Life Story (2014) by David Attenborough, 简述动物为生存所进化出的各种生存之道。开场的第一段雏鸟飞下悬崖很震撼，生命的开场就这么惊心动魄。 阅读难度：有趣 优先级：选看</p>	 <p>书名：物种起源 作者：达尔文 简介：达尔文是伟大的思想家，总结了几十亿年的规律 - 自然选择。揭示了自然科学发展的底层规律，当你深入下去，就能触类旁通。 阅读难度：适中 优先级：必读</p>	
--	--	--	--

Tips:

做投资，千万不能只会财务和专业技术，也应该对概率学、心理学，生物学等有一定了解和掌握。对榔头来说，所有的东西都是砖头。所以，要掌握多种思想武器，来提高认知和解决问题的能力。我本人特别喜欢拍照和绘画，这种技能对我工作的帮助很大。很难想象，一个人如果连审美都有问题，写出来的材料会好到哪去。

三、行业研究

好的投资，先从行业研究做起，至上而下的选择项目。行业研究是地图，指明了需求的来源、行业发展的动力源泉、市场规模、商业模式和竞争对手等。

在不熟悉行业的情况下，对企业进行尽职调查或投资都是不可取的。由于时间和精力投入，容易本能的去挖掘它们的优点，对判断产生偏移。

（一）行研的主要目的，是弄明白赚钱的逻辑

为此，要回答四个问题，一、了解行业要解决的问题或需求；二、了解行业的规模和所处的发展阶段，来判断介入的时机；三、分析能促进/打击该行业的各种因素和程度，来判断投资的价值和风险；四、总结赢家的标准和轮廓，及差异化的竞争力，找到最有价值的企业。

（二）行研报告的要素

序号	行研要素
汇总	投资逻辑总结
1	行业概况（了解行业要解决的问题或需求） <ul style="list-style-type: none">- 行业的定义（为了解决什么问题）- 问题的大小- 问题的起源- 问题的分类- 问题的危害
2	产品/服务介绍（产品或服务知识扫盲） <ul style="list-style-type: none">- 技术的作用- 技术的原理- 技术的构成- 技术的利弊比较（效果、成本、适用范围）
3	产品/服务的发展历程（了解行业的规模和所处的发展阶段，来判断介入的时机） <ul style="list-style-type: none">- 国内和国外发展历程（根据年度、产能、标志性事件阐述）
4	行业政策（分析能促进/打击该行业的各种因素和程度，来判断投资的价值和风险） <ul style="list-style-type: none">- 行业和监管政策（如环保排放标准的提高）（投资逻辑1）- 其他驱动因素（投资逻辑2）
5	商业模式 <ul style="list-style-type: none">- 产业链分布（上中下游）- 价值链分布（收入、利润，哪块最好赚钱）

	<ul style="list-style-type: none"> - 经营模式（赚钱的常规方法，如卖产品、EPC、BOT、PPP 等） - 行业壁垒（资金、技术、人才、资质、业绩等）（投资逻辑 4）
6	<p>当期市场和未来趋势分析（了解行业的规模和所处的发展阶段，来判断介入的时机）（需求侧）</p> <ul style="list-style-type: none"> - 市场容量和增长率（决定行业天花板和估值上线，进行影响市场的供求因素分析，总的需求量有多少就是市场容量） ■ 需求趋势（国内外 + 国内细分领域）（投资逻辑 3） ■ 成本趋势 <p>- 行业所处的生命周期</p> <p>- 行业对经济周期的反映（增长/防御/周期性）</p>
7	<p>行业的竞争格局（找到行业内最有价值的企业并研究其投资价值）（供应侧）</p> <ul style="list-style-type: none"> - 行业集中度 - 行业毛利/净利率水平 - 主要竞争对手分析（行业第一、第二、第三梯队，经营状况/市场占有率等）
8	<p>投资逻辑</p> <ul style="list-style-type: none"> - 整理和归纳投资的逻辑，如政策刺激 + 巨大需求 + 强壁垒等。
9	<p>重点公司（找到行业内最有价值的企业并研究其投资价值）</p> <ul style="list-style-type: none"> - 股权结构 - 特点 - 核心技术 - 市场份额 - 业绩和财务 - 商业模式等
10	<p>附录</p> <ul style="list-style-type: none"> - 全面比较所有公司（上市+新三板+未挂牌）的各项业务、技术、经营指标和趋势变化，建议在 EXCEL 中比对 <p>Tips:1) 每章节都总结核心观；2) 阐述如何结合自身机构的情况，做投资。</p>

（三）行研的心得

- 1、行研是为找标的，要出活，不是搞学术研究。建议用 30%的精力，回答 70%的问题，得出一个大方向模糊正确的结论。而不是花 95%的精力，回答 90%的问题。
- 2、至少咨询 5 个以上业内人士（最好是标的公司的人，而不是学术派），对行业 1) 需求来源；2) 介入时机；3) 促进&打击行业发展的因素；4) 筛选企业的标准等进行判断。然后，再根据这些标准，去筛选符合标准的企业。
- 3、即使清楚了筛选标的的标准，找好标的还是很难。最好在敌人内部找线人，如行业协会会长/董秘/技术/市场主管（最好是成功企业的老板），让他介绍标的，是最有效率和准确的。
- 4、你要别人帮你，前提是你自己必须要有价值，值得被帮助。积累有质量的朋友圈，发表有质量+有趣的行研报告，给出明确的方向，吸引大家来推荐项目。不能简单说“我要找一个 XX 项目，效果=0”，就和“我要找一个女人结婚一样”，毫无意义。一个简单公式，人脉价值 = 被利用价值 x 人品值。其中，人品是一个杠杆，可以成倍放大或减少你的价值。
- 5、大多数好项目，都是通过优质朋友圈找到的，而不是 FA。伟大的创业者，有他们自己的圈子和人脉，可以本能的吸引到与之匹配的投资人。反过来想想，真正优秀的俊男美女，需要媒婆介绍吗？
- 6、数据库推荐：WIND 资讯（12 万）、清科数据（8 万）、Choice 数据（9 千），www.51pdf.com.cn（5 百）。建议下载相关行研报告，广泛阅读，并摘取相应段落到行研要素中。多梳理几遍，基础数据五成就出来了。
- 7、要了解行业，自己要勤于写材料，而不是简单看别人的报告。自己写东西，印象才会深刻，要点才能记得住。实在不行，电脑上粘贴复制一遍，也是好的。
- 8、注意辨别信息的真实性，“真实的信息” vs “别人希望你认为是真实的信息”。特别是券商报告，清一色都是“建议买入”“强烈建议买入”，信就输在起跑线。券商卖方报告，主要为上级领导+自己的升迁+活跃二级市场交易负责，所以参考价极低，或基本没用。可以参考里面的数据，但绝对不能轻易参考里面的观点。特别是业绩和预期，建议打个 5-7 折。

大部分券商报告都推荐“买入”	
96%	不到 0.1%
■ 建议买入	■ 建议卖出
■ 强烈建议买入	

- 9、做行研的姿势，要尽量“草根”一些。如果坐在办公室写材料的时间，比去现场观察，或和企业负责人聊天、洗脚、推拿的时间多很多，那行研的价值和含金量就很低。凡是公开的信息，都不值钱。值钱的信息，没道理公开。要和“正确的业内人士”有交情，最好是他自己忍不住和你说行业的门道，而不是你去盘问他。
- 10、说到这里，行研工作应该很到位了吧？错！大的方向+筛选标准 80%有可能是对的，但根据这个标准去筛选，还不一定是最赚钱+有潜力的企业，甚至有可能是红海企业，因为大家都想这样干。所以，直到找到最理想的标的，最终的答案才会出现。我认为，好的标的 = 你认为的好标准（美女）>> 某些差异化商业模式（闺蜜）（你不知道，未知的标准）。

Tips: 创业或找标的，要找最漂亮的“女孩子”，然后把她的“闺蜜”给泡。找最漂亮的“女孩子”= 大家都想干的事，正面和对手去竞争，一定很难，最后死的很惨。泡“闺蜜”=和巨头们体现出差异化，你才有胜出的可能。举例，“漂亮女孩子”= 微信，“闺蜜”= 陌陌，微博，快手，各个都活的不错。

听着难理解？我通过下面的案例来解释。

（四）案例分析

■ 土壤修复行研

在分析案例前，再次提醒，行研报告应该简单+简短+能解决问题。回答四个问题，1) 是时候投了吗？2) 价值在哪 3) 风险在哪；4) 好公司的标准。

以土壤修复行业的行研为例，原报告请见附件。报告编写过程如下。

1. 收集和阅读至少 20 份以上券商行研，并把对应内容整理到“行研要素”中；
2. 第一轮自我总结，基于券商要点，归纳核心要点；（靠谱率 41%）
3. 第二轮寻找行业专家/业内人士，对核心要点进行纠正；（靠谱率 50%）
4. 第三轮寻找标的，通过标的公司的客户，对核心要点再次进行纠正（靠谱率 70%）
5. 第四轮找到接近理想的标的，通过分析业务模式，对核心要点进行最终纠正（靠谱率 80%）

如下报告的内容，只走到第三轮。其实在寻找标的过程中，直到发现很好的标的，才豁然开朗。原来有更好的商业模式，而这种模式和主流标的，有一些商业模式差异，不构成直接的竞争，是不可能通过调研“券商报告+专家+业内人士”而获知的。保密，这里就不写了。

土壤修复行业的深度行业调研

（作者 丁敏 v2017.2.28）

土壤修复行业研究有四个目的：一、了解行业要解决的问题或需求；二、了解行业本身所处的发展阶段，来判断介入的时机；三、分析影响该行业的各种因素和程度，来判断投资的价值和风险；四、找到最有价值的企业，寻找投资的切入点。

模糊判断，建议买入该行业，理由如下。

- 一、大型环保平台公司，如没这块业务，但又想做，现在应果断介入，土壤修复市场已经到临界点。
- 二、该行业对政府不具备吸引力和视觉冲击，行业崛起是因为 1) 土地增值模式带动的付费能力提升；2) 顶层设计支持+细则持续落地，特别地方“小土十条”；3) 去产能释放的需求订单。
- 三、选择标的，寻找 1) 在二线城市有订单根基的“城市工业场地”土壤修复企业；2) 至少拥有一种以上高端核心技术（如原位热脱附、电棒/电阻加热、引燃技术等）+ 通用技术；3) 具备能拿订单+ 打法灵活的管理团队，市场+技术必须有强有力核心负责人，建议老板年纪在 33-48 之间；4) 有“环保工程总承包二级或以上”+专项设计乙资质，如没有看能否解决。5) 公司规模不能太小；【备注：五个条件不可能同时满足，没这种好事，或价格肯定贵。满足其三便可，最重要是 1+3 点】
- 四、短期看，一些公司能赚到钱。长期看，纯做土壤修复没前途；需和大型环保平台进行资源嫁接，丰富业绩弹性，壮大后再寻找其他出路。
- 五、该行业最近很火，很多资本在追，注意估值高估风险。
- 六、好消息，北建工是一家纯粹做土壤修复的公司，已报 IPO；如顺利过会，至少说明该行业的 IPO 道路是可行的或国家鼓励的。而其它已 IPO 企业，都不是纯粹的土壤修复公司。

■ 案例分析 - 化妆品行业连锁

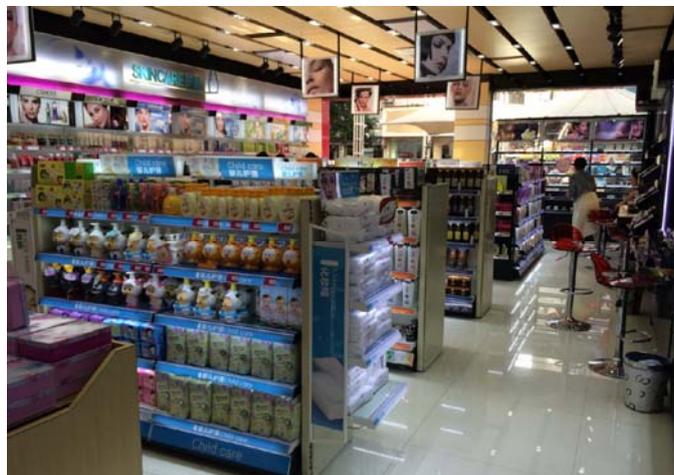
唐三彩是一家深耕于浙江、江苏、江西范围内，2.5 线以下城市的化妆品连锁店。大城市人可能从来没听说过，但该连锁店在势力范围内名气很大，盈利能力很强。

如简单的做化妆品连锁行研，或对该公司进行研究。顶多得到比较肤浅的结论，比如核心竞争力包括 1) 标准化管理，容易复制+扩张；2) 选址能力；3) 卖产品+免费体验式服务模式；4) ……等等。

但实际上，公司最核心的核心竞争力之一，是各门店配备了“高于行业平均水平的高素质营业员团队”。各门店，会安排 5-10 名营业员，营业员负责导购推销 + 现场体验式服务。营业员依次序接待顾客，确保公平的接客数量。月底，公司对营业员业绩考核，优胜劣汰，保留最好的营业员团队。而表现好的营业员，薪酬也远高于行业水平，核心骨干现金参小股，对员工非常有吸引力。好&差营业员对公司业绩的影响，说小了每天相差 1 千元，说多了，每年相差 36 万元。这就是差距。

这种核心竞争力其实很难复制，好的营业员很稀缺。其他竞争者冒然闯入唐三彩的地盘开店，容易 pk 失败。而作为投资者纯粹有钱，去加盟唐三彩，在没配备好高素质营业员的情况下，同样大概率失败，是赌博。

我想说的是，1) 一些套路，是很难能通过行业研究去挖掘和发现的。只有找到成功的标的，深入其中，才能得到答案。2) 好的套路，小企业是绝对不会公开的，更轮不到券商去做调研，还能免费下载。而成功的大企业，他们的核心竞争力已垒的很高，你知道也没用。



要点总结：

- 做足功课，不能用行动上的勤快，掩盖思考上的懒惰。
- 研究最重要的大问题、大方向、大概率，并在正确的路径上持续积累。
- 大问题上的模糊正确，远比小问题上的完美精确更为重要。
- 系统化的思维，容易错过牛逼的企业，它们的商业模式凡人无法理解。

（五）题外话

建议用投企业的方法，对自己做个分析，这很有必要。你在机构工作，本质就是自己给投进去，也是一种投资。我认为，决定个人前途的因素包括如下：

- 四个基本面：国运决定趋势 + 所在行业的景气度 + 公司所能给你的平台和资源 + 上级领导的水平决定你能否施展拳脚和上升通道
- 一个基础：你的家庭，或你的父母，能否给你一个较好的教育和经济基础。本质是给你更高的起点、更多选择的余地。
- 两个要点：个人的努力 + 运气。

最后，综合这些因素，特别是运气，能否和这个时代产生共振。如果这些因素或多或少不具备，你能做些什么。或者就你能力范围内有哪些是可以改变的。你能采取什么应对的方法，能突破重围。

我的建议：① 多思考；② 勇敢去多试（行动）；③ 注意要低成本的去试。我相信一个人，一生中有三次改变命运的机会，周期间隔为 12 年，抓到一次便可。

对此话题有兴趣，参阅《如何成为一个成功的投资人》<https://zhuanlan.zhihu.com/p/26369129>

Tips: 对投资工作的借鉴。如果 1) 老板不能好好说，投资决策一手抓，不能放权；2) 不善于借用外力去弥补自

己的短板；3) 不愿和合作伙伴和员工分享利益。碰到这几种情况要谨慎，会影响投资团队的基本面。

四、投资能力的提升

简单说，就是提高判断项目是否靠谱的能力。我的体会如下，

(一) 个人修为

提升有质量的学习和进化能力	<ul style="list-style-type: none">■ 避免自动完成，而是有意识地刻意提升 (Plan、Act、Review、Upgrade)■ 离开舒适区■ 牺牲短期利益 (短期效率的下降)■ 大量重复性训练 (在一段时间内集中训练少数能力)■ 持续地获得反馈 (通过结果来纠正和诊断自己的学习)
找行业内的顶尖高手学习	■ 找行业内顶尖的高手作为目标，同时必须有顶级的导师进行辅导。虚心多问，要能跳出舒适区，“关系”是麻烦出来的，即使是成功的前辈，也有“马斯洛需求层次 - 自我实现”的需要。所以，多问问没错。
反省的重要性	■ 看项目要有投资经理的细致，也要有首席投资官的高度，只有换位思考，你才会以更谨慎、更严格、更周全的态度去反思一个项目该不该投，投后如何管理，最后如何退出。
经历的连续性	■ 选择和自己职业经历相关的投资方向，形成和自己投资方向相关的人际网络至关重要
个人的信用	■ 信用是个人最核心的竞争力，是可以带的走的。

Tips: Review 这个词，我倾向于翻译成回顾。回顾的内容包括项目 + 人 + 市场的复盘。注意三点 1) 回顾的目的是检讨和找出自身的不足，从而进步。而不是证明自己是对的，别人是错的；2) 不能生搬硬套，每个项目都有自身的时代背景；3) 区分偶尔 vs 必然，思考产生差异的原因，到底是偶发事件还是频发事件。

(二) 工作层面

发挥团队协助的力量	■ 努力打造一个开放交流、分享精神和思想碰撞的投资团队。团队能定期进行头脑风暴，分享观点，并能相互得到足够反馈，来改良和提升自己的水平。最终，个人水平提升，整个团队的投资水平才能提升；大家好才是真的好！相反，靠团队某个明星成员都是不可持续的。
尽调的观点	■ 尽调不能流于形式，不是收集材料的过程。必须发表自己的观点。
尽调的质量	■ 尽调报告写到能真实和完整的反映现状。所以需严格要求团队，包括会计师、律师。只有自己足够专业，会计师、律师等，才不会忽悠，走流程了事。

要点总结：

- 如上的体会，才是本文最为重要和精华之内容，也是最难坚持的。
- 某人说投资的前五年纯粹是练级，多数项目都会打水漂；投资十年以上，胜算才能稳定。我认为方法得当，速度可以提前。
- 对个人成长，刻意提升能力最为重要，避免自动完成。
- 对投资机构，发挥团队协作的力量最为重要，要淡化个人。
- 很多非常知名的投资人，并不是因为投过多少个项目，而是投了某一个非常成功的项目。
- 一段意味深长的话。什么叫真的懂？有一种懂叫别人觉得你懂。

生活感悟：如何选择和甄别好的同事？

安永合伙人 E 姐 (Estalla Li)，和黄哥 (Edward Huang) 曾经是我原单位的直属上级。我发现 一、和他们在一起工作时，我对自己的要求和标准会本能的提高到一个很高的标准；二、能闻到人性的味道。这就是好上级和同事的标准。Tips：要努力把自己，也变成这种人。

查理芒格：“1、别兜售你自己不会购买的东西；2、别为你不尊敬和钦佩的人工作；3、只跟你喜欢的人共事。”



图右是 E 姐



图中是黄哥

第二章 投资的思考框架

投资的逻辑和方法论很多，这里汇总了常用的一些 PE 和 VC 投资的思考框架。

注意，各种方法只代表几种思维模式，对帮助初学者理清思路，知道从哪里开始看项目，会有很大帮助。但这不应当视为教条或标准模板。

笔者认为，伟大的企业，往往由极富企业家精神、偏执狂等物种打造，他们还恰好和这个时代发生了共振。正因如此，他们的想法，常人无法理解，直到获得成功。

包括阿里、腾讯、京东在内的企业，创业早期都见了无数投资机构，几次融资非常困难。而投资机构都是一群具有非常好教育背景，才华横溢，非常努力的精英，但他们大多也没看准。这说明问题？说明常识和理性判断对做投资，也未必有用到哪去。常识理性是想象力的天敌。所以本文介绍的思考框架，是基础和入门，仅此而已。

PE 投资思考框架

一、天花板

天花板是指企业或行业的产品（或服务）趋于饱和、达到或接近供大于求的状态。在进行投资之前，我们必须明确企业属于下列哪一种情况，并针对不同情况给出相应的投资策略。在判断上，既要重视行业前景，也必须关注企业素质。

（一）已经达到天花板的行业——极度饱和的行业（如钢铁行业）。

投资机会来自于具有垄断经营能力的企业低成本兼并劣势企业，扩大市场份额，降低产品生产和销售的边际成本，从而进一步构筑市场壁垒，获得产品的定价权。如果兼并不能做到边际成本下降就不能算是好的投资标的。比如，国企在行政推动下的兼并做大，并非按照市场定价原则进行，因此其政治意义大于经济意义，此类国企不具备投资价值。

那些在行业萧条期末端仍有良好现金流，极具竞争能力的企业在大量同类企业纷纷陷入困境之时极具潜在的投资价值。判断行业拐点或需求拐点是关键，重点关注那些大型企业的并购机会，如国内四大钢铁公司。

（二）产业升级创造新的需求，旧的天花板被解构，新的天花板尚未或正在形成。

如汽车行业和通讯行业。这些行业通常已经比较成熟，其投资机会在于技术创新带来新需求。“创新”——会打破原有的行业平衡，创造出新的需求。关注新旧势力的平衡关系，代表新技术、新生产力的企业将脱颖而出，其产品和服务将逐步取代甚至完全取代旧的产品，如特斯拉和苹果的创新对各自行业的冲击。

（三）行业的天花板尚不明确的行业。

这些行业要么处在新兴行业领域，需求正在形成，并且未来的市场容量难以估计，如新型节能材料；要么属于“快速消费”产品，如提高人类生活质量、延长人类寿命的医药产品和服务。这类行业历来都是伟大企业的摇篮，牛股层出不穷，要重点挖掘那些细分行业里具备领军地位的优秀企业——即：小行业里的大公司。

我们完全可以从公司和行业报道中，通过以上 3 点探讨深刻了解一家公司的行业地位和未来想象空间。重点是明确：1. 有没有天花板？；2. 面对天花板，企业都做了些什么？

二、商业模式

商业模式是指企业提供哪些产品或服务，企业用什么途径或手段向谁收费来赚取商业利润。比如，制造业通过为客户提供实用功能的产品获取利润。销售企业通过各种销售方式（直销，批发，网购等）获取利润等。

案例举例：戴尔和联想销售的产品本质上没有多大区别，但是戴尔的电脑直销盈利模式不同于传统电脑销售，相应的核心竞争力是它的全球直销网上管理系统。联想若想重新搭建此平台代价太高，且有可能远高于戴尔构筑的成本，因此这套直销网络成为戴尔的壁垒。但是，PC 饱和是戴尔的天花板，限制了它的发展空间。

另外，传统银行的商业模式是息差，竞争力要点是低成本揽储能力、放贷能力和高度的信用，壁垒是用户基础。中国的银行有政府信用作为担保加上劳动成本低廉，所以进入国内的外资银行很难与之竞争。一旦推出存款保险制度，中小股份制银行的信用将受到质疑，所以外资投资首选四大行，降低内地股份制银行的投资比重。

简要的商业模式情景分析：

靠什么挣钱？产品还是服务？挣谁的钱？是从现有的销售中挖掘、争夺，还是创造新的需求？如何销售？从产品生产到终端消费，中间有几个环节？有什么办法能够将中间环节减到最少？企业有没有做这方面的努力？随着销售量的扩大，边际成本会不会下降？等等。

通常来说，我们尽可能投资那些用一句话就能说明白商业模式的企业。商业模式进一步分析涉及企业所处的产业链的地位如何？处在产业链的上游、中游还是下游？整个产业链中有哪些不同的商业模式？关键的区别是什么？那些是最有定价权的企业？为什么？企业与客户的关系是否具备很强的粘性？等等，这些决定该商业模式能否成功。

三、企业的核心竞争力

商业模式谁都可以模仿。但是，成功者永远是少数。优秀的企业关键是具备构筑商业模式相应的核心竞争力。

核心竞争力的内容包含：股东结构，领军人物，团队，研发，专业性，业务管理模式，信息技术应用，财务策略，发展历史等。

（一）专一性：专一并不等同于“单一”，而是指企业在某一领域具有深度挖掘和扩展产品或服务的能力。例如双汇，在肉制品上做到绝对专一，除肉制品之外的行业均不涉及。其产品线丰富，在热鲜肉、冷鲜肉、冻肉、肉肠和其他肉类加工产品方面有深入挖掘和拓展的能力。相比之下，同样是肉制品龙头企业的雨润食品却涉足房地产、旅游等非主业，管理层精力分散，多年来业绩不佳。因此，专一性决定了企业的主攻方向和发展战略，坚持不懈必有成就。

（二）创新能力：优秀的研发团队，已经获得的能够提供高标准产品和服务的先进的工艺、流程，或是发明专利，等等。纯粹的技术并不构成永久的核心竞争力。但是某一领域的技术壁垒（如专利技术）却能在一段时期内保持企业的领先优势。此外，技术优势会带来生产效率以及生产成本的优势，有技术优势的企业就能够获得高于行业平均水平的回报。可以通过企业的研发费用与收入的比值关系获得量化结果做出逻辑判断。

（三）管理者优势：企业的发展为投资者带来超额收益。企业的领导者及其管理团队的素质关系到企业的素质，关系到企业能走多远、能做多大，“投资要投人”正是这个含义。

在这一部分，重点要考察领导者和管理团队背景，通过跟踪他们的言行（通过新闻、招股说明书或董事会报告）中获取企业的发展方向、行业战略、用人机制、激励措施等方面的信息。

我们需要判断他们的人品、格局和价值观，这些因素都会潜移默化地影响一个企业的前途，也间接地影响到投资者的回报率。实践证明，一流的人才做三流的生意，有可能把三流做成一流。相反，三流的人才做一流的生意，很可能把一流做成不入流。在企业核心竞争力诸多条件中，对人的因素的考察极其重要。

四、经济护城河（市场壁垒）

护城河是一种比喻，通常用它来形容企业抵御竞争者的诸多保障措施。上面所述的核心竞争力是护城河的重要组成部分，但不是全部，我们还可以通过如下几个条件来确认企业护城河的真假和深浅：

（一）回报率

从历史上看，企业是否拥有可观的回报率？回报率主要指毛利润、ROE（股东权益回报率）、ROA（总资产回报率）和 ROIC（投入资本回报率）。这几种回报率指标分别适用于不同的商业模式。重点是要从商业逻辑上判断，企业的高回报率是由哪些方面构成？决定因素是那些？能否持续？企业采取了何种措施以保障高回报率的持续性？主要的量化分析方法有杜邦法、波特六力法和 SWOT 法。

（二）转化成本

企业的产品或服务是否具备较高的转化成本？转化成本是指：用户弃用本公司产品而使用其他企业相类似产品时所产生的成本（含时间成本）与仍旧使用本公司产品所产生的成本差值。较高的转化成本构成排他性，如微信和易信，易信在本质上与微信差别不大，但对于用户来说弃用微信而用易信存在诸多不便，存在较高的转化（重塑）成本，微信因为先发优势具有较强的生命力和商业价值。

如果能让用户不选择竞争对手的产品，说明企业的产品对用户来说有粘性和依赖性，那么这家企业就拥有比较高的转化成本和排他性。了解企业的转化成本必须要从消费者和使用者的角度考虑，从常识、使用习惯和商业逻辑来判断。转化成本不具备永久性，须结合实际情况综合研判。

（三）网络效应

企业通过哪些手段销售产品？具体地说，是通过人力推销、专门店销售、连锁加盟还是网店销售？各种销售手段分别为企业带来多少销售额？传统企业如何应对电商？企业的网络规模效应如何？网络效应通常是指企业的销售或服务网络，这些网络的存在为用户提供了便利，以用户为中心的便捷性就能产生粘性。

随着用户数量的增加，企业的价值也逐渐由于网络和规模的扩大而不断放大。比如，就全国范围来说，工商银行的营业网点遍布全国大街小巷，甚至在国外主要城市也有网络分布。相比而言，它比地区性银行具有更大更广的网络效应，因此，工商银行的客户更多，其企业价值也相对更高。

（四）成本与边际成本

企业的成本构成是怎样的？成本的决定因素有哪些？企业的成本能否做到行业最低？如何做到？单位成本能不能随着销售规模扩大而下降？企业要想长久地保持成本优势并不容易，它需要有优于对手的资源渠道（原材料优势）以及更优越的生产工艺（流程优势），更优越的地理位置（物流优势），更强大的市场规模（规模优势），甚至是更低的人力成本。低成本的另一面就是高毛利，高毛利就是一种强势竞争力的体现，高毛利的企业通常具有定价

权。

（五）品牌效应

产品或服务是否具有品牌效应？事实上，对于大多数用户而言，他们对于品牌的敏感度远不如对价格的敏感度那么高，价格是指导购买行为的第一要素。品牌的意义在于它能够反映出产品或服务的差异性、质量、品位和口碑。品牌的价值在于它能够改变消费者的购买行为，从而为企业带来高于平均水平的附加值。因此，具有品牌效应的产品或服务应该具有如下特征：

- 具有很强的辨识度。
- 是信任、依赖和满足感。
- 高于一般水平的售价。
- 是企业的文化和价值观。
- 对于消费者来说是一种优先购买的选择。

五、成长性

成长性侧重未来的成长，而不是过去，要从天花板理论着眼看远景。成长性需要定性、而无法精确地定量分析。对于新兴行业来说，历史数据的参考意义不大。而对于成熟行业来说，较长时间的历史数据（最好涵盖一个完整的经济周期）能够提供一些线索，作为参考还是很有必要的。

<p>（1）收入是利润的先行指标</p> <ul style="list-style-type: none">■ 收入增长情况■ 主营业务的变化■ 主要客户销售额分析■ 主要竞争对手比较	<p>（3）净利润的水份</p> <ul style="list-style-type: none">■ 经营性利润（剔除投资收益、公允价值变动收益以及营业外收益后的利润）■ 真实的净利润（经营性利润-所得税）
<p>（2）毛利率水平体现了企业的竞争力</p> <ul style="list-style-type: none">■ 毛利率水平■ 成本构成	<p>（4）收入与利润的含金量</p> <ul style="list-style-type: none">■ 现金收入率（销售商品或提供劳务收到的现金/收入）■ 经营现金率（经营活动产生的现金流量净额/收入）■ 自由现金 FreeCashFlow（自由现金=运营现金流-资本支出）■ 自由现金/企业价值（FCF/EV，企业价值=市值+有息债务）

六、回报率水平

<p>（1）ROE（股东权益回报率，或净资产收益率）</p>	<p>（4）杜邦法（销售净利率、资产周转率、权益乘数）</p>
<p>（2）ROA（总资产回报率）</p>	<p>（5）波特六力法（现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商的议价能力、客户的议价能力、替代品、企业互补因素）</p>
<p>（3）ROIC（投入资本回报率）</p> <p>Tips: 需要注意的是，在计算过程中须对涉及净利润和净资产的项目进行拆解，获取属于经营活动的真实数值。净资产的拆解分析中必须剔除资产项中与企业经营活动无关的内容。</p>	<p>（6）SWOT法（优势、劣势，机会、威胁）</p>

七、安全性：关键是现金流与现金储备

<p>(1) 资产结构</p> <p>a. 现金资产, 资产中现金及现金等价物的比重, 代表了企业的现金储备。</p> <p>b. 可转换现金资产, 包括金融资产、交易性资产和投资性资产等等。</p> <p>c. 经营性资产</p>	<p>(3) 运营资本与资本流转</p> <p>a. 应收账款与主要欠款方</p> <p>b. 存货构成</p> <p>c. 资本流转情况, 即: 本期运营资本变动与上一期运营资本变动的差值。 运营资本变动= (预收+应付) - (应收+预付+存货)</p> <p>d. 用别人的钱赚钱。具体来说就是企业的运营资本变动为正值, 即: (预收+应付) > (应收+预付+存货), 上游客户的应付款与下游客户的预收款相当于一笔无息贷款, 满足了企业正常运作所需的流动资本。这是一种比较特别的商业模式, 如: 苏宁电器和国美电器。这种商业模式显示出企业在市场中的强势地位。</p> <p>e. 信用。这里的信用是指票据信用。票据是一种信用融资, 企业的应收票据是对下游客户的信用, 应付票据体现了上游客户给予企业的信用。票据信用反映了企业与上下游合作方之间的关系和地位, 也是一种商业模式。</p>
<p>(2) 负债结构</p> <p>a. 有息负债</p> <p>b. 无息负债</p>	<p>(4) 现金流是评估企业竞争力的关键指标, 因为利润可以被粉饰, 其结果的水分较多。经营现金流持续为正的企业具备研发和投资实力。大致可分为几种情况:</p> <p>a. 现金增加值和经营现金流都是正值——企业很安全。</p> <p>b. 现金增加值为正或者相抵, 经营现金流为负值。表明筹资、发债或者银行借款的现金流入抵消经营现金支出。企业还算稳健。须结合利率水平评估企业有可能存在的财务风险。</p> <p>c. 现金增加值和经营现金流都为负值, 表明公司存在财务问题。当然对于家公司的判断要看其发展趋势, 要看核心竞争力和市场壁垒。比如 Facebook。如果是传统型企业还是规避为好。</p> <p>d. 现金增加值为负值, 但经营现金流为正值。说明企业有投资、研发或者还债支出。这种情况须具体分析。重点要判断消耗现金的主因是哪一部分 (投资还是筹资)。最不理想的情况是现金仅仅用于还债, 投资价值不大。</p>

VC 投资思考框架 1

该手册重点还是以 PE 投资为主, 而不是 VC。但相信, 多一种思想武器, 对 PE 项目的判断大有益处。

阅读《Venture Capitalists at Work》让我受益匪浅, 个人总结一套 VC 投资方法论, 暂且叫“迹象投资法”。什么叫“迹象”呢? 因为像我这样的普通人要预测未来真的很难, 但优秀初创项目多少会流露出某种迹象。如能很好地识别这种迹象, 对项目判断会有帮助。

迹象投资法的核心包括四点, 分别是**需求+市场+团队+时机**。

一、需求 (Need)

好的迹象: 创始人在为自己解决问题和需求 (personally connected), 例如有趣的 + 有用 + 让人不舒服的问题。

此时，需求的真实度极高，成功率也会比较大。因为，创始人也是普通人，而问题往往具有共同性，他就是自己的第一个客户，却满足了广阔的市场需求。当发现这种迹象，虽然不能确定会成功，但肯定非常值得关注。举例，思科创始人想跨网传递情书，Dropbox 创始人不想带 U 盘来回宿舍和学习，Facebook，Google，世纪佳缘等都是典型的例子。

好的迹象：产品或服务有回头客 + 口口相传 + 客户肯付钱。这三者有先后次序。首先，客户用了以后，肯再用。公司要把握最重要的头一两次机会。其次，客户觉得产品很赞，能主动推荐产品给朋友，一些超棒的产品，客户甚至会推荐给五个以上朋友。最后，当产品做到一定时候，能给客户带来足够价值时，能想办法收费，客户肯付钱。如果说产品很好，但就是不肯付钱，那产品价值肯定存在问题。

好的迹象：产品有足够的防御性。相比大公司，初创公司的优势是足够灵活 + 决策很快，特别是互联网技术普及后，创业者能以较低成本去用一些现成的技术。或许这也是唯一的优势。而大公司不一定擅长进攻，因为既得利益集团太多，或处于内部流程繁琐，或个人职业生涯考虑，他们没有足够动力去改变，不想去冒一些风险。做一些大公司没做过的，low 的，他们不削的产品，至少一开始这种做法本身，就是一种很好的防御性。产品初步成功后，模仿者肯定会有，要提供独特的核心价值，单纯免费或价格很低是不够的。

坏的迹象：创始人主要为了想赚钱而创业，从而在解决别人的问题和需求。这样就容易识别出伪需求，基本面就不好了，成功率就很低。不是说为赚钱而创业的想法有错，而是创始人这时做的产品，不够 personally connected。因此，容易做出市场并不需要的产品，识别出错误的需求，或产品很难做的足够好。

坏的迹象：没法吸引到任何用户或用户很少

最后，要问一些问题。价值主张有多大？产品服务是否必不可少？能否改变人生或企业的生活或工作方式？是否能改变游戏规则？ 足够好，才有口碑，获取客户成本就不会高。

二、市场 (Market)

好的迹象：确定正需求后，下一步是否大市场。市场足够大，成长空间和跑道才会足够长，容易产生伟大企业。市场规模预测决不能依赖调研机构报告，只能凭借第六感或经验

要打造估值要上百亿企业，对应市场也应该上百亿。

需求正确，市场足够大，犯错不会致命。需求不正确，市场不够大，犯错很致命。

较晚进入市场问题不大，Google、Facebook 进入都比较晚。但对手互联网效应很强时，难度就比较大。

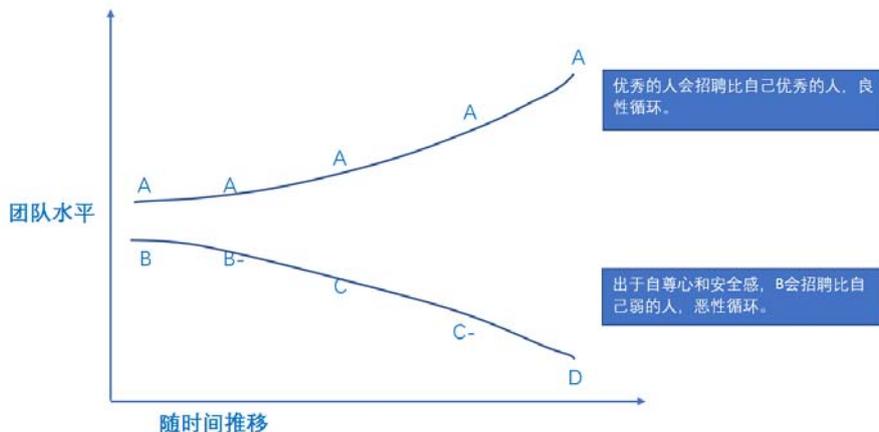
进入和夺取既有市场，比开辟不明确市场要容易。因为规模和需求上是已知的。

美国硅谷培育很多大型公司，因为土壤肥沃。背后重要原因之一，中产阶级崛起，带来产品和服务的巨大需求。

三、团队 (Team)

好的迹象：伟大企业家特质包括富有激情、聪明、乐观、能承受风险、好奇心、诚信、对问题独到的看法，不随大流。综合这些特点造就人格魅力。优秀创业者的人格魅力，进一步促使他有能力招聘到优秀人才。如何鉴别有没有人格魅力？但遇到这种人时，可以明显感觉到，会舍不得让他走。

好的迹象：优秀创业者会招聘比自己优秀的人，良性循环。相反，二流员工会招三流人员，三流招是四流人员，恶性循环。这背后主要是自尊心和安全感在作怪，怕优秀的人取代自己。一流人才安全感极强，但他能意识到不足，并乐于找最优秀的人补自己的短板，提供帮助。二流人才必须有三流四流人才跟随左右。二流人才想告诉别人，“老板是我”



好的迹象：创始人和员工，最好感觉不到自己在工作。7天24小时都在工作是最好的。

好的迹象：创始人能吸引到2-3位以前的同事入伙，比团队中没有一名旧同事要好。

前12个员工决定公司DNA

好团队带来好的执行力

招聘才华横溢，善于解决问题，而不是非常有经验的人，容易突破思维局限。当然，对产品有丰富经验的人还是要有1-2个的。

连续创业者并不比初次创业者更容易打造伟大企业。是否初次或连续创业者不重要，关键是对问题有深刻的见解。

要了解公司和团队的真实现状，要多问问金字塔底部做事的人。

坏的迹象：创业者想打造伟大企业，还是仅仅想赚钱？后者的动机不足以促使创业者忍受各种痛苦，且会考虑让估值高的人来投资。

坏的迹象：有几个不胜任的高层，即便团队卓越，其表现也将会相当平庸。

坏的迹象：团队之间猜忌，不信任。优秀的重要员工或创始人离职

坏的迹象：企业家无诚信，不投资。投资人和企业家一般在条款谈判过程中可窥见迹象。他如何对待你，决定如何对待客户 + 员工 + 产品。

最后，衡量一个创业团队的标准可以看做是CEO、高层团队、工程师和其他关键人物和所做事物的契合度。我看中的更多是团队的能动效率（Effectiveness）而非其经验多少，因为历史证明了，有无数成功的公司是由毫无经验的人做成的。

四、时机 (Timing)

时机一定程度上，有个同义词叫运气。

创业成功，需要很多好的因素同时出现。特别是技能和运气。

坏的迹象：举例说，如果你去喂狗，发现狗根本不吃，旁边还躺着一群肥胖的狗，说明时机已经晚了。

坏的迹象：如果要非常费尽教育客户，说明时机太早了，还不成熟。

这四个方面是迹象投资方的核心。通过对创业者深入的交谈和了解，和其员工和客户经常在一起，是可以发现迹象并判断的。

所谓鸡有鸡路，鸭有鸭路。VC 投资的方法论很多，这也许是一种思路。很多时候至上而下的方法不一定有用，特别是 VC 投资往往不限定行业，不然路会很窄。而投资人很多时候根本不懂行业，所以看迹象的方法还是可操作的。

最后，发现 VC 投资人的优质朋友圈很重要。很多很牛的项目，都是投资人很早就认识了其他重量级的投资人，如 Paypal 黑帮的 Peter Thiel，很多好项目是他们在一起工作或交往的过程中找到的。

VC 投资思考框架 2

一、Product/Market Fit (PMF)

唯一重要的事情是达到 Product/Market Fit (产品市场的匹配)，意思是在一个足够好的市场中，有一个可以满足市场基本需求的产品。

当产品市场不匹配时，能感觉到用户并不能获得获得足够价值，没口碑传播，使用量没快速增长，媒体报道一些无关痛痒的话，销售流程非常长，很多协议最后没谈成。

而当产品市场匹配发生时，总能感觉到产品上线或制造有多快，用户量或购买量增长就有多快。你不断地招聘员工。不断有记者打电话过来，因为他们听说这是一个炙手可热的新东西。

因此，创业公司只有两种状态，一类是找到 PMF 的，另一类是没有找到的。

市场是最重要因素。在一个非常好的市场中（一个有着大量潜在客户群的市场），市场本身会引导公司做出产品。开始产品不需要多好，只要勉强够用便可。当你拥有一个好的市场时，团队也很容易升级。相反，在一个糟糕的市场中，哪怕有最出色的产品和最好的团队，最后结果也一样是失败。为了你好到不可思议的产品，会花几年的时间去寻找那些并不存在的用户，而团队最后也会士气消退并逐渐退出，最后公司难逃一死。

公司失败因素的第一位是缺乏有效市场。当一个伟大的团队遇到糟糕的市场，市场获胜；当一个糟糕的团队遇到伟大的市场，市场获胜；当一个伟大的团队遇到伟大的市场，会发生一些神奇的事情。

二、Market Size and Growth 市场大小和成长性

市场大小和潜力决定企业估值天花板。介绍如何确定潜在市场规模 Total Addressable Market (TAM)。

1) 市场大小 - 至上而下法

错误逻辑：我们要做在线电商，做民族服装互联网品牌。你看中产阶级消费崛起，却没自己品牌。所以，这是很好机会，打算切入这个市场。根据网上数据，预计这是一个 2 万亿的服饰市场。所以机会非常大。

这种逻辑不对，是公司自己想象出来的，网上随便找了一个感觉贴切并且足够大的数字。投资人需计算 Total Addressable Market (TAM)，也才是真正的潜在可达市场规模。

怎么从“2 万亿”演化到 TAM 呢？

1. 服饰市场包括各种服装和首饰等，而公司只有衬衣。经比对，服装市场占 2 万亿的 50%，而衬衣市场又占服装市场的 10%，所以实际市场只有 2 万亿的 5%，也就是 1000 亿。
2. 这 1000 亿中，80%通过线下渠道售卖，而因为公司做的是互联网品牌，线上售卖，所以市场空间只剩 20%，就 200 亿。
3. 公司定位中高端市场，这个市场只占整个线上售卖市场的 30%，最后剩下 60 亿。

所以，公司认为的 2 万亿市场，实际只剩 60 亿。（这还没算卖男卖女，卖老人卖小孩）

2) 市场大小 - 至下而上法

- 1) 定位宏观市场的用户群——全国会穿衬衣的人（假设是 1 亿）
- 2) 定位到针对性的用户群——会穿中高端衬衣，并且会在网上购买的人（假设是 1 亿的 5%，即 500 万）
- 3) 计算每次购买的客单价——每一件衬衣的价格*每次购买的件数（假设是 $300*2=600$ 元）
- 4) 计算每年的采购频次——假设是 2 次

整个市场规模等于 $1 \text{ 亿} * 5\% * 600 * 2 = 60 \text{ 亿}$ 。而，至上而下法计算出 TAM 是 60 亿。相互印证说明计算是相对靠谱的。如计算结果相差很大，那就要找原因，进行调整。

Fact Check Tips:，多维度确认数字合理性。如前十大企业占市场份额 20%，而他们一共收入 1 亿，那整个市场就是 5 亿。之前计算出来 60 亿 TAM 就不合理。

3) 市场成长性 Market Growth

虽然现在市场规模 60 亿，但还要关注市场的成长性 (Market Growth)。如上案例中，国内服装市场的增速，线上渠道售卖的迁移，和中高端品牌在整个市场的占比，这三点都是重要参考指标。开始很小，却在高速成长性的市场，最适合创业。如早期海淘，母婴市场等。

成长性的另一维度，如把产品做到更易用、更便宜，那么本来不使用的人会变为新使用者。例如，把高端时尚服装做的足够便宜 (Zara)，把插线板做的精美实用 (小米插线板)。

另外，要考虑能否垄断市场，还是充分竞争的分散市场，决定能够获得多少的市场份额，即市场份额 Market Share。TAM 假设公司拥有 100% 市场份额时的市场规模，衬衣市场显然很难垄断，甚至很难达到很大的市场份额。

在充分竞争市场，能到 5%市场份额就很不错了，所以虽然是个 60 亿的市场，就算企业做到极致，能够拥有的市场份额也就 5%，折合 3 亿。而如果 Market Growth 每年是 30%（考虑消费升级、中产阶级崛起等因素），3 年以后，市场规模就是 6.6 亿。

最后，判断市场规模大小至关重要，小市场中有可能产生优秀的企业，但绝对不可能产生伟大的企业。而我们的方法论真的可靠，能预测未来？答案是否定。人们没吃过臭豆腐之前，不会有人觉得臭的豆腐会好吃。在预测市场规模大小方面，很多证据表明，不论是已经成功的企业或个人，预测的准确性都不高。所以，可靠的方法是，让初创企业快速低成本的去闯。

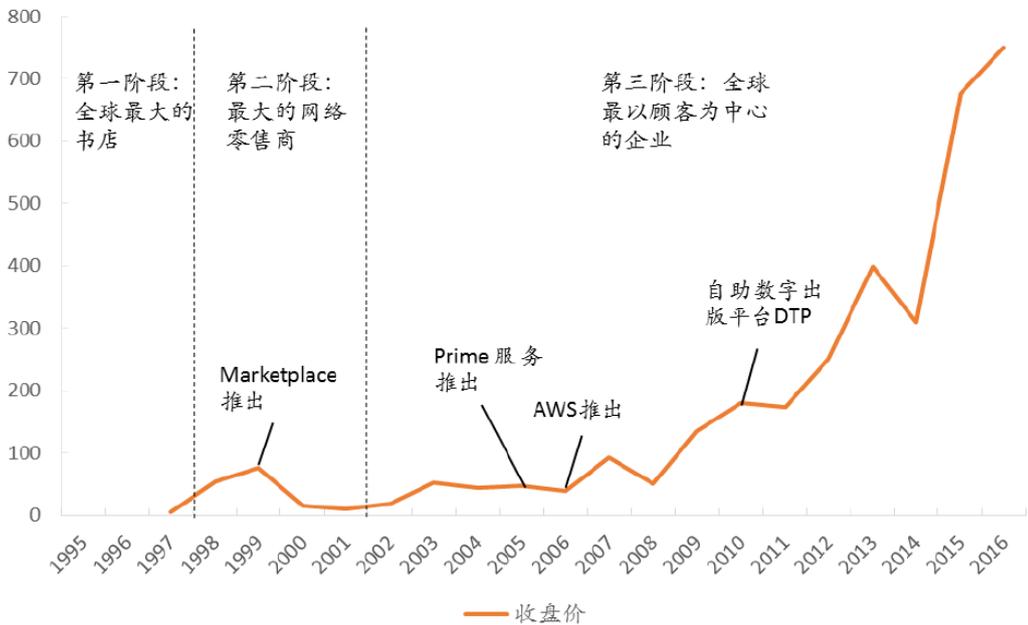
辩证思考 1：“唯 TAM 论”的做法是有问题的

表面看，用 TAM 作为关键投资指标是完全合理的做法。但如过去 25 年里，将 TAM 投资框架应用到投资中，可能会错过最成功的投资案例。特别是最成功的早期科技公司案例，大部分在 A 轮融资时 TAM 是相对较小的。

以 Uber 为例。在 Uber 2011 年完成 A 轮融资的时候，产品定位是成为黑色轿车、高级轿车这种高档汽车打车服务的替代品，而不是出租车的替代品。当时，全美汽车服务市场的年营收是 20 亿美元，假设 Uber 占 20% 市场份额，那 TAM 则为 4 亿美元（20*20%）。

后来，Uber 推出价格更低的打车服务 Uber X，成为出租车的替代品，这也让它进军全球市场的雄心更明显。不过即便是在 2014 年，如果全球出租车和汽车服务市场规模按 1000 亿美元计算，假设 Uber 能占其中 20% 的市场份额，那么 Uber 的 TAM 为 200 亿美元，这依然有些低估 Uber 的真正价值和发展空间。

亚马逊是最为经典的案例，从最初定位“全球最大的书店”，到目前“最大的网络零售商”，再转变为“全球最以顾客为中心的企业”。各阶段对应 TAM 完全不是一个量级。



在创业公司发展早期，如果 TAM 是可以定向误导投资人的，那么公司创始人和投资人应该如何考虑市场规模的重要性呢？当然，市场机会的最终规模是最为重要的。在评估市场机会大小的时候，除考虑 TAM 因素外，还要考虑以下几个要素：

- (1) TAM 扩张性：最优秀的公司总会从根本上改变他们所在的市场。他们采用的方法有很多：消除摩擦、提高

便捷性、支持新的使用场景、降低价格等等。通过这些方式，他们可以大幅扩大市场规模。Airbnb 是怎么扩大短租市场的市场规模的呢？它通过消除出租自己的房子或租住别人的房子中所存在的信任障碍，从而大大增加了短租市场的 TAM。

(2) 可靠的临近效应：在很多情况下，一家创业公司提供的最初产或服务只是未来进入一个更大市场的铺垫。例如，Amazon 最开始只销售图书，因为图书品类的 SKU 数量远超其他品类，而且图书的用户群非常广泛。现在回过头去看，图书只是 Amazon 为后续能在线上销售一切商品所做的一个铺垫。这里的重点是要了解哪些临近是真实的哪些是虚构的。

(3) 新兴市场潜力：成功的创业公司通常都是赶上了一个新兴市场的浪潮，这个新市场刚开始虽然非常小，在未来将会变得很大，当然这个市场的大小和这家创业公司本身没什么关系。WhatsApp 是抓住了智能手机革命的浪潮，Coinbase 则是赶上了密码货币兴起的浪潮，诸如此类。在科技行业，那些能成为第一个在一个新兴品类里发展扩张起来的公司往往拥有巨大的发展优势。投资那些在一个新兴类别市场中的第一个早期玩家将是一个很好的赌注。

(4) 使用频率：作为消费技术市场的一个通用规则，用户使用一款产品或服务的频率是与这个市场的规模密切相关的。如果一个产品能让很多人经常使用，它通常有机会成长为一家大公司。中国的共享单车企业 Ofo 和摩拜就属于这类公司。共享单车的 TAM 目前依然是相对比较小的，收费也比较低，但投资人看中的是用户使用的高频率，用户每天使用 2-3 次共享单车作为自己的通勤工具。

不管怎么说，公司创始人和投资人应该持续思考他们所服务的市场的规模，这有助于帮助他们制定优先发展方向、了解客户细分、获得隐藏的洞见。但又不能完全相信市场规模，如果你看到了一个机会，不要让市场规模这个东西阻碍你打造一家伟大的公司。

三、可持续增长的动力和路径

可持续增长的特征体现在一条简明的规则：**新客户是由老客户的行动带来的。**

1) 老客户推动可持续增长的四个主要动力

1. 口碑相传

客户对产品非常满意，会介绍好友使用。例如早期微信、滴滴、摩拜等。笔者在微信早期，至少把微信推荐给十个以上的朋友。一些伟大的产品，单个客户往往会推荐给至少 4-5 人以上。

2. 产品使用带来的衍生（认知）效应

客户使用产品时，会引发周围人对该产品的认知，甚至跟风使用。比如客户用微信支付时，周围的人也会主动接触到该产品。

3. 有收入来源的广告

新产品通过广告吸引新客户使用。但为了有可持续性，广告费必须由收入支付，而不是很久都用一次性的风险投资作为来源。获取客户的边际成本比他带来的收入低，超出利润就可用来获取更多客户。

4. 重复购买和使用

产品通过自愿的定期付费计划或多次购买，实现重复购买的模式。当然，也有些产品和服务，是有意设计成只能使用一次的，例如婚礼服务。

四者之间是相辅相成的拼图关系，为可持续增长提供主要动力。Google 和 Facebook 很幸运，完全通过口碑传播，获取客户成本为零。而滴滴和摩拜等开始就通过资本烧钱来快速堆积。

2) 三个主要增长引擎（模式）

三种可持续增长引擎，指出实现增长的路径。

1. 黏着式增长引擎

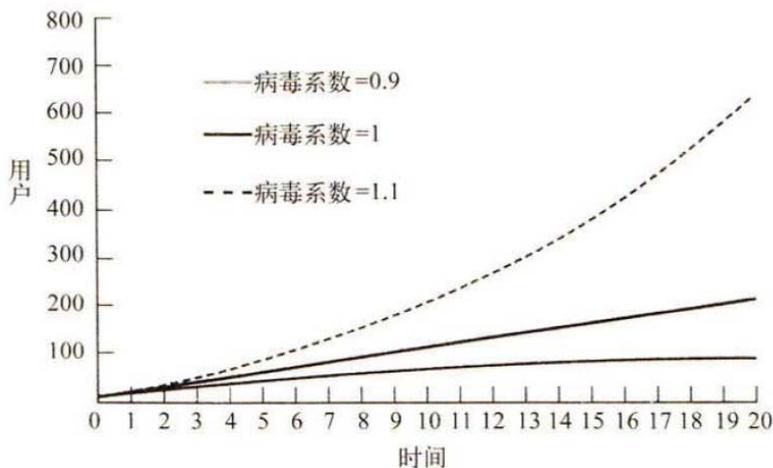
要求有高的**客户保留率**，客户开始使用产品，并会接着用下去。替换成本要高。如客户取消服务，意味对服务非常不满。例如，企业使用的财务或 OA 软件。

因此，使用黏着式增长引擎的公司，必须仔细追踪客户流失率。控制黏着式增长的规则很简单，如果取得新客户的比率超过流失率，产品就会增长。如客户保留率 61%，而新客户增长率 39%，两项抵消仅为 0.02%，就要小心了。

2. 病毒式增长引擎

和口碑传播有所区别，病毒式增长引擎特点是产品依靠人与人之间的传递，他们不需要为产品说好话。只要客户使用产品，就自然会有增长。比例早的 Hotmail。

传播速度取决于**病毒系数**。系数越高，传播越快。如传播系数为 0.1，那 10 个客户中有 1 位介绍 1 个朋友，这就不是一个可持续的循环。在该模式下，公司必须努力提高病毒系数。开始一些微小的变化，对后面成败关系很大。所以，这类模式一开始基本都是免费的，很难收费。



3. 付费式增长引擎

如能从一个客户赚 1 元，获取客户成本 0.8 元，收入比率为 20%，并可再投入新客户开发。这是付费式增长引擎的工作方式。同时，要么提高每个客户的收入，或降低获取新客户的成本。

总结，技术上说，某项业务一次可运行几种增长引擎。比如，极快的病毒式增长 + 客户流失率低。但经验是，成功的初创企业只会专注其中一种增长引擎。试图建立包含三种引擎的增长方式，往往会造成混乱。

四、分析企业的基本指标和方法（互联网相关企业）

1) 最基本指标 CAC、LTV、PBP

CAC（Customer Acquisition Cost）用户获取成本

花费 1000 元在两个广告渠道（各 500 元），渠道一带来 0 个客户，渠道二带来 5 个客户。公式 = 总渠道费用 / 总获取客户 = 1000 元 / 5 个 = 200 元，这是预算的基础。

要注意，用户增长 100 人，共花费 1000 元渠道费用，用户获取成本也许不是 10 元（被低估了），100 人里也许有自然增长的成分，并不都是通过 1000 元渠道费得来的。要把自然和渠道增长分开，否则会误导。

CAC 应该是总市场花费（包括销售、市场人员的工资等） / 带来的新用户数。CAC 是平均值，如使用不同渠道，每个渠道会有自己的 CAC，就有比对优化的空间。所以，CAC 有很多维度，需把各种渠道和情况都分析透。

LTV（Life Time Value）用户的终身价值

首先，LTV 应该用毛利来计算，而非收入。要衡量花出去的钱能否赚回来，所以要用真正赚到手的钱来计算。

其次，计算 LTV 要考虑用户流失率。如一月获得 100 家客户，在二月仅剩 90 家，则月流失率（Churn Rate）为 10%，相对应的留存率为 90%。留存率见 Cohort Analysis 分析。

最后，要考虑用户购买频次或客单价变化，这就复杂了。（可以合理参考历史数据，得出一个 Historical LTV。）

所以 LTV 的相对准确的计算公式是：（某个客户每个月的购买频次 * 每次的客单价 * 毛利率） / （月流失率）。

LTV > CAC 时模式是有可能性的，LTV < CAC 时模式是无意义的，而 LTV / CAC = 3 时公司最能健康发展（小于 3 说明转化效率低，大于 3 说明在市场拓展上还太保守）。

PBP（Payback Period）回收期

PBP 指花出去的用户获取成本多长时间可回本。如忽略 PBP，哪怕 LTV > CAC 也可能会出问题。PBP 一年内为佳，因为 LTV 的计算是可以长达 5-10 年的，但现金流和融资压力却逐年累积。PBP 越短，越有利于公司的现金流和再投入，减轻融资压力等。

在市场好的时候，投资人更关 LTV，市场不好时，则希望 PBP 越短越好。

2) Net Promoter Score（净推荐值）

我认为这才是最重要的客户口碑和增长指标。Net Promoter Score（净推荐值），NPS 是现有用户向其他人推荐你的产品和服务的可能性指数。

净推荐值的公式：（推荐者数 / 总样本数）× 100% - （贬损者数 / 总样本数）× 100%



推荐者（得分 9—10 之间）：是具有狂热忠诚度的人，他们会继续购买并引见给其他人。

被动者（得分 7—8 之间）：总体满意但并不狂热，将会考虑其他竞争对手的产品。

贬损者（得分 0—6 之间）：使用并不满意或者对你的公司没有忠诚度。

NPS 逻辑是推荐者会继续购买并且推荐给其他人来加速你的成长，而批评者则能破坏名声，并让负面的口碑中阻止成长。

NPS 得分值 50% 以上是不错的。如 NPS 得分值 70—80% 之间则证明公司拥有一批高忠诚度的好客户。调查显示大部分公司 NPS 值在 5—10% 之间徘徊。2009 年净推荐值基准报告，苹果公司的 NPS 目前最高，为 77%。

NPS 之所以靠谱，是因为推荐者向其朋友推荐产品时，等于用自己的信誉背书。

然而，对做投资而言，投资人很难获得真实的 NPS 数据。（暂无解，以后再补充）。

3) Cohort Analysis (同期群分析)

平均数据容易误导。所以，把数据进行分组后来分析。Cohort Analysis (同期群分析)，就是按照不同时期进入的用户，分别考察其后续的行为情况。

第一步：第一列为月份，第二列每月新增用户数，右侧表格为当月新增用户数在后续每个月的留存情况

月份	新增用户	每月留存用户数												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		78	75	72	70	69	67	66	66	65	64	63	63
2月	88			88	86	82	78	77	76	73	72	70	70	68
3月	105				103	103	98	94	92	90	86	82	81	80
4月	110					107	106	102	99	97	92	90	88	87
5月	115						114	112	105	98	97	96	96	92
6月	128							128	122	119	115	110	109	105
7月	137								136	129	122	118	116	114
8月	151									149	145	135	133	130
9月	161										158	154	151	150
10月	168											161	158	151
11月	170												166	165
12月	177													176
当月总下单用户数	-		78	163	261	362	465	580	696	821	952	1,080	1,231	1,381

第二步：横向比较，看每月新增用户在后续各月的留存率情况。纵向比较，看出不同月份新增用户，分别在当月、下个月等的留存表现。

好的迹象 1) 横向留存数据最终停留在一个固定的留存率上，比如稳定在 80%，说明这批用户是稳定留存下来的，不然如果留存率是一直下降的（哪怕下降的速度很慢），也会最终归零。2) 纵向留存数据应该是越来越好的。因为初创公司持续改进产品，后续的留存率就应该更高。

月份	新增用户	每月留存率												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		97.50%	93.75%	90.00%	87.50%	86.25%	83.75%	82.50%	82.50%	81.25%	80.00%	78.75%	78.75%
2月	88		100.00%	97.73%	93.18%	88.64%	87.50%	86.36%	82.95%	81.82%	79.55%	79.55%	77.27%	
3月	105		98.10%	98.10%	93.33%	89.52%	87.62%	85.71%	81.90%	78.10%	77.14%	76.19%		
4月	110		97.27%	96.36%	92.73%	90.00%	88.18%	83.64%	81.82%	80.00%	79.09%			
5月	115		99.13%	97.39%	91.30%	85.22%	84.35%	83.48%	83.48%	80.00%				
6月	128		100.00%	95.31%	92.97%	89.84%	85.94%	85.16%	82.03%					
7月	137		99.27%	94.16%	89.05%	86.13%	84.67%	83.21%						
8月	151		98.68%	96.03%	89.40%	88.08%	86.09%							
9月	161		98.14%	95.65%	93.79%	93.17%								
10月	168		95.83%	94.05%	89.88%									
11月	170		97.65%	97.06%										
12月	177		99.44%											
		-	98.42%	95.96%	91.56%	88.68%	86.33%	84.47%	82.45%	80.48%	79.26%	78.58%	78.01%	78.75%

第三步：计算每月流失率。备注：这个数据是根据前一个月的数据分别计算的流失率

月份	新增用户	每月流失率												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		2.50%	3.85%	4.00%	2.78%	1.43%	2.90%	1.49%	0.00%	1.52%	1.54%	1.56%	0.00%
2月	88		0.00%	2.27%	4.65%	4.88%	1.28%	1.30%	3.95%	1.37%	2.78%	0.00%	2.86%	
3月	105		1.90%	0.00%	4.85%	4.08%	2.13%	2.17%	4.44%	4.65%	1.22%	1.23%		
4月	110		2.73%	0.93%	3.77%	2.94%	2.02%	5.15%	2.17%	2.22%	1.14%			
5月	115		0.87%	1.75%	6.25%	6.67%	1.02%	1.03%	0.00%	4.17%				
6月	128		0.00%	4.69%	2.46%	3.36%	4.35%	0.91%	3.67%					
7月	137		0.73%	5.15%	5.43%	3.28%	1.69%	1.72%						
8月	151		1.32%	2.68%	6.90%	1.48%	2.26%							
9月	161		1.86%	2.53%	1.95%	0.66%								
10月	168		4.17%	1.86%	4.43%									
11月	170		2.35%	0.60%										
12月	177		0.56%											
		-	1.58%	2.39%	4.47%	3.35%	2.02%	2.17%	2.62%	2.48%	1.66%	0.92%	2.21%	0.00%

Tips: 作为创业公司，除了要分析为什么客户流失，更要深入研究剩下的用户为什么会留下来。从而更好的做好 Product/Market Fit。

第四步：进阶版 Cohort Analysis

Cohort Analysis 还有非常多其他的用法。1) 当月的收入可以拆为：总下单用户数*每个用户的下单次数*单次的客单价。那么在图一的右栏，也可同样对平均下单次数、平均客单价进行分析；2) 按照行为分类，比如表格第一列可以是当月 app 浏览时间超过 10 小时的用户，也可以是参与某种优惠活动的客户等等，而右侧表格可以监测该用户群体的各种行为情况，比如参与了优惠活动的客户在后续几个月的留存是否会更高？下单金额是否会更高？等等。总之，左侧区分用户群体，右侧监测某种动作。

根据 Cohort 分析，我们可以更好的知道运营情况，并解答如下问题。

1. 是否在合理增长？
2. 留存率是否合理？
3. 是否有某个月的数据反常？比如可能某个月的新增渠道改变，造成新增用户的质量有差异，所以后续每月的流失率都下降更快
4. 是否某个月因为做了什么动作而造成历史用户的流失率大幅上升？

如果只看当月的总用户情况，那么上述这些问题都会被掩盖，尤其是新增用户数量大的时候，表面看起来公司用户是在增长，但很可能全都是靠新增用户拉动的。

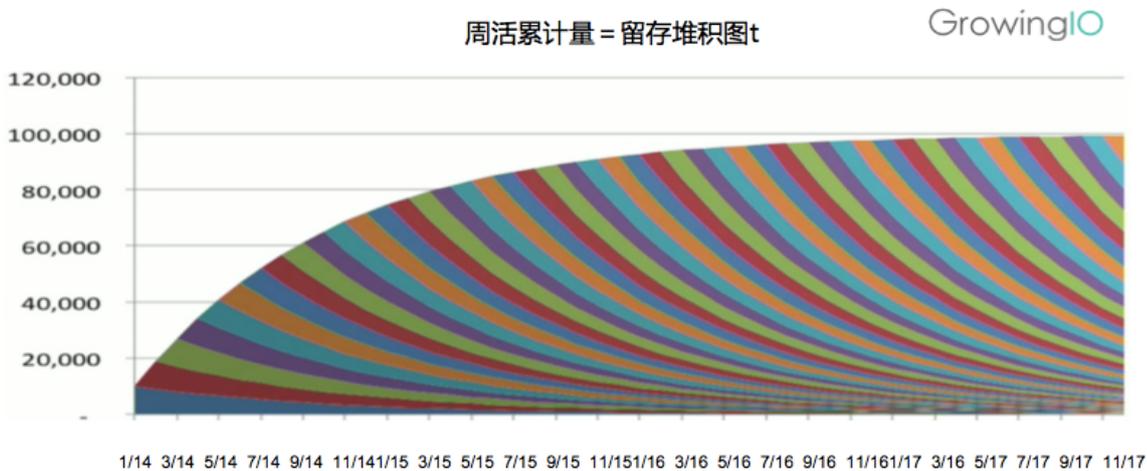
深刻认识增长和留存的关系

第一张图，看似增长的活跃人数：横轴代表时间，纵轴代表周活跃量的总人数，最外面的曲线代表总人数的不断增长，尤其是在初期。再看图形里面的每一个颜色，随着时间的变化而不断变细。这些不同颜色代表每周进来的用户，他们随着时间的变化慢慢流逝，最后只有一小部分群体留存下来；而最外面的曲线代表的就是留存的总人数。这其实是一个留存的堆积图，把每一天的留存都堆积起来形成了周活跃用户；同时这里面有进有出，总的就是周的活跃量。

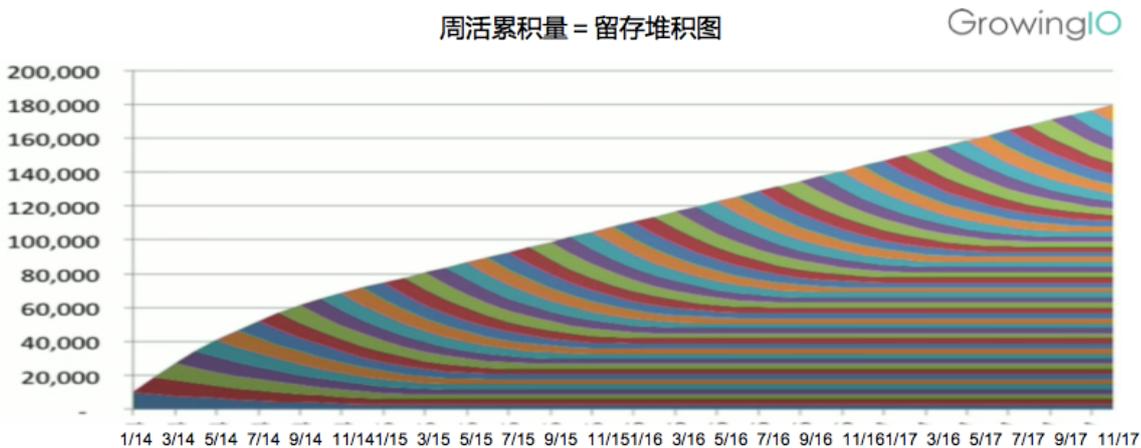
第二张图，真正增长的活跃人数：随着时间的变化，可以看到不同层级的颜色，经过一段时间变成平稳的一条线，这说明我们的客户有一部分留存下来。这时，我们不仅有拉新拉来的新用户，也有之前留存下来的老用户，这些用户数加起来才是真正的用户增长。

分析上面的两条曲线，我们能发现表面上用户都在增长。但是，第一张图的用户留存是在不断减少的，而第二张用户留存后期趋于稳定，所以总用户数在不断增长。要想实现持续的真正的增长，就要设法让用户留下来。

看似增长的活跃人数



真正增长的活跃人数



生活感悟：企业家精神 vs 严谨的逻辑

很多投资人和创业者会用很多模型、逻辑、图表来预测未来，好像未来可以一早就被计划好的。但这中间缺了一个很重要的因素，就是企业家精神。因为，很多生意都是在不确定性中摸索出来的。要进行这种摸索，需要企业家精神。

企业家精神就是不折不挠的精神，在不确定的情况下做出决策，在人人都不看好的情况下，满怀希望往前冲的精神。

当然，企业家精神很难具体描述和衡量。笔者认为，最基本是企业家本人要相信自己兜售东西的价值。企业家在为自己解决问题和需求，创业项目要具备“personally connected”的属性。先不管项目好坏，至少在碰到困难时，才能切断后路，坚持下去。回顾当前最牛的一些项目，例如腾讯，投资人问马化腾 QQ 如何盈利，回答是“我也不知道，但就觉得这东西有用”。还有阿里巴巴早期融资被无数家 VC 机构拒绝，马斯克的 SpaceX 第三火箭发射失败，资金链即将断裂，如果纯属只是想赚点钱，恐怕是无法坚持下来的。

其实这个世界上，最不缺就是具有严谨逻辑，系统化思维的人才。这种人才甚至是过剩的。如果聚集这种人才，就能创办伟大的企业，投出伟大的项目，那直接来个顶配，叫上美国常青藤，清华北大，问题似乎就迎刃而解了。而事实并不是这样的。想想那些曾拒绝腾讯、阿里巴巴的 VC 们，他们都是精英，最擅长的就是逻辑。而孙正义找到马云时表示：The business model is wrong, but, Jack has a strong leadership, his eye is shining. 严谨的逻辑肯定有用，否则我们就白读书了，但又不是那么有用。

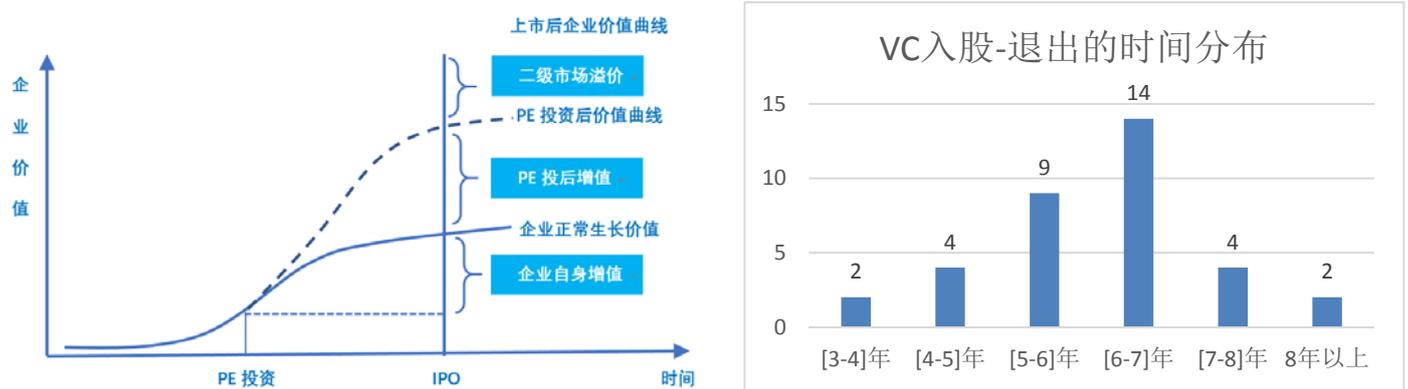
第三章 私募股权的投资策略和借鉴

除了投资经理个人和团队的水平外，私募股权的投资策略和优势，决定了私募机构能走多远。

一、获利来源、退出比例、退出时间、马太效应

首先，先科普 PE 投资获利的三段来源。第一段是企业自身的增值，第二段投后助力和协同产生的增值，第三段是 IPO 后二级市场的溢价。

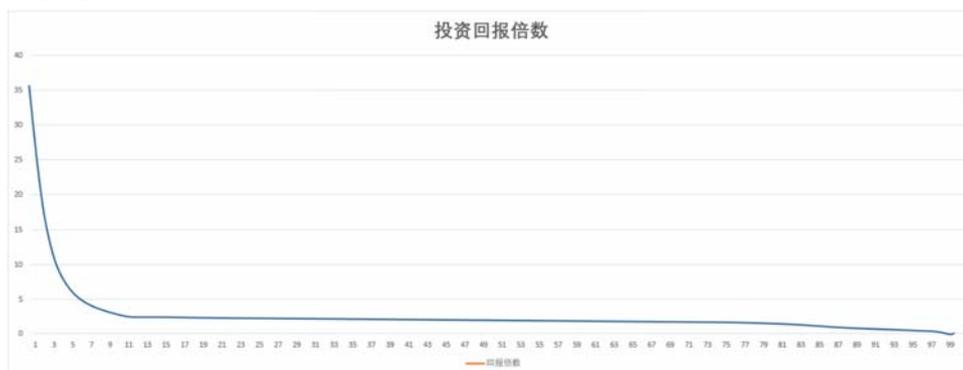
分析国内几家著名机构近 10 年的业绩，就算成功 VC→IPO 的项目，平均也要 6-7 年才能退出。



观察投资退出数据，行业前几名其实并不高。虽然投中的项目都给整个基金赚了很多钱。

指标	创新工场 (2016. 10)	真格基金 (2016. 10)	经纬中国 (2016. 10)	红杉中国 (2016. 11)	同创伟业 (2015. 07)
投资数量	273 个	375 个	291 个	494 个	194 个
投资金额	约 40 亿元	22 亿元	86 亿元	514.3 亿元	50 亿元
IPO 项目的数量	1 个	4 个	8	48	14
IPO 项目比例	0.3%	1.1%	2.7%	9.7%	7.2%
并购项目比例	3.7%	2.4%	2.4%	4.9%	3.6%
合计退出数量	11	13 个	16 个	82 个	22 个
合计退出比例	4.0%	3.5%	5.5%	16.6%	11.3%

图为 100 家 VC 机构投资回报倍数的分布图，符合马太效应或恒者恒强。我们需要想办法进入前 10%，不然日子会过的紧巴巴。



二、著名私募机构的案例和借鉴

通过选取和分析国内外几家著名私募机构，我认为

1. 私募股权投资已从 PE1.0 时代（考验眼光，确保收入和盈利的增加），和 PE2.0 时代（考验关系，确保市盈率的提升），进化到 PE3.0 时代（**考验 PE 的能力，通过增值服务**）。私募机构必须做的非常专业，能提供增值服务，才有人肯帮。确保自己投和别人投有区别，而不是去搭顺风车。例如，能提供产业协同、夹层基金、帮助规范管理、找人才、设计股权激励等等）
2. 从私募基金完整的投资期来度量，最牛的基金也才 IRR 20%稍多，IRR 10%以上也很少。剩余**大多数 PE 机构表现都很一般**。如果某基金特别高，可能是阶段性的，或指某个项目。
3. 顶级的私募基金，都有其独特的投资策略和优势；且这种策略和优势有其历史渊源，我们不应该也没办法去简单复制。但我们可以**学习别人好的地方**，并根据自身现有的资源（例如，募资优势、行业知识储备、商务资源、人脉等），建立机构自己独有的，差异化的投资策略和优势。
4. 有些成功需要背后的积累。多了解成功背后的原因，**追求必然，而不是偶然**。

（一）盈科资本（Pre-IPO 模式）

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 投资领域：专注 Pre-IPO 投资，聚焦治理规范、符合上市要求的细分行业龙头。 	<p>机构特色</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 通过高度集成的工厂化作业模式来保证投资的规模和质量。投资流程细化为项目立项、尽职调查、内核风控、投资决策等多个阶段，每个团队只负责其中的一个环节，保证了各个团队的专业性、独立性与项目运转的高效性。 ■ 盈科资本以券商内核制度标准创新性地建立了项目内核委员会。根据 IPO 标准对项目进行审核。由资深保荐人担任主席的内核委员会在尽调团队深入调研的基础上进行内核，保障了项目投资质量和 IPO 成功率。 ■ 退出策略上，与多家上市公司成立并购基金寻求多元化退出模式。 ■ 资金 90%以上来自大型金融机构，成本低 + 来源稳定
<p>机构业绩</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 投资六年来累计投资项目 60 余个，其中火炬电子和南威软件等 11 家企业已在境内外成功上市或并购退出，近 10 家企业在会排队。 ■ IPO 项目： <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;">    </div>	
<p>要点总结：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 优秀的投资机构普遍具有 1-2 个突出亮点，如盈科资本以券商内核制度标准的风控 	

(二) 九鼎 (全产业链模式)

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> 在私募股权投资领域深耕近 10 年，从单一的商业模式向全产业链模式、系统性平台转变，不再是专注于某一特定时间的投资，而是构建资本的全产业链和要素的大系统平台，形成天使、创投、pre-IPO、并购、债权、固定收益、夹层、海外投资等多种私募投资管理模式相辅相成的业务格局。 	<p>模式优点</p> <ul style="list-style-type: none"> 创新性的开创了标准化、体系化、可复制的 PE 投资募、投、管、退流程和高质量的执行标准 								
<p>机构业绩</p> <ul style="list-style-type: none"> 高峰时期在 2011 年投资近 100 家企业，成为 PE 工厂。 	<p>行业内独创的系统化/流程化/标准化模式</p> <table border="1"> <tr> <td>资金募集</td> <td>中国最大的资金募集团队，总数超过 100 人 总部对接大型机构客户，8 大地方团队广泛覆盖高净值个人、金融机构、产业集团、政府机构和第三方财富公司</td> </tr> <tr> <td>投资风控</td> <td>项目开发团队超过 100 人覆盖全国，研究团队超过 100 人按 20 多个细分行业分组，自建超过 40 人的风控团队 客观详实的流程、行业聚焦、专业分工、自主调研、外部验证、标准流程、详细指引、多轮评审</td> </tr> <tr> <td>投后管理</td> <td>投后经理约 30 人，拥有券商、审计、产业等丰富经验，对接九鼎集团资源体系 负责 IPO 进度协助、对接上市公司并购退出、龙头并购计划、回购条款履行、司法程序执行</td> </tr> <tr> <td>项目退出</td> <td>地方项目开发经理、总部投资经理和专职投后经理组成项目跟进组协助每一个项目的退出 截至 2016 年 6 月 30 日，九鼎投资所管理的基金投资项目中已上市企业及挂牌新三板企业 97 家 退出途径包括 IPO 上市、新三板挂牌、被上市公司并购、回购协议执行</td> </tr> </table> <ul style="list-style-type: none"> 小巨人模式对外开放自身平台资源，激励作用明显。九鼎推出“小巨人计划”即是在 GP 层面分出 30% 的股权给外部团队。由九鼎投资和优秀专业人士及其团队共同出资设立投资管理机构，开展某一项或几项具体细分领域的投资管理业务，拓宽传统成熟型企业参股投资之外的业务领域。通过公司的资源支持，帮助小巨人成长并拓展新的业务领域，实现公司和优秀团队的共赢发展。具体合作方式上，采取与相关人选及其团队核心骨干设立冠以“九鼎”字样的合资公司的方式予以实施，九鼎或其子公司在合资公司中持股比例为 70% 左右。 	资金募集	中国最大的资金募集团队，总数超过 100 人 总部对接大型机构客户，8 大地方团队广泛覆盖高净值个人、金融机构、产业集团、政府机构和第三方财富公司	投资风控	项目开发团队超过 100 人覆盖全国，研究团队超过 100 人按 20 多个细分行业分组，自建超过 40 人的风控团队 客观详实的流程、行业聚焦、专业分工、自主调研、外部验证、标准流程、详细指引、多轮评审	投后管理	投后经理约 30 人，拥有券商、审计、产业等丰富经验，对接九鼎集团资源体系 负责 IPO 进度协助、对接上市公司并购退出、龙头并购计划、回购条款履行、司法程序执行	项目退出	地方项目开发经理、总部投资经理和专职投后经理组成项目跟进组协助每一个项目的退出 截至 2016 年 6 月 30 日，九鼎投资所管理的基金投资项目中已上市企业及挂牌新三板企业 97 家 退出途径包括 IPO 上市、新三板挂牌、被上市公司并购、回购协议执行
资金募集	中国最大的资金募集团队，总数超过 100 人 总部对接大型机构客户，8 大地方团队广泛覆盖高净值个人、金融机构、产业集团、政府机构和第三方财富公司								
投资风控	项目开发团队超过 100 人覆盖全国，研究团队超过 100 人按 20 多个细分行业分组，自建超过 40 人的风控团队 客观详实的流程、行业聚焦、专业分工、自主调研、外部验证、标准流程、详细指引、多轮评审								
投后管理	投后经理约 30 人，拥有券商、审计、产业等丰富经验，对接九鼎集团资源体系 负责 IPO 进度协助、对接上市公司并购退出、龙头并购计划、回购条款履行、司法程序执行								
项目退出	地方项目开发经理、总部投资经理和专职投后经理组成项目跟进组协助每一个项目的退出 截至 2016 年 6 月 30 日，九鼎投资所管理的基金投资项目中已上市企业及挂牌新三板企业 97 家 退出途径包括 IPO 上市、新三板挂牌、被上市公司并购、回购协议执行								
<p>要点总结:</p> <ul style="list-style-type: none"> 投资的系统化、流程化、标准化能最大限度发挥了机制的作用 									

(三) Tiger

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> 投资领域: PE+二级市场，各有两个合伙人负责 资管规模: 约 200 亿美元，其中 PE 100 亿美元 (平均单只 10 亿美元，投资前 1-2 年) PE 组织架构: 共 5 人，1 个 Partner 负责美国+印度 (下属 2 人)，1 个 Partner 负责中国 (下属 1 人) PE 行业分布: TMT 90%，其他 10% (新东方+学而思) 	<p>机构特色</p> <ul style="list-style-type: none"> 高效 10 人小团队，人均管理资产高达 20 亿美元 预期回报 5 年 3 倍 流程和决策机制相对灵活，Partner 话语权很高 关注趋势，但并不在早期赛道，而是在赛道比较清晰时先于其他投资人发现并下注 提前建立对行业的深度认知，与 CEO 见面时可进行战略/业务探讨，形成对目标项目的吸引力 对价格和条款不敏感 (可以不要董事会席位、不要 LP、不要 Redemption、甚至不要 Preferred Shares)
<p>基金业绩</p> <ul style="list-style-type: none"> 10 只 PE 基金整体 IRR 39% 京东网: 投资 2.25 亿美元 (B 轮 2500 万美元+C 轮 2 亿美元)，回报率超 30 倍 美图: 投资 1-2 亿美元，回报 5 倍 Flipkart: A 轮起每轮都投，合计 8 亿美元，回报率 7 倍 	
<p>要点总结:</p>	

- 行业深度认知，一旦看准，非常坚决 (all in)
- 薪酬充分激励，2%管理费基本分光。(Tips: 最好是投资人员自发性的时刻都在琢磨工作，前提是有上升的空间+钱给到位)

(四) DST

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 资管规模：75 亿美元（2009 年成立，已投完 4 只基金 50 亿美元，当前在投第 5 只基金 25 亿美元） ■ 组织架构：5 个合伙人+下属 4 人，（中国团队 1 个合伙人+下属 2 个） ■ 行业分布：TMT ■ 地域分布：美国 50%，中国 40%，印度 10% ■ 投资项目选择：估值 5 亿美元以上，每只基金投 7~8 个项目；从 PE 投资角度出发，以数据为基础做投资判断 	<p>机构特色</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 高效小团队，人均管理资产高达 8 亿美元 ■ 预期回报 5 年 3 倍 ■ 把时间花在成功的交易上，开始可以少量参与，看准后不断加磅 Facebook：第 1 轮投资 2 亿美元（估值 100 亿美元），共投资 4 轮以上 10 亿美元 小米：共投资 7 轮；京东：共投资 3 轮；滴滴：共投资 3 轮；阿里：共投资 2 轮 ■ 系统性使用 Syndicate 策略，在优质项目上大额配置：只找几个重点 LP 合作，在主基金募集阶段即把未来 Syndicate 的关键条款（管理费及收益分成、时间、权责等）全部谈好，出现投资机会时仅给几天让 LP 做项目判断
<p>基金业绩</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 已投完 4 只基金合计 IRR 100%，回报 30 倍以上，超过 10 亿美元回报的项目数市场第一 ■ Facebook:投资 10 亿美元，回报 10 倍 	
<p>要点总结：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 和 LP 出资人和银行要搞好关系，大项目急需几十亿筹措不容易，窗口期很短，甚至来不及尽调，关键时候能果断支持。 ■ Tips: Double-Down 是一种策略，你赢了一块钱，再押两块钱。对于好的公司，你第二轮的时候一定要 double down。两倍的。又过了大概 18 个月，也许时间短一点。他们这个公司又分化了。你一定是把最多的钱，给了最好的两家。所以你这个回报是最高的。 	

(五) VISTA Equity Partners

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 资管规模：140 亿美元 ■ 投资领域：以软件为中心的企业，包括软件产品、SaaS 服务、以及技术驱动的商业和信息提供商 	<p>投资哲学</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 公司发展并不断完善一套严格的、可扩张的流程来发现和评估潜在投资机会、设计交易架构、为企业提供附加价值、并最终实现高额投资回报 ■ 与管理层利益绑定，通过自创的 Vista Specific Operational Improvements (SOPs) 协助公司提高运营管理，创造长期价值 ■ 向被投资企业提供各种附加价值，包括：战略分析和定位，提高运营效率，预算管理，评估和操作并购投资，行业研究和竞争分析，发展战略合作对象，寻找管理人才
<p>基金业绩</p> <p>自创立以来，基金实现了连续 15 年、每年平均 31% 的投资回报率，在所投的超过 110 个投资和收购项目（包括超过 60 家控股交易）上，从未亏过钱</p>	
<p>项目评选标准</p>	

<ul style="list-style-type: none"> ■ 投资金额：2,000 万-7 亿美元 ■ 拥有重复增加的收入 ■ 有粘性的解决方案 ■ 有经验的管理团队 ■ 较高的核心竞争力 ■ 有利的市场环境 ■ 强有力的价值定位 ■ 拥有潜在高盈利（利润率）的能力 	<p>成功要素分析</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 行业专注：深耕软件服务领域，对行业深刻理解，并发现和投资兴奋领域有潜力成为龙头的公司 ■ 长期价值：从尽调期间就开始考虑如何为被投资企业提供价值，与股东利益捆绑，共同成长，创造长期价值
<p>要点总结：专注企业软件 + 行业深刻理解 + 控股型投资 + 大企业退休 CEO 做专家，投后深度协同并入驻。 所以，事业没有大和小，只有做的好和坏。小角色做好，也能出彩。</p>	

（六）天图资本

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 2002 年创立，2008 年起聚焦消费 ■ 累计投资项目近 80 个，累计投资金额超过 40 亿元 ■ 根据天图资本挂牌新三板相关文件，其投资业绩较好 ■ 已有 20 个项目实现退出，退出项目加权 IRR 超过 50% ■ 在管项目 50 余个，在管项目基于估值的 IRR 超过 15% 	<p>投资策略</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 首先，把“定位理论”用于天图资本自身战略 <ul style="list-style-type: none"> - 天图认为，需要聚焦才能形成独特竞争力 - 公司专注于品牌驱动型企业，使天图成为“中国消费品投资专家” ■ 其次，明确核心投资策略 <ul style="list-style-type: none"> - 品牌驱动：专注于可能成为品类代表的品牌 - 拐点投资：投资即将走出“战略原点期”的消费品企业，寻求收益/风险比最高的投资机会 - 深度投资：增值服务重，帮助企业渡过成长中的定位劫、治理劫、创新劫 ■ 未来重点定位于抓住消费升级的历史机遇，关注新型消费企业
<p>基金业绩</p> <p>品牌连锁：</p> <p>品牌消费品：</p> <p>消费互联网：</p> <p>医疗与健康：</p>	<p>“除了继续深耕传统消费，还将重点关注消费+互联网的升级，并且依托公司投资积累的大量消费场景和渠道资源，布局对新型消费金融企业的投资，推动实业、金融和消费的大协同，使天图在消费品投资领域步入更高的层次。”</p> <p style="text-align: right;">天图资本首席投资官，冯卫东</p>
<p>要点总结：很有特色，在消费细分领域中再次细分、定位、聚焦 + 深度增值服务。</p>	

（七）OrbiMed

<p>公司简介</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 资管规模：150 亿美元，拥有 80 个投资专家 ■ 投资涵盖：生物制药、生命科技、医疗器械及诊断服务，投资阶段覆盖初创、成长、成熟和上市后 	<p>投资理念</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 长期积累专业医疗领域 <ul style="list-style-type: none"> - 20 年一直专注于医疗产业的投资 - 内部有专门的医学博士团队负责对科技和行业发展进行研究 - 聘用了 10 多位前医药行业公司的 CEO/创始人 ■ 各级市场投资多点布局 <ul style="list-style-type: none"> - 投资方式多样化，覆盖债权、风险投资、私募股权、二级市场等多个领域 - 市场联动，准确把握市场动向，产生极大协同效应 ■ 全球化发展
<p>基金业绩</p>	



- 全球健康基金自 95 年成立总回报 17 倍，比对应指数高 9 倍
- 生命科技基金自 05 年成立总回报 5 倍，比对应指数高 1.2 倍

- 全球化资产配置，投资遍布北美洲、拉丁美洲、亚太、中东、非洲、欧洲等
- 被投资企业资源共享
 - 超过 180 家被投企业，分布在药品、器械、医疗服务等各个领域通过 70 多个董事会席位获得大量的资源、信息和网络

要点总结：行业深刻理解和积累 + 投资阶段全覆盖。

要点总结：

- 一个优秀的投资人而言，有时候，重要的不是你的判断能力（在对好项目的判断力上不存在太大的差距），而是你有没有机会见到那个你心仪的创业者，从这个角度，机构和平台的价值会越来越大。除非你自带流量，如薛蛮子+徐小平。

投资背后的故事

Peter Thiel 2015 年初来中国推广他的新书时，徐小平问 Peter Thiel 他根据什么投到了 Facebook? Peter 表示他把当时所有的社交网络都投了一遍。

第四章 失败项目的原因

一个项目活着，总可以找到 100 条它存在它存活它做大的理由；但是导致这个项目失败和不死不活的理由，才是真正值得我们关心的东西。失败的原因总有相似性。

序号	失败原因	案例
1	行业/资本波动	协众国际、抚顺挖掘机
2	商业模式/行业趋势变动	俏江南（高端餐饮下滑）、李宁（库存风险、行业竞争惨烈）、乐视网（商业模式被广泛质疑、资金链断裂）
3	错过窗口期	国美、达芙妮、物美超市
4	壁垒不足、充分竞争	汇源果汁（市场竞争激励）、拉手网（对团队核心竞争要素判断不足）、钻石小鸟
5	团队存在问题	ITAT、俏江南
6	进入估值过高	云南水务、安信信贷、微创医疗

综上所述，1+2+3+4 生意有问题，5 公司有问题，6 价格有问题。

要点总结：

- 美好的事情不总是发生。分析别人失败的原因，自己少犯错。
- 没退出都不算，都是学生。退出才是老师。
- 调查公司生存和发展的根本原因。是靠某种产品、技术、人、团队，还是纯粹运气？这些因素靠积累还是偶然？这些东西由谁掌握？找到这些因素。分析在未来新技术/竞争者/消费方式出现后，能否依然保持竞争优势，不受影响。

第五章 私募股权投资（PE/VC）是否很赚钱

一级市场 PE/VC 这么火，开启高速增长模式。主要因为一个个成功投资案例的致富神话和示范效应。

- 软银投资阿里巴巴，7 年回报 71 倍！
- 红杉早期布局聚美优品，3 年获利 88 倍！
- 今日资本投资京东商城，7 年获利 100 倍！
- 腾讯控股 4.375 港币挂牌上市，至今股价突破 216 港币！
- 百度 2005 年纳斯达克上市，造就 8 位亿万富豪，50 位千万富豪和 240 位百万富翁！



这些翻 N 倍的投资案例，都是成百上千个投资案例中脱颖而出的非常少数的“幸存者”。用这些幸存者来评估投资私募股权，显然大大高估了投资回报，低估了投资风险。

截止 2016 年 9 月，由李开复创办的创新工场管理资产规模达 4 亿元人民币和 4.55 亿美元，共投资 150 家企业，其中 1 家成功 IPO、7 家实现并购，退出比率为 5.33%。红杉资本自 2005 年成立以来，共投资 400 家企业，其中 33 家成功 IPO，50 家被并购，退出比率为 20.75%。九鼎投资自 2006 年成立以来，管理资产规模 300 亿人民币，共投资了 400 家企业，37 家实现 IPO、25 家被并购，退出比率为 15.5%。

如上是中国最顶尖的私募股权基金。截止 2017 年 3 月，中国大约有 20,000 家私募股权基金，其中有投资记录的大约有 7000 家，而最终至少有一个项目退出的基金大约有 1641 家。也就是说，最后退出至少一个项目的基金不到 10%。

下面我们以 15% 的退出率算下一位私募股权基金投资者可能获得的回报。假设投一个 7 年期的私募股权基金，在期初投入 100 万。该基金有 15% 的项目成功退出（这个比例已经非常高了，堪称中国最出色的私募股权基金之一），退出的投资回报为 10 倍（非常成功的投资回报），那么该投资者投入的 100 万中的 15 万会变成 150 万。同时我们假设 60% 的项目不赚不赔，进去 60 万，7 年后出来还是 60 万。剩下的 25%（25 万）血本无归。该投资者在 7 年后持有的基金份额的净值大约为 210 万左右。

图：7 年投资回报计算

0	1	2	3	4	5	6	7
-15							150
-25							0
-60							60
-100	0	0	0	0	0	0	210

- IRR: 11.18%
- 费后投资者净回报: 6.84%
- 基金费用: 0.5%
- 基金经理净回报: 3.84%

根据计算，该基金在费前的内部回报率（IRR）为每年 11.18% 左右。如果我们扣除基金经理的收费（2% 的管理费和 20% 的业绩分成），以及基金本身的运营费用（托管费，审计法律等费用，假设 0.5%），那么投资者拿到手的净回报为每年 6.84%，基金经理拿到手的回报为每年 3.84%。

一个投资者从私募股权投资中获得每年 6.84% 的回报，算好还是不好？以上证综指为例，1996 年年底上证综指收于 964 点，2016 年年底该指数收于 3159 点。照该指数变化来算，中国二级市场（A 股）在过去二十年的年回报率为 6.1%（复利计算）。这个计算还没有包括红利。如果我们假设这些年的红利为每年 2% 左右，那么投资者从二级市场上可以获得的平均年回报为 8.1% 左右。购买一个指数 ETF 的年费率为每年 0.6% 左右，也就是说投资者净到手的回报率为每年 7.5% 左右。

二级市场和一级市场相比，投资风险要小得多，信息披露的透明度也要高很多，同时没有流动性限制（不需要锁定 5-7 年甚至更长的投资期）。因此只有当一级市场有比较明显的投资回报优势时，才值得投资者冒这个更大的风险。

上面提到的年回报 6.84% 只是比较理想的状况。中国有数以万计的私募股权基金，能够投到退出率 15% 的顶级基金的概率是很小的。现在我们来算一个比较普通的情况。假设该基金有 5% 的项目退出（也是十倍），60% 的投资盈亏平衡，以及 35% 的投资血本无归。

图：7 年投资回报计算

0	1	2	3	4	5	6	7
-15							50
-35							0
-60							60
-100	0	0	0	0	0	0	110

- IRR: 1.37%
- 费后投资者净回报: -1.13%
- 基金费用: 0.5%
- 基金经理净回报: 2%

从上计算得出，该投资项目的费前 IRR 为 1.37% 左右。如果扣除基金本身的费用（假设 0.5%）以及基金经理的收费（2% 的管理费），那么投资者拿到手的回报为 -1.13%，而基金经理的收入则为 2%。

有些朋友可能会说，你上面这些假设太悲观了，我们投到的一些顶级私募，其退出成功率和投资成功的翻倍数都要更高。在一些极端的个例中，这也是有可能的。笔者在这里和大家举这些例子的主要原因，是想鼓励大家在做出投资之前先仔细算笔账。根据你自己收集到的信息，对上面这些条件假设可以做出一定调整，然后得出比较现实的期望值。

笔者希望越来越多的投资者，在做出私募股权投资之前，对这个行业做一些比较基本的尽职调查，对自己的投资风险有一个比较清晰的认识。当然，一级市场上有很多投资机会，我也相信有不少投资者从一级市场上尝到了甜头，获得了投资回报。但是这当中多少是缘于纯粹的运气，多少是科学的判断后做出的理性投资决策，恐怕只有投资者自己心里最清楚了。理性的投资者，只会选择性的去承担那些他可以承担的风险，从而最大化自己在长期投资中的胜率，做一位成功的马拉松投资者。

最后，分享 Mark Howard 写的《投资最重要的事》赚大钱矩阵图。简单易懂，对理解“投资赚大钱”的逻辑很有帮助。

		个人判断	
		错误	正确
个人判断和市场的关系	与众人相同	✘	✘
	与众不同	✘	✔

在该矩阵中，个人的判断被分为“错误”和“正确”两大类。如果想要获得极大的投资成功，那么首先你需要做出正确的判断。如果你的判断是错误的，那要战胜市场就基本没戏（除非运气极好）。

在你个人的判断之外，还有一个重要的维度，那就是个人判断和市场的关系。大致分为两类：“个人判断与众人相同”，以及“个人判断与众不同”。只有在个人判断正确，并且其判断与众不同时，才可能获得超常的投资成功。因此在该矩阵中，只有第四象限被打上了一个勾。

当一个人的个人判断正确，但是该判断和众人相同时，无法获得超出平均水平的巨额回报。这是因为，这就是一个大众共同的想法，会带来充分的竞争，并推高资产价格，这时是不可能带来出类拔萃的成功的。这个道理在创业、投资等方面是相通的。

第六章 投资中的概率学

第五和六章节，可能更多的从做 VC，而不是 PE 的角度来写。注意内容对 PE 的适用性。

一、创业和投资成功到底靠什么？

雷军曾说过，创业者成功 85%要靠运气；扎克伯格也坦言，要想获得成功，你必须非常幸运。趋势有迹可循，而运气却不可捉摸。

创业和投资，跟赌博可以说是一墙之隔。人群中的异类之所以能够成功的达到金字塔，靠的不仅仅是实力，更是**机遇和完全随机的有利条件**。

回顾腾讯、阿里的成长史能复盘出很多成功的因素，但很多节点都是由运气决定的。1999 年腾讯差点融资失败，账户只剩 1 万元，如果没有 IDG 和盈科的 220 万美金，腾讯可能熬不过互联网泡沫的危机。而后来 ICQ 和 MSN 的失败，对腾讯也是一种运气。

2003 年非典事件让 B2C 电商一下子火爆起来，这是一个非常大的偶然事件，大家都不愿意出门了，催化网购兴起，而淘宝抓住了这个偶然。

还有百度靠谷歌被驱逐。而个别知名基金，全靠一个项目赚钱，其他项目都很烂。

上述公司，除了本身团队实力很强外，运气发挥的作用，可能才是决定成功最关键的因素。

二、运气 vs 实力的关系和连续性

运气是指偶然，随机性事件所产生的结果，例如买彩票。**实力**是指解决问题的能力，例如围棋、纯粹的套利投资（做 Pre-IPO 项目，能买进去就能赚，考验获取项目的能力）。

风险投资和创业都是运气占很大重比例的活动。如果我们把运气作为一个坐标，那么 VC 投资偏左，PE 投资偏右，越早期越靠运气。

VC 投资虽然很大程度上依靠判断项目的能力，但最终决定成事的还是运气。PE 投资更多考验的是拿项目的能力，因为如果一家企业已经非常接近上市了，也不需要太多的判断了。

创业本身是一个运气和实力的连续体，可能超过 50%的因素还是来自于运气。这听起来让人很不舒服，可能你付出了 100%的努力，依然得不到想要的结果，因为谁也不知道运气会倒向哪里，但事实就是如此。



三、普适公式

某投资人的真实平均回报 = 投资市场平均回报 + 运气因子系数 X (其管理的某只基金的真实回报 - 投资市场平均回报)

某企业的真实平均实力 = 企业市场平均资产回报率 + 运气因子系数 X (该企业某一年的真实资产回报率 - 企业市场平均资产回报率)

其中, 市场平均回报率 = 基准比率 (简单说, 在不需要特别聪明+努力, 投这个行当能带来的平均回报)

运气因子系数 = 1, 纯靠实力

运气因子系数 = 0, 纯靠运气

四、如何提高成功率

人为主观能做的, 是选好基准比率, 做市场平均回报率高的事。

- 选择做基准比率高的事, 如投赛道 (好行业)、大市场、强需求、没有人干过的事情
- 排除法, 不去做基准比率低的事, 如别人刚干过的事 (直播、网红)、小市场、无关痛痒的需求 (美容、按摩 O2O) (心得: 要把排除法用到极致)

一些失败的案例, 其实主要是由于基准比率低决定的。如马佳佳的泡否, 叮咚小区, 网上票务 (2016 年总票房 457 亿, 发行院线 10%, 所以票务市场 45 亿封顶)。还要避免一些错, 如在 BAT 虎视眈眈下, 创业者选择垂直细分市场, 这种想法也错, 是基准比率低的事。要多学习别人失败的案例, 而不是成功史。

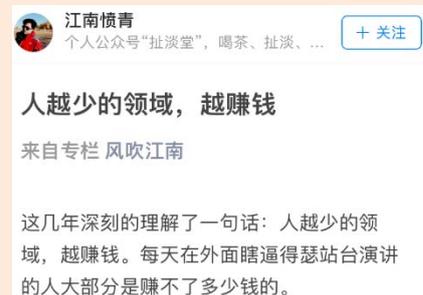
注意, 基准比率高, 有可能运气因子系数小。基准比率与运气因子系数成反比。这是高科技行业的规律, 例如, 早期大家在研究移动支付 (基准比率高) 的各种标准、技术、硬件 NFC 模块; 最后是最没技术含量的扫二维码支付胜出。又例如, 移动社交, 很大的市场 (基准比率高), 很多人在做, 但往往只有一两家能成功, 概率很低, 碰运气。

中国有古话: 男怕入错行, 女怕嫁错郎。说的就是这个意思, 选择了基准比率低的行业或事情, 大概率没前途。付出努力很多, 回报很少。

阅读理解:

如何理解用好排除法, 避免做“别人刚干过的事”? 曾国藩说过: “久利之事勿为, 众争之地勿往”。江南愤青说过: “人越少的地方, 越赚钱”。不同时代的两个人, 表达方式不一样, 但说的都是这个道理。

很多金融从业人员会抱怨竞争压力很大, 主要是由于扎堆做同样工作的人太多引起的。



五、如何提高一次命中率?

前面解释了选好基准比率的重要性, 是唯一人为主观能选择, 可以通过努力而获取的。

运气是如此虚无缥缈、不可轻易捕捉东西，怎么提高成功率和一次命中率呢？简单来说，就是抓住偶然的一次机会，找到了一个好的切入口，把它的效果用到淋漓尽致。抓着第一次成功，用路径依赖和马太效应让你的项目跑的越来越快。

- 路径依赖：前面发生的事决定后面发生的事，初始条件对后面影响很大。
- 马太效应：凡有的，还要加给他多余。没有的，连他所有的也要夺过来。最终结果是赢家通吃，路也会越来越广。

简单说，就是选好基准比率大的事，尽量做大概率能成功的事情。然后多试，去碰运气。一旦小有所成，找到一个切入点，就要用好用足“路径依赖+马太效应”，拼命的去建立优势，舍命狂奔。

回顾微信的成功，有 QQ 扎实的用户基础为支撑，借用手机通讯录匹配功能，巩固了优势。共享单车，OFO PK 摩拜，双方都在拼命融资，舍命狂奔。

故事

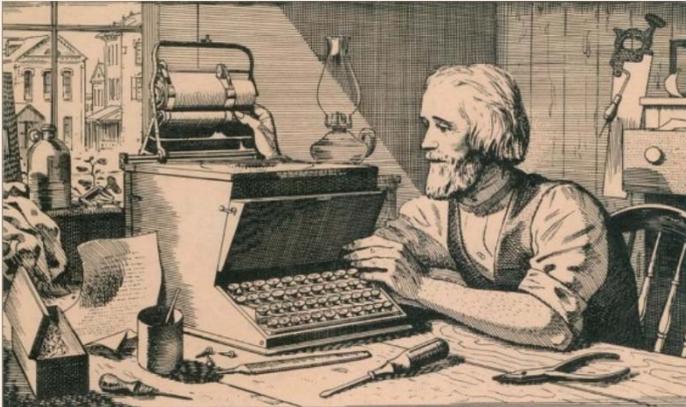
■ 路径依赖效应的经典案例 1 - QWERTY 键盘的起源

美国人肖尔斯在 1868 年发明第一台打印机，使用“铅字拉动杆”打出字母和字符。

最初键盘设计中，按键按字母顺序分两排进行布局的。但最常用字母（例如“TH”和“ST”等）的铅字拉动杆的位置靠得过近，因此当使用者以极快速度连续敲打这些字母时，按键就会卡住。

为了消除这种故障，肖尔斯对按键重新布局，为经常组合使用的字母按键留出了更大空间。这种调整让人们难以找到按键，因此无法快速效率打字。

这就是 QWERTY 键盘的起源。后面有人尝试更优键盘布局，但 QWERTY 已被广泛被使用，所以始终未成功。



■ 路径依赖效应的经典案例 2 - 铁轨间距

现代铁路两条铁轨之间的标准距离是 1.49 米，为什么采用这个标准呢？原来，早期的铁路是由建电车的人所设计的，而 1.49 米正是电车所用的轮距标准。那么，电车的标准又是从哪里来的呢？最先造电车的人以前是造马车的，所以电车的标准是沿用马车的轮距标准。马车又为什么要用这个轮距标准呢？因为古罗马人军队战车的宽度就是 1.49 米。罗马人为什么以 1.49 米为战车的轮距宽度呢？原因很简单，这是牵引一辆战车的两匹马屁股的宽度。

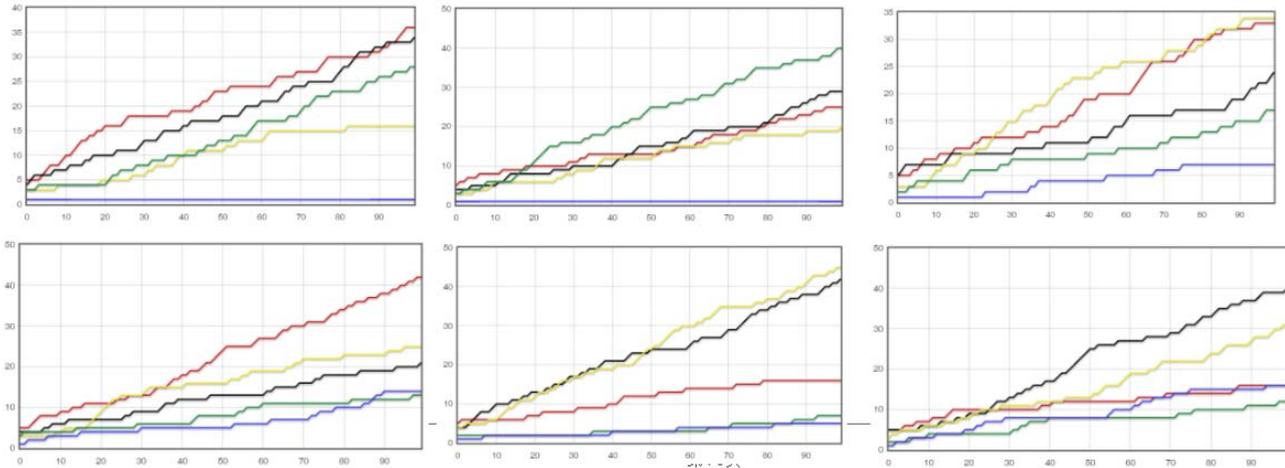
有趣的是，美国航天飞机燃料箱的两旁有两个火箭推进器，因为这些推进器造好之后要用火车运送，路上又要通过一些隧道，而这些隧道的宽度只比火车轨道宽一点，因此火箭助推器的宽度由铁轨的宽度所决定。所以，今天世界上最先进的运输系统的设计，在两千年前便由两匹马的屁股宽度决定了。

■ 科普 - 波利亚罐子模型（证明路径依赖效应+马太效应的存在）

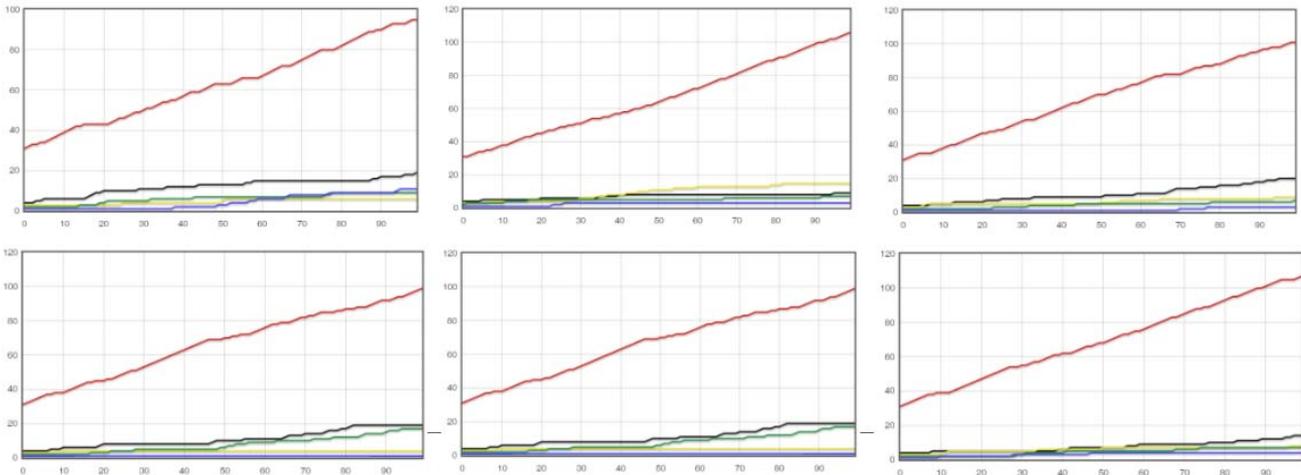
我们可以通过一个数学游戏来证明，路径依赖+马太效应存在，且对成功概率的影响很大。

一个罐子中有五个红球，四个黑球，三个黄球，两个绿球，一个蓝球。先随便抓取一个球，如红球，然后放回罐子，并再多放回一个红球。模拟网站见 www.success-equation.com/urn.html，大家可以去玩玩。

模拟情况 1: 5 个红球，4 个黑球，3 个黄球，2 个绿球，1 个蓝球，测试六次的结果图



模拟情况 2: 30 个红球，4 个黑球，3 个黄球，2 个绿球，1 个蓝球，测试六次的结果图



这里解释下，为什么抓到红球后，有权利“再多放回一个红球”。因为，不管是下棋，还是商业竞争。当你赢了一局后，你就有更多选择的权利和余地。

通过这个模拟，得出结论。

- 1) 竞争中开始就有利的一方（更好的家庭背景，更好的经营业绩），最终在竞争中胜出的概率会更高。模拟情况 1 中，前三名（5 个红球，4 个黑球，3 个黄球）的差距不能说太大，但比第五名（篮球）要好太多。
- 2) 根据模拟情况 1，如果一开始差距不是太大，轻度屌丝是有逆袭可能的。通过多次模拟，除了篮球外，其他颜色球都有较大概率，最终胜出。
- 3) 根据模拟情况 2，如果一开始差距实在太大，比如王思聪和普通人的差距。普通人是不可能胜出的。
- 4) 由于生命只有一次，所以每个人的结果只有一次。如果人生可以重复无数次，相信很多人的命运是可以改变的。
- 5) 我们很多时候努力的去争取机会，无非就是去争取中奖而已。

图：王思聪出生就有了 100 个红球，巨大的先发优势，普通人几乎无法超越。



图：纪录片《含泪活着》，强烈推荐看看。主人公丁尚彪一家，家境很不好，持有 1 个蓝球。但付出了异于常人的努力，独自在日本打工 15 年，为女儿赴美学医打好了基础。在父亲 1 个蓝球的基础上，女儿持有 3 个黄球，成功的概率向上倾斜。



生活感悟：

对年轻人的借鉴，当前流传“社会分层说”、“拼爹说”、抱怨社会这那不公平。我认为，1) 社会很公平；2) 有些人只是懒，太着急，想的太多，做的太少，好像一毕业就应该标配房子 + 车子 + 体面工作 + 娶到漂亮老婆；3) 如果持有 3 个球或以上，恭喜，好好努力，大有机会；4) 如不幸持有 2 个球或以下，更要拼命努力，至少为家人，准备好赢得 3 个球的基础。

六、利用好运气的方法

(一) 利用好马太效应

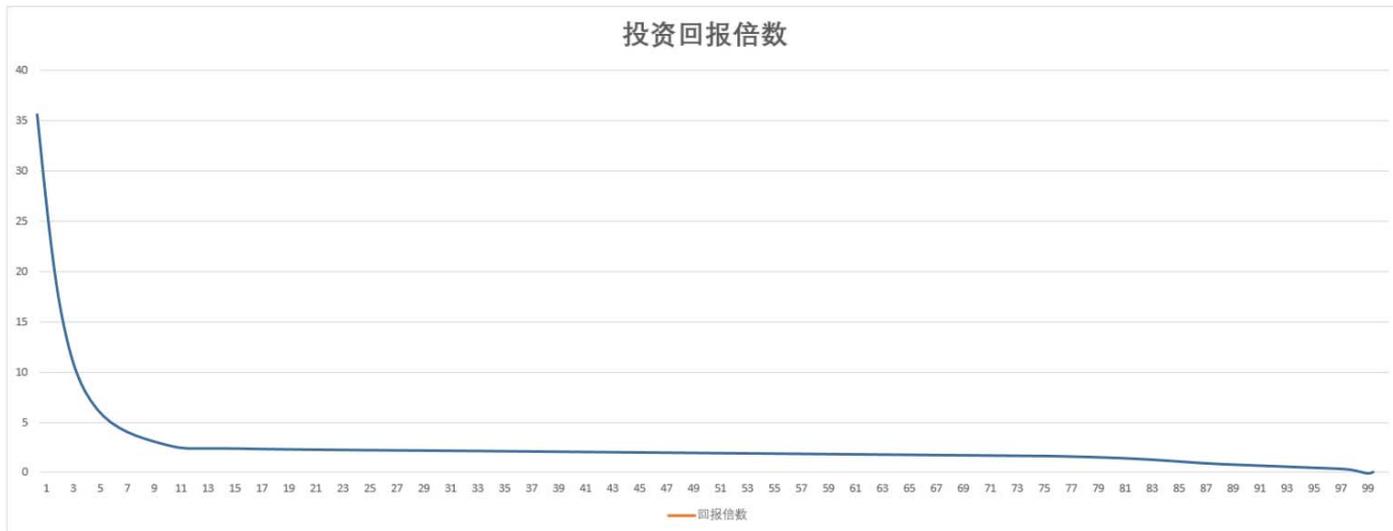
切入点是运气因素占比较小的比重，是能够靠自己的能力去实现，一次命中的东西。找准切入点，以最快的速度，建立微弱先发优势，并随着时间的推移而加强。在临界点和转折期，通过小的累积性变化导致规模效应，规模效应的直接后果就是赢家通吃。

临界点和转折点：小的累积性变化导致的规模效应。例如，微信，阿里淘宝，初始条件，网络规模效应。映客、共享单车、滴滴，拼命融资，舍命狂奔。

基金行业的马太效应。某些基金抓住一个成功的项目，赚到越来越多的钱，并带来越来越多的好项目，最后投资领域越来越宽。

简单说，有了最开始的成功和成绩，就会有人来捧场+贴金，这是一种马太效应。要充分用好用足。这样也可以理解，为什么一些机构喜欢豪华装修办公室+豪车，伪装为成功的样子，来制造马太效应。英国人在统治古印度期间，曾说过一句话“If you want to be a ruler, firstly, you must look like a ruler”，英国统治者出行，喜欢坐着浮夸的轿子，招摇过市，来巩固马太效应。

图：100家VC机构投资回报倍数的分布图（一个好项目或开始，可以带来马太效应或好运气）



思考：如上分布图，即是基金的业绩，其实也是我们投资人的命运。我们怎么才能进入前 10%，成为胜利者。

（二）选好策略，遵守纪律

当一件事情充满变数，就关注过程。当投资的结果主要由运气决定，那就选一个好的策略，坚持到底。例如，21点，手牌总点数 17 点时，不要再要牌，如果 16 点，对方超过 7 点，则一定要派。

谁都知道智能锁比机械锁好用，有 GPS 比没有 GPS 好，ofo 降低技术成本为的是大规模铺满市场。一旦定下战术目标就一定要执行到底，否则中间变来变去，整个事就慢慢黄了。在此同时，融资进度得跟上。否则你铺不满一个城市可能就没钱了，这都得提前制定好策略。

投资不二心法（纪律）

- 排除法（做基准比率高的事，是不是有可能爆发，只做选好的行业）
- 对投资边界有清醒的认识，不为上一次成功冲昏头脑，做好迎接均值回归的准备（有人股票赚大钱后，直接销户，这就是纪律）
- 提前布局，趋势投资，赚趋势的钱。利用大众行为心理贪婪的时候，悄悄退出。

（三）削弱对方优势

如果你是最有希望胜出的那个，就简化比赛。如果你是处于劣势的一方，就让比赛变得更加复杂。例如，两军打仗，在同一战场 100 人 pk 70 人，弱方获胜的概率肯定比较低。但如果把 1 个战场拆分成 15 个战场，可以让弱方获胜概率提高 3 倍。联想到抗日战争，共军转移战线到农村 + 持久战，增加了战争的难度和复杂度，提高了胜算+概率。

大公司适合持续创新，比现有产品好一点点，容易成功，如日本汽车（日本车轻巧 vs 美国车厚重）。大公司的小团队，很难成功。大公司，独立子公司，有可能成功，如微信张小龙团队。小公司适合颠覆式创新，全新的商业模式，技术，产品，容易成功。

因此，创业的机会永远存在，不要怕 BAT。

哪些是 BAT 的软肋？无暇顾及，看不上的，low 的，放弃的领域（等于增加了战场数量 + 复杂度）。例如年轻人的需求 - 90 后 4 线城市流行的社交 APP 快手。避免正面冲突，例如优速快递 2 到 100 公斤的工厂件，企业件，电商大包，个人大包。

备注：环保行业典型的设置招投标条件，就是增加比赛的复杂度，增加小公司的胜算。

（四）均值回归。

在运气占很大比重的事，一次结果远远超过平均值，下次的结果会向平均值靠近。过去的辉煌，并不能确保今后保持良好的业绩。所以，投了映客，就不再投直播和网红；投了 OFO 就不再投其它共享单车，上帝不会老是在同一件事上眷顾你。

再举个例子，散户炒股就是运气占很大比例的事。如撞大运赚了很多钱，如不及时收手，收益大概率会回撤。有极个别人很聪明，2015 年赚钱后，直接销户。

在实力占很大比重的事，均值并不会回归，如下棋和考试，均值回归极小；例如围棋高手 vs 普通人，下多少次都会赢。

最后，当两个人实力相当，最终输赢结果看运气。

均值回归的案例很多，1) 比人群平均身高高很多的父亲，其儿子更接近同龄人平均身高；2) 一星和五星级基金中，只有不到一半连年保持同一评级；3) 三星级基金中，绝大多数可以保持同一排名

第七章 投资中的心理学

研究人性可以理解需求。可以多一个角度，从心理学看投资。

有时，该手册的很多内容和观点不仅限于投资，而是如何把自己变得更好。

一、奖励和惩罚机制引起的偏见

案例 1：联邦快递的核心是保证货物按时送达。开始，员工加班可赚更多收入，但无法很好完成工作，快递延误率高。后来，改为按照班次支付薪水，装货完成可提前回家。问题就解决了。

案例 2：施乐公司发现新机器卖不过性能低下的旧机器，因为公司和销售员签订的销售提成协议，旧机器比新机器提成要高。

案例 3：新东方教育早期对老师采用“提成工资制”，和计件性质一样，和薪水挂钩。创业早期有效果，但随竞争加剧和客户要求变高，这种方法效果变差，变成了“毒奶”，业绩大幅滑坡。2015 年开始改为对教书质量、讲师水平和客户满意度考核，来决定薪酬，效果显著。海底捞也同性质。

激励机制有缺陷，定义不对，会造成“他们假装给薪水，我们假装在工作”的不良现象，早期苏联共产党的激励体制就很烂，崩溃收场。因为，人的本性是“谁给我面包吃，我就给谁唱歌”，或土话“有奶便是娘”。

激励机制的一个常见后果是，人倾向于钻各种制度的空子。所以，制度设计要注意，尽量避免奖励容易作假的事。早期 Uber + 滴滴很多司机都在骗取刷单。

二、喜爱倾向

人类会天生喜欢和热爱对他好的人，终身都会渴望得到许多和他毫无关系的他人的怜惜和欣赏。喜欢会引发羡慕，反之亦然。可能会造成极端后果或毁灭。这会有两个现实意义：

- 1) 忽略其热爱对象的缺点，对其百依百顺；
- 2) 偏爱那些能联想起对象的人、事、物品；
- 3) 为了爱扭曲事实；

积极的意义是，例如，找值得尊重和有思想的同事共事，能发挥榜样作用，得到非常好的效果。以我自己为例，曾碰到过几个非常不错的同事，体会是：“当和他一起工作时，我对自己的要求和标准会本能的提高到一个很高的标准”。

三、讨厌倾向

人会天生的讨厌对他很坏的人。就家庭而言，常看到这样的情况，一、有的人憎恨自己的兄弟姐妹，只要能负担得起生活费用，他会不停的起诉他们；二、穷人和富人的主要区别是，富人能够一辈子起诉他们的亲戚。

- 1) 忽然讨厌对象的有点
- 2) 讨厌那些能联系其对象的人、事、物品；
- 3) 为了仇恨扭曲事实

四、避免怀疑倾向（快速判断）

人类倾向尽快作出判断和决定，来消除疑惑。这和生物进化有关，古代动物在受到威胁时，必须快速做决定，该战斗或逃跑。当困惑和压力越大时，更容易引发这种倾向。

所以，包括投资、法官等很多职业，要避免这种倾向，不能立刻做出判断，而是经过缜密的思考。推荐图书《思考快与慢》。

五、避免不一致性倾向（思想顽固）

为节约运算空间，人类大脑会不愿意做出改变，维持现状。所以，1) 改变坏习惯很难；2) 预防一种习惯的养成，要比改变他容易很多。

典型结果是，人会倾向保留以前的结论，忠诚度、身份、社会认可的角色。当避免怀疑倾向（快速判断）+ 避免不一致（思想顽固）倾向相结合，容易出现大量认知错误，积累僵化的结论和态度。

为了避免这种错，法官必须聆听辩方的长篇大论，这有助于犯“第一结论偏见”的错误。

正确的教育和广泛的阅读，可以摧毁拒因为拒绝改变倾向引起的认知错误。很多新思想很难被接受，不是因为本身太复杂，而是因为与原旧思想不一致。因此，唯有新一代成长起来，较少受到旧理论毒害的他们才能接受新理论。

往大处说，获取原有思想或社会认同的成本越高，这种倾向越强。例如，庄严的结婚典礼仪式、黑手党的投名状等，都能强化某种关系。

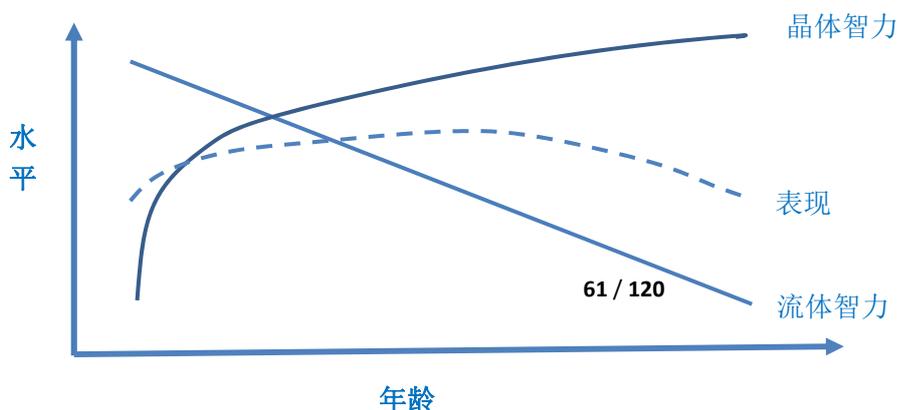
往小处说，在社会关系中，敲不开大门，可以试着敲小门。1) 比如送礼，有时第一次送人贵重礼物，由于戒备心，别人是不肯收的。可以通过送不值钱的小礼，找到突破口；2) 同样求人帮忙，据说早年富兰克林为得到某重要人物的垂青，经常请那个人帮他一些无关紧要的小忙，比如借一本书。此后，那个大人物就更加欣赏和信任富兰克林了，因为不值得信任的富兰克林与他借书的行为和暗示并不一致。

六、好奇心倾向

人是最有好奇心的动物。好的教育可以增强人的好奇心，进而防止或减少其他心理倾向造成的糟糕后果，并得到很多乐趣和智慧。我个人认为，保持年轻的方法，是保持好奇心。

40-45 岁是投资的最佳年龄。此时，流体智力（生来就有的智力能力，20 岁到达顶峰，此后每年衰减 1%）和晶体智力（通过掌握社会文化和经验而获得的智力，缓慢增长）刚好达到顶峰，是投资判断和认知能力最强的年龄。当然也有例外，巴菲特和芒格就是例外。经验是资产也是负债。好奇心和经验之间找平衡，才能抓住新的潮流。

图：流体和晶体智力及全面认知表现



七、羡慕/妒忌倾向

兄弟姐妹之间的妒忌非常明显，而且儿童往往比成年更容易妒忌自己的兄弟姐妹。巴菲特常说，驱动这个世界进步的不是贪婪，而是妒忌。

八、回馈倾向

人类有以德报德，以牙还牙的倾向。婚姻生活如没有回馈倾向，会丧失大部分魅力。当回馈倾向+激励机制+避免不一致倾向相结合，会有好的结果 1) 在履行交易中做出承诺，并忠于对方的承诺；2) 专业人士信守职责，做出正确的行为。

而路怒症的行为，可以看出任人们之间的敌意也能非常极端。化解过激敌意的方法是，人们可以延迟自己的反映。例如，你想骂人，你可以留到明天再骂。相信可以减少很多恩怨。

客户给采购人员提供小恩小惠的回馈，往往会给雇主带来不利。所以，很多大型零售商、会计师事务所、政府都是严禁收取客户任何礼品的。

另一种是非理性的回馈式让步。水木事件中，有个下属曾提议美国司法部长使用妓女和豪华游艇的手段去公关，得到上司拒绝后，下属做出让步，要求用偷听的方法，得到了默许。这种潜意识的回馈倾向，巧妙的导致了一些错。

九、受简单联想影响的倾向

人类的条件反射可由简单的联想引发。例如，1) 价格最高的那种质量最好；2) Zara 和优衣库会用漂亮模特做广告；3) 中国传统观念中，数字 6 和 8 代表财富和，代表 4 不吉利；

有的东西碰巧让人联想到起他从前的成功或失败。为了避免过去的成功或失败，而做一些蠢事，对策是：

- 1) 谨慎看待以往每一次成功，找出其中偶然和必然的因素，避免受这些因素误导。
- 2) 看看新的行动将会遇到哪些，以往成功经验中没出现的因素

在婚姻中，富兰克林认为：“结婚前要睁大眼睛看清楚，结婚后要睁一只眼，闭一只眼”。芒格更希望是：“实事求是看清现实，可还是去爱”

憎恨和讨厌引起的简单联想倾向，会贬低竞争对手的能力和品德，是一种错误的做法。在工作中，坏消息传递者很不受欢迎，也容易让一些人生活中谎言中。巴菲特的习惯是：“有坏消息立刻报告，有好消息可以等待”

十、自视过高的倾向

人类会错误高估自己、偏爱那些和自己相似的人，包括自己的配偶、小孩。

例如，以买赌博或彩票为例，如果号码是随机分布的，下注就会比较小，如是自己选的，下注就会比较多。很多基金经理，都喜欢采用主动出击的策略，选择心意的股票频繁操作，认为可以战胜市场。

自视过高会导致很多错误，例如雇主会高估面试的价值。预防对策是看轻面试的印象，看重求职者以往的业绩。

好处还是有的，自视过高也能促成某些离奇的成功。

十一、过度乐观倾向

人在做的非常好时，会表现出过度乐观。解决愚蠢的乐观主义的正确方法是通过学习，习惯性的使用概率和均值回归理论。例如，统计表明，最优秀基金的长期收益，也才 20% 多。如你某一年的收益高达上百，就要有迎接均值回归现象的准备。

十二、损失规避心理

一个人从十美元得到的快乐分量，并不等于失去十美元带来的痛苦分量。失去造成的伤害比得到带来的快乐多得多。因此经常会小题大做而惹来麻烦，对眼前的损失斤斤计较。例如，股票账户有一千万美元，也会因为钱包里 300 块美元丢了 100 块而不开心。

损失分为两种，一种是损失已有的好处，另一种是损失即将拥有的好处。

人在失去财产、爱情、友情、势力范围、机会、身份或者其他任何有价值的东西时，通常会做出不理性的激烈反应。

例如，赌徒输钱后急于扳平，容易输得越多。更会冒险去博。又例如，一个人会耗尽他所有的优质资产，只为去挽救一个已经变得很糟糕的投资项目。

十三、社会认同倾向

一个人自动依照观察到周围人们的思考方式和行动方式去思考和行动，把一个原本很复杂的行为进行简化。这种从众的做法往往是有效的。例如，你去陌生城市看足球比赛，跟着街道上的人流走是最有效的方法。

年轻人最尊重的是他们的同龄人，而不是他们的父母或者其他成年人。所以对于父母来说，与其教育子女，不如控制他们交往朋友的质量，后者是更明智的做法。

人感到困惑或有压力时，最易受社会认同倾向影响。所以卑鄙的传销机构，会让猎物进入密闭和充满压力的环境。

由于好行为和坏行都会通过社会认同倾向传播，所以 1) 在坏行为传播之前阻止它；2) 倡导和展现所有的好行为。

在投资中，容易出现对热门板块的集体追捧和扎堆。即使看穿本质，发现行业不好，由于社会认同倾向，很多投资人不会轻易公开表态。典型的是 2013-2015 年的 O2O，互联网思维忽悠项目，投资人问创业者商业模式，创业者反问投资人你不懂 90 后，不懂互联网思维。

十四、比对错误反应倾向

由于人类的神经系统并不是精密的科学仪器，这种认知倾向造成的破坏力更大。

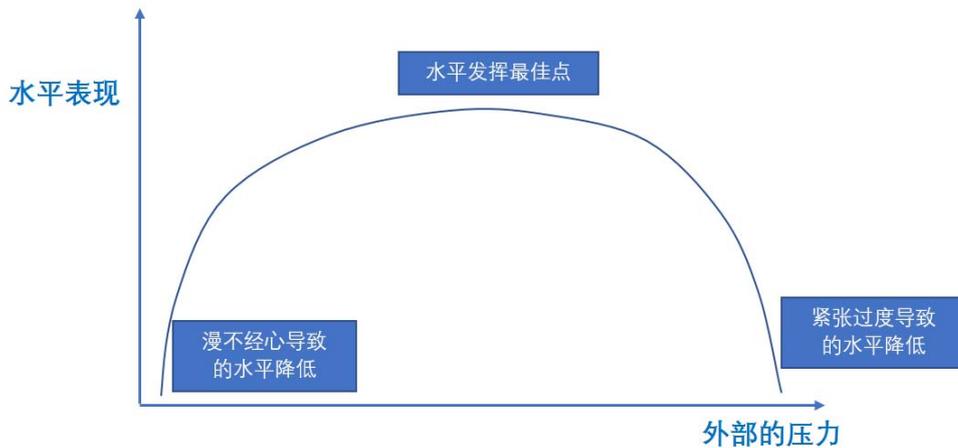
小错举例，花一千美元高价买皮质仪表盘，仅仅因为这比买车十万美元相比低很多。大错举例，女生很优秀，他的父母很糟糕。最终她嫁给一个只比他父母相比还算不错的男人。

房产经纪人常会引诱客户看三套十分糟糕还贵的房子，最后看条件一般，价格稍贵的房子，这样容易成交。

在前后比对度细微的变化误导之下，人们经常无法认识到通往终点的趋势。

十五、压力影响倾向

轻微的压力能够轻微的改善人们的表现，比如说在考试中。而沉重的压力则会引发彻底失调。



十六、权威错误影响倾向

人类会有自动追随重要人物的倾向，这有时会导致一些错。在飞行模拟训练中，副机长必须学会忽略机长某些真正愚蠢的命令，因为机长有时会犯严重的错误，导致机毁人亡。

选择将权力交给谁时要很慎重，因为权威人物一旦上台，将会得到权威错误影响倾向的帮助，那就很难被推翻。

个人体会是，投资人要有强烈的主人翁意识。比如做项目投资和判断，不应太过依赖上级的想法和意见，而要有自己的判断。认为是个好事情或项目，主动找到买点和理由，据理力争。

十七、因果关系，归因谬误

VC 项目成功，80%靠运气。所以总结经验不一定靠谱，总结的可能是错误的经验。而人喜欢编故事，把两个不相关的事，撮在一起。例如，滴滴成功靠高举高打，互联网思维，其实不一定。上市成功可能是偶然事件，是运气。

连续创业，喜欢和擅长从教训中总结经验，但经验有可能是错的。人倾向习惯性的忽略外部环境的因素。

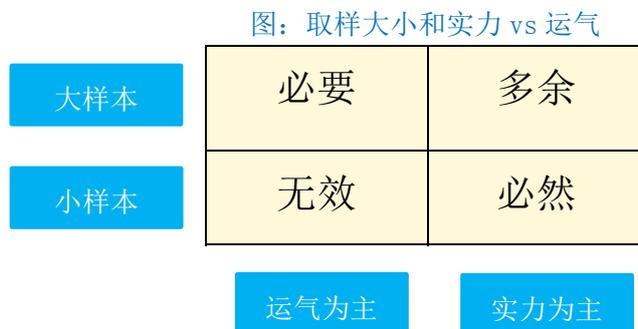
BAT，华为，名校创业系是否更容易成功？未必，注意统计的偏见。大家喜欢总结成功的故事，而失败的很少去统计和提及。同时，样本太小，结论不可靠。

误区还包括，为均值回归寻找理由（并不存在的因果关系）。1）成功企业 + 创业者 + 投资人的经验和参考价值可能并不大，如 BAT；2）成功案例没有多少借鉴价值，失败案例才重要。多读历史，尤其是失败的历史；3）迷信直觉和专家判断，迷信就等于停止思考。历史上失败，未来不一定失败，因为适用情况 + 运气不一样。

十八、样本足够小，出来的结果是畸形的。

注意样本大小的重要性。当连续体从右向左移动，运气占的比重越大，要通过大量样本才能看出实力的作用，才能明白实力是保证长远的关系。投的项目太少，成功或失败不能说明问题。评价基金和投资人，要看多只基金的业绩，老基金的业绩更值得参考。所以，投资人要多投项目，多训练，培养实力。

大样本比小样本更精确。小样本比大样本产生极端结果的概率大。



十九、注意力锚定

人们在对某一未知量的价值进行评估之前，总会事先对这个量进行一番参考，此事锚定效应就会发生。

常见错误，1) 例如投资中，把不同类型项目的估值进行比较。第一个项目估值 8 千万，另外一个开价 2 亿。两个项目没可比性，但很多人会认为第二个项目太贵了，因为他锚定在了 8 千万估值的项目；2) 生活中的锚定，往年给 500 元红包，今年给少了 200 元，对方反而容易生气。他已把预期锚定在了 500 元。3) 婚姻中的锚定杀伤力最大。一个十分优秀的姑娘，在择偶时可能会错误的锚定在条件很差的父母，导致错误的找了一个仅比父母稍微好一点的丈夫。

二十、过分看重最近的情况

看眼前的问题，往往看着会比实际的要大。我们容易高估了眼前发生的事，且低估了未来会发生的事

二十一、前景理论

心理上设定了一个参照点，来判断项目的贵或便宜。参照点不一样，结论也不一样。

二十二、框架效应

对相同决策任务的不同描述方式，会影响决策者对备选选项的认知。

例如，听到有人掉河里了，大家可能会去救。听到有个吝啬鬼掉河里了，大概率不去救。

创业成功可能性为 30%的说法，要比创业失败概率为 70%更令人安心。

学生获得学校的“学习津贴”时，更容易拿去消费。当拿到“学费退款”，更倾向于储蓄。

如果政府希望民众增加消费，应给予“税收红利”，而不是“退税款”。即使实质上是一回事。

二十三、标签效应

投资领域标签化。消费升级，O2O，这种**标签很不好，会限制思维，并赋予了不对的属性，误导判断。要关注这个事本身内在的逻辑。**

举例，Apple 首席设计师 Jony Ive 说过：当我们想设计 BOX 的时候，我们首先不能去想 BOX，不然就会真的变成一个 BOX。Ive 其实是指贴标签化的问题，会限制创造的能力。

同理，很多人反感写报告，为什么？报告两字让人联想到：肯定有厚度 + 15 页以上 + 格式要求 + 看着很专业 + 阅读起来不是享受的过程。不单写的人这么认为，看的人也这样认为。而且双方都会往这个方向去想，为了避免风险。其实，报告的核心观点，一般不会超过 1-2 页。

二十四、心理账户

人们在心里无意识地把财富发挥不同的账户进行管理，不同的心理账户有不同的记账方式和心理运算规则。例如，丢失电影票案例。丢了一张 100 元电影票，不一定再买电影票。丢了 100 元公交卡，还会买。给自己买礼物和给朋友买礼物，出手大方程度不一样。

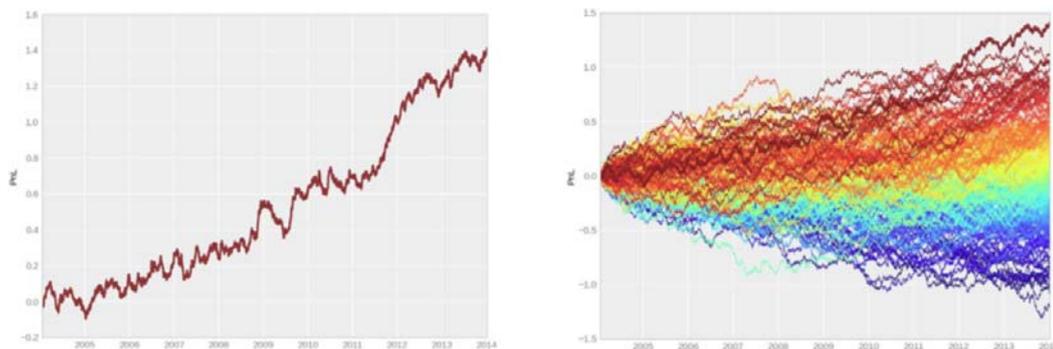
对于投资，同一赛道的不同项目，风险偏好不同。不同时间段不同基金周期的风险偏好。

二十五、错把杂音变信号

当尝试的交易次数足够多，任何情况都可能发生。尝试次数足够多，会产生耦合效应，看似可以通过规律或公式解释的现象，其实只是随机产生的结果而已。

左图（表象）：一个非常不错的交易策略。没有大的回撤，投资人可以获得稳定的回报。

右图（真相）：这只是 200 次随机交易中表象最好的一个而已。



二十五、杂谈

■ 人性投资法则

从“原始丰饶”中寻找灵感。原始丰饶什么？是人性，是习惯。多研究用户的需求，屏蔽不相干的噪音（错误

标签+错误经验)。向 90+00 后学习，因为他们尚未被概念和标签污染。

如何发掘真实的用户需求，或下一个明星项目？寻找原始丰饶，非常自然的需求，最底层的需求，未经雕琢。人基本的属性，心理的需求能得到满足。很多新的东西，可以在历史里面找到暗示。

- 1) 多巴胺的作用，第一眼好印象，先入为主的好情绪。即使有小缺陷，也有没大问题。
- 2) 科技与艺术的结合。非常美
- 3) 解决孤独。互联网可以给人价值认同。
- 4) 产品设计维度。产品要轻松+简单+易得性，简化注册流程。2-3 部就能完成流程。关注次日留存率，代表了用户的感受好坏。

总结：

- 1) 用户关注直觉、应用性、直观
- 2) 投资人不能这样，要更加理性，要 think twice
- 3) 市场很火的时间，趋势就差不多到顶了。贪婪 PK 恐惧
- 4) 批判精神 vs 好奇心。批判精神让人停止思考，不太去接受新鲜事物，对 VC 更加有害。如何培养好奇心？多和 90 后 00 后在一起。

■ 趋势投资

赚大钱靠趋势。而不是日常工作。例如，改革开放随便倒买倒卖能赚钱，2000 年后随便买房能赚钱，2003-2007 年随便买股票能赚钱。中国有古话“时势造英雄”，有时候赚钱不是因为你厉害，而是趋势的力量。

做 VC，就是要赌风口，在风起前半年到一年进去。找能在互联网留下印记的风口，而不是一阵风。

趋势是随机的，没法预测，只能去闻。

生活感悟：北京的投资圈特别有气氛，仪式感强，喜欢抱团，特别是清华产业的各大平台公司。这种感觉相信
在其他城市并不多见。



第八章 投资的决策机制

公司在明确并购的思路、逻辑、并做好行业研究之后。需定义清晰的决策机制，为投资工作的规范化打好基础。

其中一些文档，如《保密协议》、《投资意向书》等更像君子协议。规范角度看应该准备，但实质意义又不大。

步骤	决策流程	负责方	工作内容	工作成果
1	搜寻投资机会	投资经理	准备行业研究，并根据战略和投资计划，寻找标的并登记在《项目库》。	《行业研究报告》 《项目库》
2	初步调研	同上	投资经理开展初步调研，并编制《初调报告》	《初调报告》
3	签署保密协议	同上	投资经理在企业提供资料时，与企业签《保密协议》 Tips:如企业不介意，可不签。	《保密协议》
4	举行立项评审会	投资经理（主持） 总经理、其他高管、投资经理、技术专家代表（决策）	投资经理组织立项评审会，在多数委员同意后，进入下一步	无 (会议通过便可)
5	核心条件谈判	投资经理	投资经理需在正式尽职调查前，和企业就核心交易条件进行谈判并达成初步意向，编写《投资意向书》，包括股权收购/增资方式、估值方式、估值区间、产业协同等。	《投资意向书》
6	尽职调查	尽职调查小组（投资经理、技术、财务、法务、行业研究等）	投资经理组织尽职调查小组，编制《尽职调查报告》 Tips: 对上市/挂牌企业的投资，如触发“收购”的条件，由于存在监管机构对信息披露的要求，可能需第三方会计、资产评估、律师等参与尽职调查，并出具文件。具体请咨询律师。	《尽职调查报告》
7	投资决策会	投资经理（主持） 董事长、总经理、其他高管、技术专家代表（决策）	投资经理组织投资决策会，共计五票，三票通过，董事长可一票否决。投资经理编写《投票登记表》和《会议纪要》	《投票登记表》 《会议纪要》
8	签订投资协议	投资经理	投资经理编写《投资框架协议》或《股权转让/增资协议》，经投资决策会委员审批	《投资框架协议》 《股权转让/增资协议》
9	投后管理	投资经理	对投资企业进行跟踪管理和产业协同	待定

		或专职人员、派驻高管		
10	投资退出	投资经理	投资经理编制《投资退出方案》，经审批后完成投资退出	《投资退出方案》

要点总结：

- 决策流程需足够清晰、易于理解和被遵循。
- 别太纠结各种“流程 + 方案 + 报告”，要灵活 + 落地。

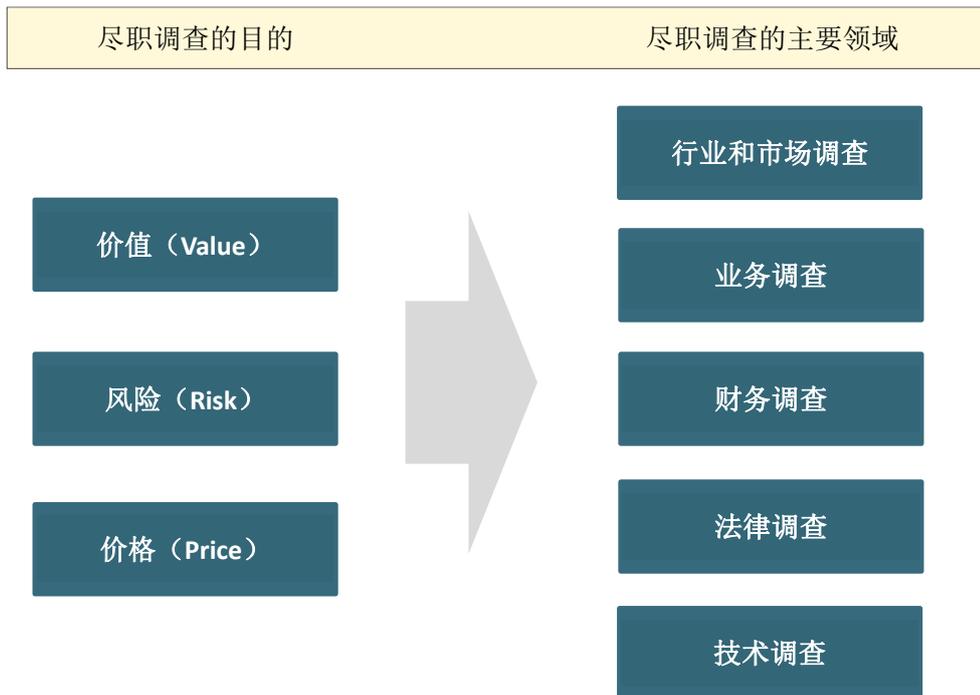
感悟：事情可以弄透之后不做，但不能未弄清楚瞎做。

第九章 尽职调查的目的、关注领域、调查方式

一、尽职调查应带着目的进行

尽职调查又称谨慎性调查，一般是指投资人在与目标企业达成初步合作意向后，经协商一致，投资人对目标企业一切与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动。并进一步判断，是否能达到投资的目的，如 IPO、产业协同、完善产业链等。

简单说，你同时买到了**价值和风险**，对应要支付**价格**。基于尽职调查得出的结论，判断是否值得去投。



二、尽职调查的主要关注领域

行业和市场	<ul style="list-style-type: none">■ 市场需求的来源■ 推动增长的因素■ 产业链和价值链■ 市场的规模■ 主要竞争对手
业务	<ul style="list-style-type: none">■ 业务模式、盈利模式、营销模式■ 竞争优势、主要价值驱动因素■ 协同效应，以及未来的整合成本和整合风险 <p>Tips:</p> <ul style="list-style-type: none">◇ 可以以估值模型为线索进行调查◇ 不要忽视目标公司董事会会议记录以及决议等法律文件，里面会包含公司业务的信息，特别是公司战略
财务	<ul style="list-style-type: none">■ 历史财务数据的真实性，可靠性

	<ul style="list-style-type: none"> ■ 预测财务数据偏于保守、乐观？预测的依据是什么 ■ 是否有表外负债 ■ 内控制度的健全性 ■ 税务问题 <p>Tips:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 要与审计师、资产评估师充分沟通
法律	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司自身的法律情况：重大的诉讼和法律纠纷、房产土地的权属问题等 ■ 交易所涉及的法律问题：股权结构是否清晰、股权类别、业绩承诺、估值调整协议、优先认购、反稀释等 ■ 行业监管规定等
人力资源	<ul style="list-style-type: none"> ■ 管理层聘用和留任问题 ■ 创始团队的精神面貌 <p>Tips:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 人事的问题对于收购后的成功整合非常重要
技术	<ul style="list-style-type: none"> ■ 技术是否符合发展的趋势 ■ 技术的壁垒或可替代性 ■ 技术的可用性和稳定性

三、尽职调查的方式

尽职调查获取信息的典型方式包括网络搜索、访谈、聊天、现场调查等。

一些实用的访谈清单, 涉及公司管理层、客户、供应商、竞争对手, 详见附件< DD_325 >。

(一) 网络调查

(1) 通过公司网页了解最基本情况。值得注意的是, 看公司网页主要看一些可能存在问题的报道, 而不用去看企业宣传的好的东西。如通过一些奖惩通知、员工活动、重大事件等来判断经营过程中是否存在一些瑕疵。

(2) 通过介绍老板身世的文章, 了解企业的历史。老板的出身对企业的经营风格有重大的影响。老板的出身或专业层次直接影响企业的发展风格, 对于民营企业来说更是如此。如果老板以前是学者创业, 需要关注企业的知识产权是哪来的, 是否存在权属不明或者纠纷; 还要关注企业的人事关系是否存在不独立的情形。如果老板以前是销售出身, 需要关注研发人员以及研发人员是否稳定, 公司的销售策略是否稳健是否存在不规范甚至违规的情形。如果老板是资本市场出身, 那么还需要重点关注老板是否为了资本运作而做出风险较大的操作。

(3) 公司相关的诉讼, 可以通过新闻媒体或公检法系统进行查询。公司诉讼多了至少说明不厚道, 甚至不诚信。比如某个企业报告期内与供应商与客户均存在多起的纠纷或诉讼。

(4) 公司的相关新闻, 特别是丑闻。除了老板坦白交代之外, 还需要通过互联网进行搜索。

(5) 公司所在地的论坛和行业论坛。一般情况下, 拟上市公司的老板和产品都会在各地和各行业论坛中涉及, 不过要注意其中一些言论或者介绍的片面性甚至误导性, 要注意甄别并且要以证据作为判断的核心依据, 不要轻易下判断。

(6) 通过下载的文章、报告, 了解和持续掌握行业和公司情况。比如一些行业的报告都可以作为研究行业的素

材。

（二）访谈调查

（1）老板。除了老板的专业能力之外，更重要的是关注老板的人品、诚信和做企业的境界。老板的学历、性格、普通话水平等等都是次要的。

（2）中高层干部。中高层干部可能分别从不同的角度对企业的了解会更加具体也更加真实明确，那么对这些对象的访谈设定的目标也要相对明确具体，主要体现在行业发展、市场空间、竞争优势、后续新产品开发情况。

（3）上游供应商。除了关注采购合同的真实性之外，还要关注公司的信用政策、是否存在供应商依赖，公司在采购上是否具有自主权和决定权，是否为发行人关联方等。从目前市场环境来看，除特殊情况外，只存在不好卖的产品不存在买不到的原材料，所以在访谈供应商时一般会比较顺利，得到的回复一般也会比较正面，这种情况下，更需要从一片大好的形势下关注交易是否真实合理，供应商是否会在公司的压力下配合发行人做一些处理。

（4）下游客户。如果说供应商一般都会说好话的话，那么客户就不一定了，从另外一个角度来讲，客户访谈的结果更能反映发行人的市场地位和谈判能力。如果客户访谈非常不配合甚至根本就不接见，除了大国企很牛或者做了亏心事不敢见之外，那么很可能就是公司在下游客户的地位不高。如果客户访谈很配合对于发行人的评价非常正面，那么且不说客户是否会依赖公司至少可以说明双方的合作是互赢的是相互依存的，不存在谁依赖谁谁求着谁的问题。此外，通过客户也更能判断发行人的定价能力、市场地位、产品质量、是否存在关联方、是否存在纠纷等；对于大额合同，还需要关注合同的真实性和合理性，是否存在业绩造假的可能。

（5）同行竞争对手。这样的对象不举报或被黑就不错了，去理性地进行访谈和判断几乎是不可能的。可以来些间接的，比如关注竞争对手的宣传资料、一些访谈或者公开资料、招标文件或者项目建议书等，从侧面判断同行业对公司的评价。

（6）行业专家。找行业协会专家了解行业的基本情况和行业地位等。关注的重点主要在于：产业链、盈利模式、核心技术、发展趋势、市场规模等。如果是发行人安排的专家访谈，其独立性和真实性就要大打折扣了，有些资料可以采纳，但是需要自己的独立判断。

访谈应该是尽职调查非常重要的一种方式，也是最需要讲究方式方法的一种方式，方法的不同最后的访谈效果差异很大。切忌访谈中对着问题一个一个问一句话一句话记录的访谈，那样会导致访谈对象非常紧张也放不开，信息量会非常的少。访谈应该类似于聊天，只是比聊天目的性和逻辑性要强，访谈人要在访谈之前充分做好工作，把需要问的问题以及自己希望得到的结果进行仔细整合并做到融会贯通，做到提问的问题看似不轻易间提出实际上是经过了精心的准备。当然，要做到这一点，除了前期做好准备工作之外，丰富的项目经验和良好的沟通能力也是必不可少的重要素养。

（三）文字材料

这部分内容的调查工作会与（一）和（二）的内容是重复的，主要涉及以下几个方面：

（1）行业论文和综述。这个在网络查询里也提到，一定要多看，作为一个行业的新入者，只有通过多看这种最笨的方式，才能逐渐对这个行业有所了解，才能慢慢形成自己的对行业以及发行人的独立判断，而不是人云亦云。

（2）行业研究报告。这个可以通过自己公司的研究院或者从互联网上下载，具体审阅的原则就不再赘述，注意

一些研究报告具有特殊目的性从而可能会失去客观性，需要注意甄别。

(3) 行业杂志或者公司发行的报刊等。

(4) 公司所报各种奖励的申请文件。这里注意的是，这里的文字材料不是最后取得的证书，而是证书申请过程中的过程资料，除了可以验证发行人专利的合规性之外，更能帮助我们这些外行人了解公司的技术水平和优势。不过值得注意的是，在进行专利申报的时候，发行人往往在代理机构的引导下进行夸大性的叙述和宣传，这时要注意判断其真实的情况是怎样的，一些结论是否能够公开披露。

(四) 聊天

如同把访谈进行的更加灵活和活跃会有更好的效果一样，聊天作为更加灵活也更加发散的一种“访谈”，有时候效果也是意想不到的，应将聊天作为一种重要的尽调手段。尤其对于项目组人员来说，应与企业多接触，充分利用聊天这种非正常的渠道，获得一些佐证的信息或者一些核查的线索。

聊天的对象没有任何限制，前述的访谈对象都可以进行。除此之外，还有以下对象可以考虑：

(1) 公司的最基层人员，如公司的保安、食堂师傅、接送司机、打扫卫生阿姨、前台等。这些人员工作在发行人的最基层，或许获取的信息不机密也不高端，但是他们视野关注的问题对于我们也很重要。比如在去机场的时候，跟司机聊聊工资水平、社保待遇、对企业的期待等，甚至有时候他们高兴了也很喜欢对公司老板或者高管做出自己的评价。

(2) 当地生活圈的人员，如当地的出租车司机、理发员、餐馆小老板等。尤其是公司在小地方的，公司信息相对更加更容易为外部人所知。

(3) 其他可能的人员。比如，某些渠道我们还可能接触到从公司离职的员工，他们的观点可能会有一些新意；比如供应商的供货司机或者客户的拉货司机等，都有可能对我们的尽调工作提供一些信息。

(五) 现场调查

现场调查应是非常重要和关键的一种调查手段，不过实务中很遗憾的是，这个调查手段并没有得到充分的重视，这个也好理解，毕竟做空调房里看看资料上上网要，比风吹日晒要舒服太多。

(1) 外地分子公司。有多少家子分公司都应该亲自去看一遍，先不说关注管理能力、销售半径，扩张太快是否风险，起码你要了解这家公司是否真实存在，账上的设备资产都不是虚构出来的吧？

(2) 生产车间。多去几次，并且有心去看。关注公司产品的生产流程以及核心技术的应用、设备是否正常运转、车床型号所代表的生产技术水平是否先进、现场管理制度是否完备、工人的工作状态和积极性是否高涨、生产销售旺季设备是否满负荷运作前来拉货的车是否川流不息甚至要排队等。在实务中，存在生产批号提前的例子。

(3) 原料成品仓库。主要关注存货管理是否规范、存货规模是否账实一致，可以根据成品批号的更新判断销售情况。项目过程中一定要重视存货的盘点工作。

(4) 其他的一些方面。厕所是否卫生，可以看出企业的管理水平和员工素质，很难想象一家厕所脏乱的企业内部控制和日常管理能够规范到位。消防器材是否完善整齐，这一来关注企业是否严格执行国家相关政策，另外也体现了企业的管理水平。此外，公司迎来送往的车队管理，这里倒不是吹毛求疵，公司车队的水平一来反映管理水平二来也会体现公司的盈利状况。除了老板及其节约的特例之外，一家只有一辆桑塔纳 2000 迎来送往的企业盈

利水平是否很高是要打折扣的。

要点总结:

- 事无巨细，多么详细都不过分，一定不会吃亏
- 尽职调查是持续发现、整理、更新、再发现的过程。通过各种手段，不断完善细节，不断交叉验证，完成定性分析。
- 注意访谈和业务和财务数据的匹配，尽可能定量分析。
- 访谈是尽调中最费精力，最考验投资团队责任心的工作，“做完了”和“做到位”之间存在重大区别，决定尽调报告的结论是留在表面或内涵。
- 项目第一眼看到的亮点，就是日后要重点核实的重要风险点。

生活感悟:

- 一、最好的状态，是你感觉不到自己在工作。
- 二、和三观符合的人一起共事很重要。有时候我们根本不是想换工作，而是想换同事。



随笔：延锋伟世通是一个普通到我几乎都记不起名字的小项目。特别之处是我们团队，每个同事都很聪明、很勤奋、很可爱。总之，我部门最牛的几个，都在这里啦。

2013年延锋伟世通审计团队



随笔：感谢E姐的信任，把部门最大的审计项目 - 东方航空交给我负责。项目的技术复杂度高、周期长、团队大。

第十章 尽职调查报告的核心写作要素

通过访谈和调查取证，我们将尽职调查的工作体现报告中。报告的核心构架和写作要素如下：

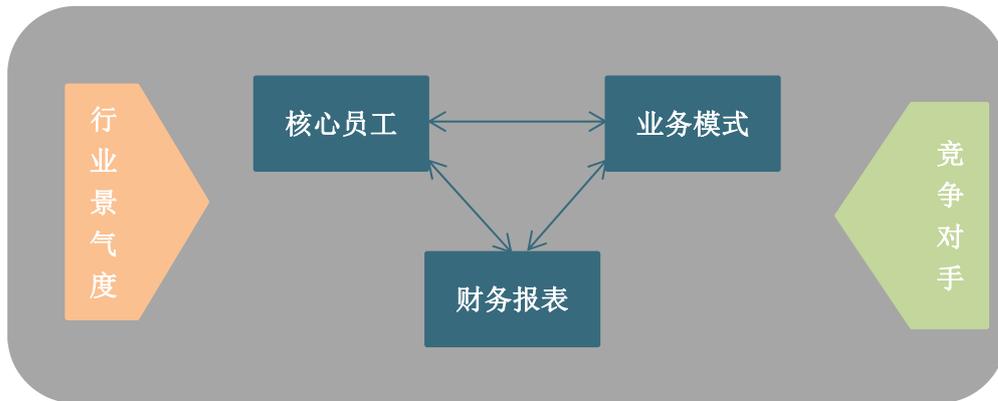
核心写作要素		
封面	4. SWOT 分析（优势、劣势、机会、挑战）	5 关联方及同业竞争
尽调情况说明 （尽调背景+范围+时间+团队）	5. 公司发展规划	6. 重要资产
目录	6. 业务风险提示	7. 重要合同
		8. 劳动人事
第一部分 投资概述	第五部分 财务尽职调查	9. 税务
一句话企业简介 + 投资背景 + 投资逻辑（价值+风险+价格） + 投资结论	第一章 财务尽职调查总结	10. 重大诉讼、仲裁及规范性
	第二章 财务尽职调查正文	
第二部分 行业与市场分析	1. 业务蓝图（业务蓝图结构见附件，非常直观的梳理业务与财务的关系）	
第一章 行业与市场总结	2. 财务报表分析（分析资产负债表+损益表+现金流量表，重要栏目加备注，分析模板见附件）	第八部分 技术尽职调查
第二章 行业与市场正文	3. 业绩分析（分析历史三年各产品线收入的趋势，业绩贡献比例，毛利率波动）	1. 技术尽职调查总结
1. 行业概况	4. 前十大供应商分析（名字+累计订单金额+集中度等）	- 技术优势
2. 产品/服务介绍	5. 前十大客户商分析（名字+累计订单金额+毛利率+集中度等）	- 技术劣势
3. 产品/服务的发展历程	6. 应收账款分析（占比+坏账计提+能否回收）	- 后续建议
4. 行业政策	7. 留存分析（互联网企业适用，分析模板见附件）	2. 技术尽职调查正文
5. 商业模式（产业链+价值链+经营模式+行业壁垒）	8. 合同检查（工程类企业适用，分析模板见附件）	- 调研目标

6. 当期市场和未来趋势分析		- 技术团队
7. 行业的竞争格局	第六部分 管理团队尽职调查	- 产品设计
8. 行业投资逻辑	第一章 管理团队尽职调查总结	- 技术
9. 主要对标企业	第二章 管理团队尽职调查正文	- 技术保障
	1. 管理团队简历	- 运营数据
第三部分 企业概况	2. 核心人员构架图	
1. 企业概况（公司名称+所属行业+成立日期+注册资本+注册地址+主营业务+员工总数+实际控制人+股东结构图）	3. 核心人员分析（分析模板见附件）	第九部分 交易结构及回报测算
2. 组织构架图	4. 历史三年员工变动分析（分析模板见附件）	1. 投资方案主要内容（估值和比例、交易结构、退出方式）
3. 发展历程		2. 投资方案测算
	第七部分 法务尽职调查	3. 估值参考及退出通道
第四部分 业务尽职调查	第一章 法务尽职调查总结	
第一章 业务尽职调查总结	第二章 法务尽职调查正文	第十部分 投后管理
第二章 业务尽职调查正文	1. 公司基本情况	
1. 产品介绍和定位（干什么的 + 卖给谁 + 绘制产品家谱图）	2. 公司的股权结构和实际控制人	第十一部分 总体评价 （或可参见如上各章节总结部分）
2. 商业模式（包括采购+销售+营销+盈利）	3. 公司的股本演变	1. 投资价值
3. 竞争力分析（波特的六力模型：现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商、客户、替代品、企业互补因素）	4. 公司的业务资质	2. 投资风险

Tips: 尽调报告尽量做到管理咨询报告的程度，可以给标的公司有用的建议，作为增值服务的一部分。如果仅仅用于投委会的决策，工作就价值都打了折扣。

我们继续对部分核心写作要素，说明尽职调查的方法。相关模板，见附件<DD_325>, 非常实用。

首先有核心员工，才有业务模式，结果体现在财务报表。财务报表是表象，是业务流程的结果，而根基在于核心员工。这三者是相互联系和影响的，三者的尽职调查结果需交叉验证。

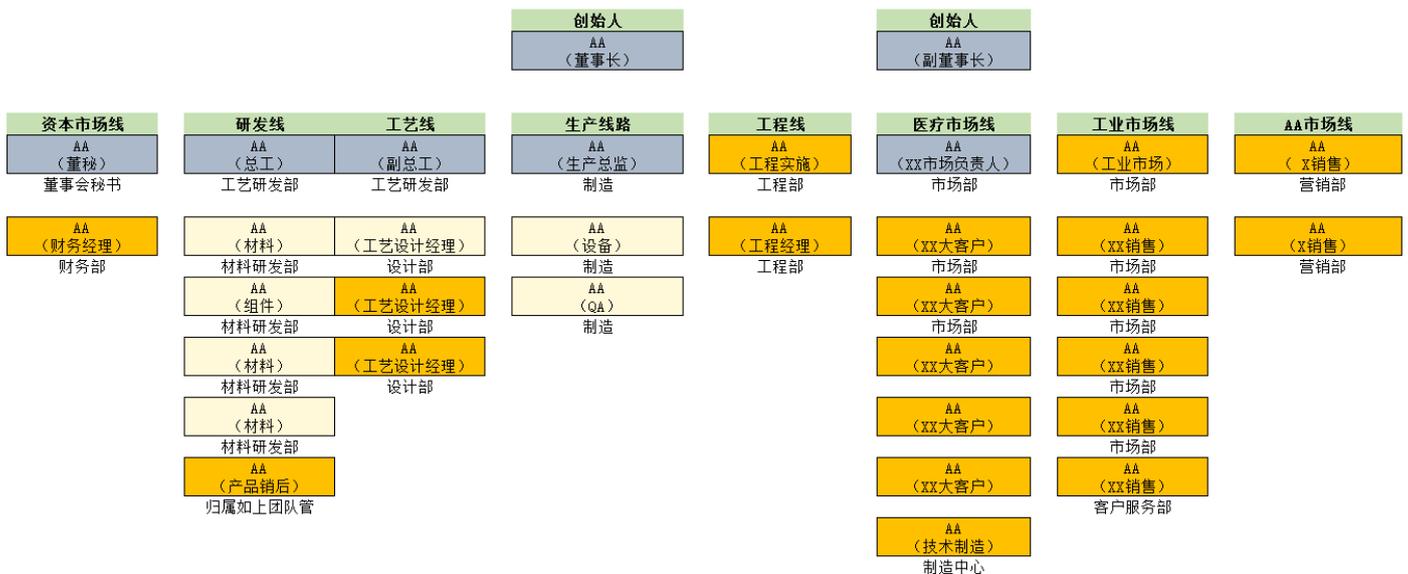


一、核心员工（涉及“第六部分 管理团队尽职调查”）

考察核心员工的主要目的，是寻找一只值得信赖，且能做成事的团队，来支撑业务的发展。通过对核心员工量化的访谈，得出全面的评价，并交叉验证业务和财务的真伪。工作流程分三步：

（一）通过访谈，确定核心员工名单。简单看组织构架图是不够的，需通过交叉询问，查到真正核心的员工。所谓核心员工，不一定是“经理/总监”，而是“不可或缺”或“可替代性差”或“走了对部门影响很大”的人员。比如，掌握核心技术的基层研发人员、生产线的主要班长。

- 1 第一梯队核心管理层
- 2 第二梯队核心技术专家(+每个人掌握技术单一部分或很难替代)
- 3 第三梯队重要经办人



（二）收集所有核心员工的年龄、工龄、薪酬和持股等信息，并根据问卷清单进行一对一访谈。由于汇集的样本量非常多，可以实现对公司全维度的评价。

序号	姓名	重要人员	职责	年龄	年龄分析意见	在职时间	工龄分析意见	持股(万)	预期IPO估值(万)	年薪	薪酬分析意见	备注
1	AA	1 第一梯队核心管理层	创始人负责XXX		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年				基本年薪合理，中值x万； 股权激励充分；	
2	AA	1 第一梯队核心管理层	创始人负责XXX									
3	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
4	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
5	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
6	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
7	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
8	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年 符合AA板块发展的期限				基本年薪xxx，中值x万； 股权激励——	
9	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
10	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
11	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
12	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
13	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
14	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
15	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年 忠诚度和归属感很高				基本年薪xx，中值x万 股权激励xx	
16	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
17	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
18	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
19	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
20	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
21	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
22	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
23	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
24	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
25	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
26	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
27	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
28	AA	3 第三梯队重要经办人	xx营销									
29	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
30	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
31	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
32	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
33	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
34	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									

访谈目的：

- 1、对业务和财务真实质量进行多维度交叉验证；
- 2、判断员工对公司愿景是否清晰，可实现，和管理水平；

访谈范围：

- 1、创始人、部门负责人、副手；
- 2、其他“不可或缺”或“可替代性弱”或“走了对部门影响很大”的员工；重要离职员工
- 3、随机抽查部分基层员工

指导原则：

- 1、访谈清单的模板化和量化，能全面和多维度的提高访谈质量，减少感性造成的偏差和遗漏；
- 2、访谈清单不易太详细，会影响实用性，效果打折；
- 3、访谈清单根据实际情况适当添减，灵活使用；
- 4、多引导员工举例说明，避免太抽象的回答；
- 5、戒备心下很难得到真实答案，争取建立友谊和信任；
- 6、记录各员工访谈核心要点在右边栏，感知多维度的评价；

管理层评价问卷清单		员工1	员工2
战略定位			
您如何理解公司的战略与目标，是否清晰？或未来会成为一个什么样的公司？举例说明。			
公司的战略目标是如何分解的？您部门的目标是如何确定的？			
您在部门如何支撑公司的战略和目标的实现？能顺利达成吗？困难和瓶颈是什么？			
业务发展			
您认为公司能生存和发展至今的原因是什么？举例说明。（成功或失败之道）			
公司或业务中目前最大的困难和瓶颈是什么？			
公司发展的驱动因素，或核心竞争力是什么？趋势、研发技术、产品、品牌、市场渠道，社会关系，还是其它因素？			
这种核心竞争力，是否需长时间积累？能否快速掌握和复制？是靠个人，靠团队，还是靠平台多一些？			
这种竞争力，如果是一套企业文化、研发技术、运营能力等，能否以正式的形式（如产品、运营、标准手册）保留下来？是否会因某员工离开而受到较大冲击？			
竞争环境如何？现在最大的竞争者是谁？潜在的竞争者是谁？公司在哪些方面做出准备？			
部门协同			
您与其他部门在哪些方面需要协调和配合？是如何实现协调和配合的？协作效率如何？			
您目前整体工作饱和度如何？造成这种现象的原因是什么？			
公司内部有哪些沟通渠道？沟通是否通畅？部门内部员工的意见和建议怎样表达给您？您的意见如何反馈给公司及上级？			
您所属部门的未来改进、发展方向是什么？需要公司投入何种资源支撑？			
个人职业			
介绍您的经历（职责分工、工作重点、工作饱和度等），如何加入公司的，为什么选择加入？目前留下原因是什么？还能干多久？			
与同行业比，公司薪酬水平如何？有没有竞争力？除薪酬外，公司对人才的吸引力有哪些优势和劣势？			
您对自己的薪酬水平是否满意？对薪酬的意见和建议有哪些？			
个人事业有没有向上的空间？向上通道是否通畅？简单介绍您部门员工职业发展通道。这种职业发展通道能否调动员工的积极性？			
您是否有完成公司和个人目标的积极性？影响积极性的因素有哪些？			
对部门或个人的KPI考核指标有哪些？KPI目标如何确定的？考核效果如何？			
您的上级是否会对您进行绩效谈话？绩效谈话效果如何？			
公司现在的培训是如何开展的？应在哪些方面丰富完善？			
你所感受到的公司现有的优良文化传统和不良作风有哪些？举例说明。			
团队能否融洽相处？团队能否开放交流？有没有持续优化的意识？			
对创始人、上级、同级、下属的看法？任何优点，或需改善之处？			
您的家庭、爱好和时间分配？判断对工作的投入和影响。			
您在此岗位多久了？该岗位的前任是谁？为什么调岗或离职？			
协助检查核心员工骨干图，还有核心员工遗漏吗？（离开谁会受影响比较大，可替代性弱）			
业务和财务问题			
就获取的业务和财务数据，通过访谈再次进行多维度核对；			

（三）收集历史整体员工清单，分析人数、收入、入职、离职的变化，以及这个变化，对公司运营的影响。注意事项：除了第一张表看全员工变化外，对于生产型企业，还应该区分工厂/非核心行政/核心业务部门的员工变化，更有针对性。

	部门	新入职人数	离职人数
工厂部门	制造一部		
	制造一部		
非核心部门	综合管理部		
	客户服务部		
	客户服务部		
核心部门	研发中心		
	研发中心		
	研发中心		
	财务部		
	财务部		
	财务部		
统计	工厂		
	非核心部门		
	本部核心部门		
	合计	0	0

	2014年	2015年	2016年
人数			
人数变动			
总工资			
总工资变化			
人均年薪			
人均年薪变化			

两个公式：

新入职人员变动率 = 2017年新入职人数总数 / ((2016年底员工总数+2017年底员工总数)/2)

离职人员变动率 = 2017年离职人数总数 / ((2016年底员工总数+2017年底员工总数)/2)

（四）分析和得出结论，并对业务和财务数据进行交叉验证。

Tips:

(1) 工作量很大，建议安排几个人每天进行一对一访谈。每人每天访谈 3-4 个员工比较合适，多了很疲劳，效果差；有时候约出公司外访谈，会有不一样效果。

(2) 创始人年纪过大或有退意要谨慎；

(3) 重要岗位需追溯前任换岗或离职的原因，追查到本人最佳；

(4) 访谈公司老员工很重要，高层+底层老员工都要访谈；

要点总结：

- 寻找一个以所有股东利益最大化为目标的管理团队，降低无形的“管理成本”。第一是人，第二是人，第三还是人。
- 关注创业团队的**契合度**。看团队的能动效率而非其经验多少，因为历史证明了，有无数成功的公司是由毫无经验的人做成的。
- 不存在道德圣人，现实只会比你想象的更糟糕和失望。中国整体创业环境恶劣，道德水平较低。创业者生存压力极大，是经过残酷市场检验，练过的。但投资团队往往是象牙塔出来的。所以，完全不是一个层次。因此，不能简单用自己的价值观来硬套。创始人为了赚钱和互惠互利，能坚守最基本的合作底线，相对可靠便可。
- 重要创始人的性格和作风，会影响高中低层员工，多少都会有样学样，最终也决定了公司会如何对待客户和供应商。不相信吗？试着回忆下京东、顺丰的快递员，和其它快递员，给你的体验和差距，就是这么微妙。

二、业务模式（涉及“第四部分 业务尽职调查”）

（一） 商业模式

通过系统的方法，梳理业务全景图，并对核心人员和财务报表进行交叉验证。

模板：梳理业务全景图，分析业务、盈利、营销模式

	一、业务模式			二、盈利模式						三、营销模式					
	业务模式	核心技术+销售人员	供应商结构	合同金额	销售收入	销售成本	毛利率	业绩权重	销售确认方式	回款方式和周期	主要客户	主要竞争对手	市场份额	现状（技术门槛+竞争程度）	未来发展方向
AA业务															
BB业务															
CC业务															
DD业务															

模板：梳理业务发展的趋势

业务领域	收入			业绩贡献比例			毛利率		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
AA业务									
BB业务									
CC业务									
DD业务									
合计									

模板：梳理产品家图谱（如涉及产品）

1系列家族			2系列家族		3系列家族		
AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA

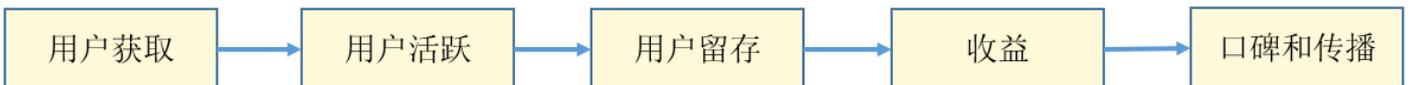
（二） 业绩分析（针对大件合同销售为主的企业，例如环保、装备制造）

对合同 + 收入 + 现金流的真实性，收入确认的合规性，交易的合理性（是否关联交易）进行验证。

序号	公司名称	行业	合同名称	合同金额	签订日期	验收时点	工期	付款条款	2016年确认收入	验收单情况	是否有溢?	提前确认收入	成本	毛利率	毛利是否正常	回款金额	回款方式	回款时间	凭证号		
1	XX公司					功能验收	签订合同N天交货, N天安														
						功能验收	签订合同N天交货, N天安														
			合计	-																	

（三） 用户行为分析（针对互联网企业，如电商）

针对互联网和电商企业，用户行为框架涉及如下五个环节。我们针对各环节，设计分析模板。通过分析用户行为，侧面判断管理团队+财务报表的质量。



指标使用提示：

- 1) GMV、注册用户数、日活用户数等指标，更多通过[营销渠道能力驱动](#)。可通过资本和补贴强行拉升，单纯看价值不大。
- 2) 用户留存和口碑传播，是通过[产品和运营能力驱动](#)的。反映了公司的真正价值，是最最重要的指标，没有之一。没有用户留存和口碑传播的增长，是注定会失败的。
- 3) 模板使用范围受限，因为很依赖真实+准确的数据，而很少企业能提供完整的数据。
- 4) 很多指标的定义和判断，要根据不同行业和产品的特点，具体情况分析。例如日活跃用户，对网易云阅读，用户只要看了某本书的目录，就算是。对于电商，登陆过 APP，或下单过。例如用户留存，母婴电商用户头两年粘性会很高，后面甚至会消失。

1. 交易行为指标

核心指标	解释
GMV Gross Merchandise Volume 成交金额 收入	是成交总额（一定时间段内）的意思。GMV = 1 销售额+2 取消订单金额+3 拒收订单金额+4 退货订单金额。GMV 是流水，只要你下了订单，生成订单号，就算 GMV。而这个订单转化为平台的实际收入还会有 2、3、4 这些流失量。所以 GMV 不等于实际销量收入，各大电商平台公布的 GMV 数据都是有一些水分的。公式中列举的 GMV 是最具水分的一种算法。 符合会计准则，确认的收入。
货币化率	货币化是指网站通过广告、订阅费、应用内收费等方式变现。货币化率是转化的比例，是电商平台重要的运营指数。 货币化率 = (营业收入/GMV) × 100%
SKU Stock Keeping Unit 库存量单位	定义为保存库存控制的最小可用单位。例如一款女装中粉红色的 S 码是一个 SKU，M 码是一个 SKU，L 码也是一个 SKU。所以一般一款女装是有 S、M、L、XL、XXL、XXXL6 个 SKU。 Tips:对各 SKU 的 GMV 分析，可以判断交易商品的品类、数量、占比。
点击付费用户转换率	是网站最终能否盈利的核心。 点击付费用户转化率=(转化次数/点击量) × 100%
ARPU	代表了用户的付费能力和用户价值，一般会根据用户 ARPU 分层来划分不同价值的用户。ARPU 统计期间

Average Revenue Per User	多为月。
人均活跃用户付费	ARPU = 流水/活跃用户#

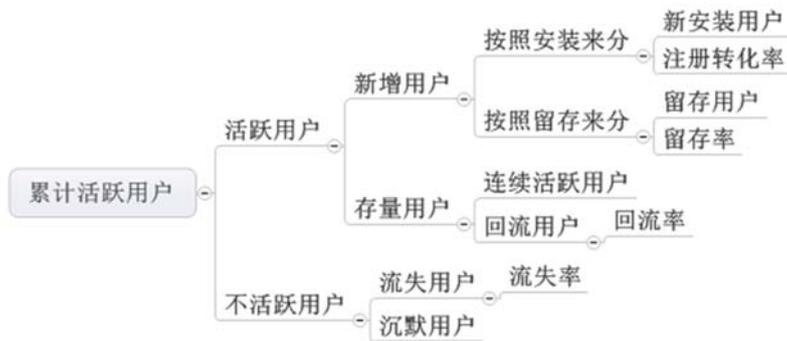
Tips:用 EXCEL 统计和分析如上用户行为的每月趋势。表格见附件<DD_325>

2. 用户行为指标

核心指标	解释
下载用户数（当月） 下载用户数（累计） 注册用户数（当月） 注册用户数（累计） 活跃用户行为： <ul style="list-style-type: none"> ● PV (Page Visitor) 单位时间内（一般指一天）页面被访问次数 ● UV (Unique Visitor) 单位时间内来访唯一用户数 ● DAU (Daily Activited Users) 日活跃用户 ● MAU (Monthly Activited Users) 月活跃用户 ● 日活跃商户 ● 月活跃商户 付费用户数（累计） 活跃用户比率分析 <ul style="list-style-type: none"> ● 新活跃用户率 = (新活跃用户数/新用户数) × 100% ● 老活跃用户率 = (老活跃用户数/老用户数) × 100% ● 总活跃用户率 = (新老活跃用户数/注册用户总数) × 100% 其他用户行为比率分析 <ul style="list-style-type: none"> ● 注册用户转化率 = (注册用户/下载用户) × 100% ● 付费用户转化率 = (付费用户/活跃用户) × 100% 用户粘性指标（对于网页或 APP） <ul style="list-style-type: none"> ● 页面访问深度 ● 单页访问时长 ● 页面跳出率 	1) 注意新增用户的来源渠道、获客成本和留存质量，如搜索引擎、社交网站、SEO 优化，还是地推等。这时候就需要关注不同渠道的新增用户数和用户获取成本。新增用户留存率高，才可持续。 2) 如何定义日活跃用户？要具体情况分析，比如网易云阅读(阅读类的)，用户只要看了某本书的目录，就算是。对于电商，下单过就算。 注：1) 访问深度，是指用户一次连续访问的店铺页面数（即每次会话浏览的页面数），所以平均访问深度即用户平均每次连续访问浏览的店铺页面数。用户平均访问深度=浏览量 (pv) /访问人次。 2) 跳出率是指仅阅读了一个页面就离开的用户占一组页面或一个页面拜访次数的百分比。

3. 用户留存分析

本小节内涵丰富，所以描述较详细。



留存用户指新增用户中后续还活跃的用户，如果用户只是不断新增，不断流失，用户规模基本没啥变化，就无法沉淀，没意义。留存率反映产品质量、运营效果和用户粘性。

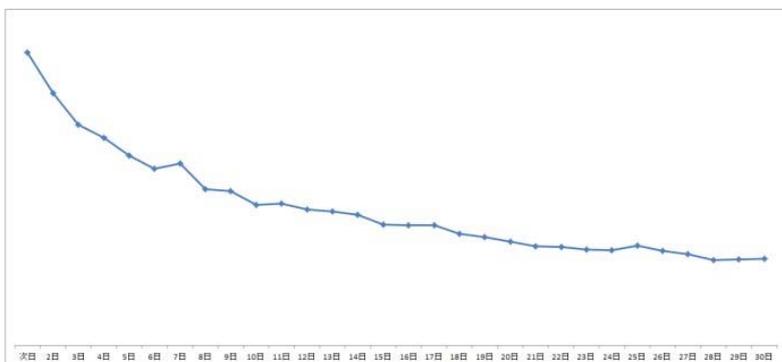
一般说留存是指新增用户随后一段时间活跃情况，为什么要选择同一天新增用户，因为同一天新增的用户更具有比较意义，如果是不同日期新增的用户，因为使用业务的时间长短不同，粘性肯定会不一样，比较意义不是太大。留存率有日留存、周留存、月留存，不同类型的产品，关注的留存类型不同。

留存率表示某天新增的用户 N 天后有多少用户仍然活跃，一般比较关注的是次日留存率、3 日留存、7 日留存率、15 日留存率、30 日留存率，例如今天新增 100 个用户，明天还有 50 个用户活跃，则次日留存率为 50%，如果第二天后还有 30 个用户活跃，也二日留存率为 30%。

留存率主要在于比较，从以下几个方面解读留存率：

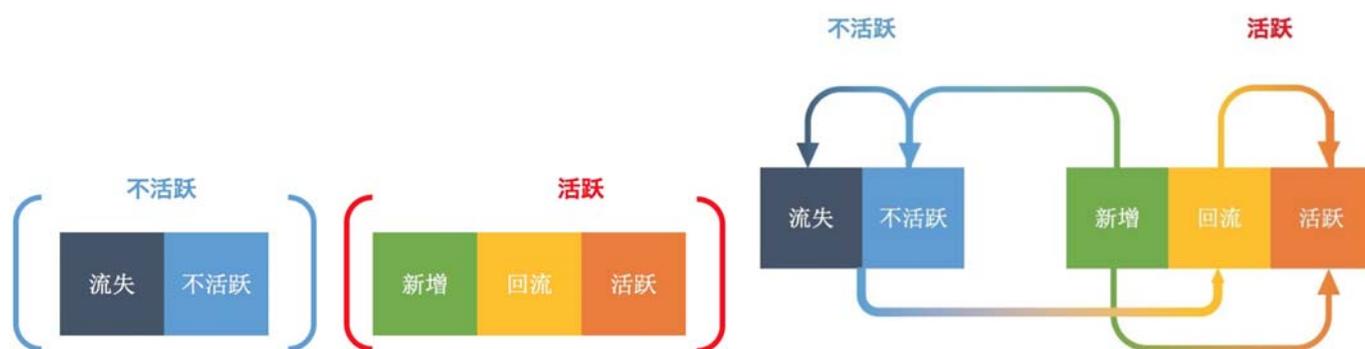
- 1) **对比竞品和自有产品的留存率**，留存率的高低能够反映出产品质量的好坏，特别是次日留存率、3 日留存率（研究表明大部分用户会在 1-3 日内卸载应用）；
- 2) **对比不同渠道的留存率**，评估不同渠道带来用户的质量，如果某个渠道带来的用户留存率明显偏低，则要怀疑这个渠道是否存在造假；
- 3) **对比留存率时间趋势**，评估新增用户质量是否变化，按日观察留存率趋势，如果某天留存率突然下降，则要考虑是不是当天新增用户质量有问题；
- 4) **对比产品不同版本留存率**，评估不同版本的质量，特别是对于新迭代的版本，更要关注次日留存等指标，如果明显低于老版本，则要考虑是否迭代后不能满足用户需求，需要改进优化；
- 5) **通过留存率曲线评估产品好坏**，留存率曲线是一条开始很陡峭、后面很平滑的曲线，如果产品的留存率曲线一直都很陡峭，最后维持在一个很低的值，则产品质量可能是有问题的。

留存率曲线是根据各个时间构成的留存率随时间变化趋势，呈现的规律是：**1-7 日留存率快速下降，8-15 日留存率下降幅度减缓，16-30 日留存率则平缓下降。**



四类用户的定义：

用户类型	解释
活跃用户	某一段时间内打开/使用/购买过产品
回流用户	有一段时间没用产品，之后突然回来再次使用，则称为回流用户。回流用户是活跃用户，且是由流失用户或不活跃用户唤回而来。
不活跃用户	有一段时间没有打开产品，为了和流失区分开来，需要选择无交集的时间范围。比如流失用户是60天以上没打开产品，那么不活跃则是0~60天没打开。
流失用户	有一段时间没有再打开产品，可视为流失用户，也可以认为卸载。根据产品的属性，可以按30天，60天，90天等划分。



特别推荐 Cohort Analysis (同期群分析)。目的是判断用户是否合理增长，可持续。见第 34 页，或附件<DD_325>

三、财务分析（涉及“第五部分 财务尽职调查”）

通过分析财务指标，对核心人员和业务模式进行交叉验证。如果财务指标出了问题，肯定是核心人员和业务模式出了问题。

（一）财务核心数据

首先，由财务尽调人员负责调查，最核心关注指标如下。

模板：核心财务指标分析

XX公司 - 核心财务数据				
	2013年	2014年	2015年	2016年
利润表				
营业收入	900.00	2,000.00	2,000.00	3,000.00
营业成本	80.00	100.00	200.00	300.00
销售费用	40.00	50.00	50.00	50.00
管理费用	40.00	50.00	50.00	50.00
财务费用	40.00	50.00	50.00	50.00
研究费用	40.00	50.00	50.00	50.00
净利润	800.00	1,000.00	1,200.00	1,400.00
资产负债表				
流动资产	4,000.00	5,000.00	7,000.00	9,000.00
非流动资产	4,000.00	5,000.00	7,000.00	9,000.00
流动负债	1,600.00	2,000.00	2,500.00	3,000.00
非流动负债	800.00	1,000.00	500.00	1,000.00
净资产	5,600.00	7,000.00	11,000.00	14,000.00
应收账款	40.00	50.00	100.00	150.00
其他应收账款	40.00	50.00	100.00	150.00
存货	40.00	50.00	100.00	150.00
经营现金流	4,000.00	5,000.00	7,000.00	9,000.00
投资现金流	4,000.00	5,000.00	7,000.00	9,000.00
筹资现金流	1,600.00	2,000.00	2,500.00	3,000.00
现金净增加额	9,600.00	12,000.00	16,500.00	21,000.00

一、经营指标				
1. 营业收入				
2. 净利润				
3. 毛利率				
4. 净利率				
5. 收入增长率				
6. 净利增长率				
二、运营指标				
1. 总资产周转率				
2. 资产负债率				
3. 流动比率				
4. 应收账款周转天数				
5. 库存周转天数				
6. 经营活动净现金流				
三、杜邦分析				
资产收益率ROE				
- 销售净利率				
- 资产周转率				
- 杠杆比率				
三项目乘基				

在看财务报表前，也建议不直接阅览财务报表，而是根据其主营业务和收入规模预估资产负债表、利润表以及现金流量表。这要求其人员对商业模式和业务具有相当的了解。同时，在极大程度上避免了先入为主的观念。

重点说下收入，收入是最重要的一个财务指标，收入的分析是尽职调查中最重要的一块。

对于收入的分析第一是看**收入增长可能是有哪些驱动因素**，它是由什么原因造成的，未来驱动因素是否持久。比如很多上市公司会通过收购来做报表的增长，但这并不代表企业自身的业务能力。

第二看收入的质量如何，是否**能够直接转化为现金流**。有些企业收入很高，但是没有现金流，有的可能是在应收账款方面的方面。但是投资者直观的反应是有收入么有现金流，是不是存在做假账的问题？或者是业务模式有问题，一直在烧钱。

第三看**收入确认**。这是一个比较技术性的问题，多咨询专业会计师。

（二）从财务报表看公司的核心竞争力

公司的竞争力主要反映在毛利率 + 上下游的收付款能力

（1）毛利率

毛利率非常重要，关系到投资方向选择+衡量成长性+评价经营业绩+判断企业是否操纵盈利+分析核心竞争力+发现公司潜在问题。

格力毛利率高达 36%，对传统家电企业就非常厉害，竞争力很强。长虹约 14%。再比较下两家公司的销售+毛利率，就发现两个量级的差距。

（2）上下游的收付款能力

产品竞争力越高，对上下游的溢价能力越好。

对于销售（下游）。销售收入除了现金外，由 3 个财务指标推动，预收账款 + 应收账款 + 应收票据。可以通过比较收入和 3 个指标的差距，来判断对下游的回款能力或竞争力。

如竞争力非常好，像茅台，不提前打款就不发货，就会有预收账款。如竞争力不足，比如部分环保工程公司，很苦逼，就会发生回款周期长 + 应收账款很高 + 压 10%质保金的情况。

对于采购（上游）。采购除了现金外，由 3 个财务指标推动，预付账款 + 应付票据 + 应付账款。可以通过比较付款金额和存货，来判断对上游的竞争力。

如竞争力非常好，像格力，他的存货 86 亿，应付票据+应付账款-预付账款=310 多亿。格力欠供应商的钱远远高于存货，说明对供应商很强势，竞争力很强。

格力很强势，上游、下游都要听他的安排，因为他的产品够好。同样的案例，也包括老干妈、贵州茅台酒等

（三）财务预测方面

财务预测，是投资者做企业估值的基础。投资者在自己做估值模型的时候，很大一部分数据来源于目标公司的财务预测，那么尽职调查就是看财务预测提出的增长水平是否合理。主要从以下四个方面来看：

- 财务预测中的主要假设是否有足够的事实数据支撑
- 目标公司管理层的财务预测与历史期间的业绩表现相比是否合理？
- 财务预测中的收入有多少是来自于现有业务，有多少目前已有合同保证
- 财务预测的编制过程是否全面合理，历史期间预算的准确程度如何

像 TMT 行业的业务模式非常的多样，可能历史上的增长比较少，但是预计未来会有爆发式的增长，这个具体还是看投资者的判断。投资者自己也会做商业尽调，这就是为什么像滴滴、美团一直在烧钱，但是还是有很多投资者愿意去投，这与投资风格也有一定关系。

(三) 销售和收款方面 (审计师做, 可不看)

接下来的内容, 全部需由审计师来做。这里就列明基本流程和元素, 给个方向。

1. 关注点 (Purpose)

调查公司的主要业务、业务板块区分、销售渠道方式、销售确认和回款方式

2. 执行尽调程序 (Input)

- (1) 针对公司目前销售情况, 结合会计科目: 营业收入、应收账款、预收账款等。获取和检查前十大客户合同及工程验收单。
- (2) 随机抽查产品销售相关出库单、安装签收单、记账凭证、发票等资料进行检查。随机抽查前十大客户回款金额较大款项检查银行回单。
- (3) 对主要客户进行实地走访
- (4) 通过企业信用信息系统查询前三大客户是否存在异常情况
- (5) 获取应收款余额表、明细账、账龄分析表, 记账凭证以及银行回单进行检查和复合
- (6) 访谈相关业务负责人

3. 销售与收款主要财务状况 (Output)

(1) 毛利率

(a) 公司三年产品毛利分析

业务类别	收入	成本	毛利率
AA			
BB			
CC			
合计			

(b) 公司 2016 年前十大客户毛利分析

单位名称	收入	成本	毛利率	行业	毛利是否正常

(2) 应收账款账龄

(a) 公司三年应收账款账龄情况

账龄	应收账款金额	占总应收款比例 (%)	提取的坏账准备	实际发生坏账金额
1年以内	12,000	65.38%	598	
单项金额不重大	3,000	17.94%	328	
1-2年	2,000	9.96%	546	
2-3年	800	4.50%	412	
3-4年	60	0.34%	50	
4-5年	30	1.88%	344	
5年以上				
合计	17,890		2,278	

(b) 公司两年以上主要长账龄情况

客户名称	余额	2-3年	3-4年	原因

4. 发现问题和整改意见 (Output)

陈述主要问题、对标会计准则、详细归纳发现问题、给出整改建议。

Tips:

营业收入问题是最大的不规范，包括

- (1) 为避税，隐瞒收入，或冲抵不合规的成本费用；
- (2) 违反权责发生制，如以收款&开具发票为依据确认收入；
- (3) 对符合收入确认条件的业务随意延迟、跨期或提前确认收入；
- (4) 运用不符合企业实际的业务情况，如提供劳务服务或咨询服务的行业，没有分期，而是一次性确认收入；

(四) 采购和付款方面（审计师做，可不看）

1. 关注点（Purpose）

调查公司的采购方式、采购信息收集方式、采购部门、采购支付方式、采购账期

2. 执行尽调程序（Input）

(1) 针对公司目前采购情况，结合会计科目：原材料、应付账款、应付票据等。获取主要产品和前五大供应商对应采购订单、付款凭证

(2) 获取应付余额表、账龄分析表进行复查

(3) 访谈相关业务负责人

3. 发现问题和整改意见（Output）

陈述主要问题、对标会计准则、详细归纳发现问题、给出整改建议。

(五) 生产与仓储方面（审计师做，可不看）

1. 关注点（Purpose）

调查安排生产的依据、组织生产的流程、成本分摊的方法

2. 执行尽调程序（Input）

(1) 针对公司的生产核算流程，结合会计科目：生产成本、制造费用、产成品，检查公司的生产成本计算单、原材料收发存明细、产成品收发存明细。

(2) 访谈相关业务负责人

3. 发现问题和整改意见（Output）

陈述主要问题、对标会计准则、详细归纳发现问题、给出整改建议。

Tips:

(1) **赚现金不要赚利润**。利润表的收入可能远比利润重要得多。收入是客户用真金白银给企业的投票，是最能反映企业价值的指标。此外，判断收入真实性的唯一重要依据是收入是否有真实现金流支持。在财务核数工作中，PE 有时甚至要将收入、费用的确认基础从权责发生制调整到收付实现制，来验证企业的收入、费用、成本与现金流的配比。

(2) **经营性现金流是现金流量表上最为重要的指标**。如果企业有很大的销售量，但应收账款过大、经营性现金长期为负，就会出现有利润没有现金的尴尬情形。创造持续的现金流能力是企业生命力和竞争力所在，只赚利润不赚钱的企业不是好企业，会面临很多经营性的问题。

(3) 看资产负债表要特别关注资产流动性。流动性越强的企业，财务弹性和盈利能力越好。企业的利润直接来源于流动资产的“流动”而不是固定资产的“折旧”，因此，对于那种资产规模很大、流动性却很差的企业，要小心。

(4) 相信常识，不要相信奇迹。对远高于同行的财务指标需要小心，比别人聪明一点已经不太容易了，要聪明很多更是难上加难。“我什么都不缺，就缺钱”，如果有了PE的投资，利润就会翻倍的结论要小心。

(5) 有时要跳出数字本身，以经营者的立场看待财务数据会更清楚

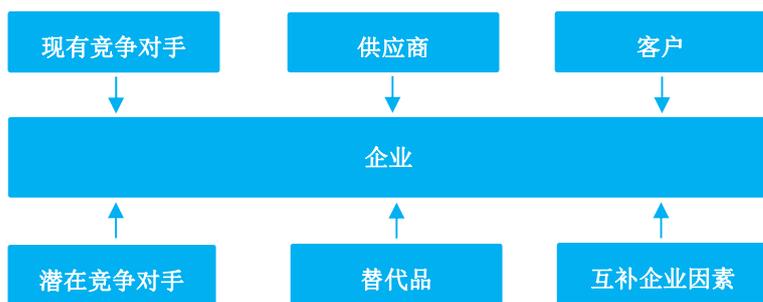
- 5.1 高利润率意味在产业链上拥有强势地位。在这种情况下，企业就会尽量占用上游客户的资金，而不给下游客户很长的账期，如果这两者背离，往往意味着其高利润率不真实；
- 5.2 对账期长于行业平均水平的应收账款要予以关注，企业不会轻易让客户拖欠货款，长期收不到款的收入基本是有问题，或双方有纠纷，或发生坏账，甚至当初确认收入时就是虚构的；
- 5.3 项目企业也不会轻易库存过多的存货，除非该存货是稀缺或有呆滞的。因此，存货数量过大往往是高估利润的表现；
- 5.4 企业一般不会选择增加当期税负的会计处理方法；
- 5.5 对自己高成长有信心的企业，债务融资一定是首选；
- 5.6 企业利润和现金流之间应有一个行业配比关系，如果看到一个项目企业的应收账款余额远大于净利润，对其进行账龄分析核查就显得特别重要。

(6) 关注“硬”的财务指标：花钱的数据最真实

- 6.1 通过工资表判断企业的人才竞争优势。将项目企业的员工薪酬与行业平均工资水平作比较，可以看出其吸引人才的能力，对于技术型企业，员工的报酬和相关的激励机制更是反映团队稳定性的重要指标。
- 6.2 通过水电费、运费单判断企业的生产、销售能力。对于制造型企业，水电费和运费是甄别其生产规模、产能、销售能力的试剂，漏税容易偷电难，这些水电费、运费等指标有时对判断企业的真实生产和销售情况比从营销入手更为有用和可靠。
- 6.3 通过银行借款判断企业的诚信度和财务弹性。企业如果对自己的发展有信心，其融资的首选一般是债务融资。因此，在企业有可抵押资产的情况下不选择银行融资是需要关注的，反过来，如果银行给予信用借款，那对企业素质的评价就可以加分，而一个从来没有产生逾期还款的企业是值得信任的。
- 6.4 通过供应商账期判断企业的行业竞争力。账期跟产业链地位有关系，跟项目企业本身也有关系，供应商会比较了解下游的客户，如果给予的账期高于或低于行业水平，都需要关注。
- 6.5 通过纳税判断企业的盈利能力。一般情况下，没有一个企业会在没有销售或利润的情况下去缴税，因此，完税证明是判断企业销售和利润最直接的方法。现阶段，在本土企业中，良好的纳税记录起码意味着企业还有成长空间。

四、波特六力模型（涉及“第四部分 业务尽职调查”）

波特的六力模型包括现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商、客户、替代品、企业互补因素。简单说，通过分析去判断企业是否有“定价权”，是否硬的起来。通过回答如下问题，来做判断。



■ 现有竞争对手

1. 竞争对手数量多吗？他们的资本是否雄厚？他们是否清楚瞄准了你？
2. 行业进入障碍较低，势均力敌竞争对手较多，竞争参与者范围广泛；
3. 市场趋于成熟，产品需求增长缓慢；
4. 竞争者企图采用降价等手段促销；
5. 竞争者提供几乎相同的产品或服务，用户转换成本很低；

■ 供应商的议价能力

1. 供应商数量很多，有足够多的选择余地；还是只有几家，可以扼住你的咽喉？（供应商集中度）
2. 供应商是充满挑衅，贪得无厌，还是较为谨慎稳妥，更注重长期关系？
3. 供应商给的账期条件如何？
4. 采购物品的价值构成了买主产品总成本？
5. 供方的产品各具有一定特色，转换成本太高？是否有替代品？

■ 客户的议价能力

1. 客户数量很多，还是仅仅依靠一两家主要客户做生意？（客户依赖度+集中度）
2. 客户是看到激烈的竞争而对你求全责备，还是采用较为温和的态度？
3. 资金回笼情况来看市场地位（支付条件）
4. 客户自身的档次和优质情况来判断企业的市场地位、需求、潜力、可持续程度？
5. 客户所购买是标准化产品，同时向多个卖主购买产品也完全可行？
6. 客大欺主？

■ 潜在竞争对手（行业壁垒，是否想做就能做）

这些对手现在还没出现，但形势一变，它们就有可能进来。进入障碍主要包括规模经济、产品差异、资本需要、转换成本、销售渠道开拓、政府行为与政策、不受规模支配的成本劣势。

■ 替代品

我认为这是最致命的一点。新技术、新方法可以颠覆旧秩序，建立新规则，是商业环境发生根本性变化。例如，高铁对飞机，微信对电话短信的冲击。其中，最微妙和内在的诱因是，**用户改变了原先的购物习惯，这种过程漫长而又迟缓**。典型案例包括美团，饿了吗对康师方便面的冲击。

1. 替代品价格越低、质量越好、用户转换成本越低，其所能产生的竞争压力就强；
2. 而这种来自替代品生产者的竞争压力的强度，可以具体通过考察替代品销售增长率、替代品厂家生产能力与盈利扩张情况来加以描述。

■ 互补企业因素

互补企业就是为客户提供互补性产品的其他企业。每个公司的产品都要和其他公司的产品相互结合，才能发挥更大的作用。例如，汽车需要汽油，计算机需要软件，Apple 生态圈需要各种 App。通常情况，互补企业的利益是一致的。但有时会出现一方过于强势，发生矛盾。例如，Apple 和微信关于打赏分成的纠纷，背后隐含的是客户打开手机后，到底是选 iPhone 还是微信之争。

要点总结：

- 什么叫有定价权的企业？敢欠上面的钱，容易收下面的钱，别人很难进来玩，客户少了你不行。例如老干妈、贵州茅台、Apple 等强势企业

芒格谏言：“要得到你想要的某样东西，最可靠的办法是让你自己配得上它”



2017 年杭州天创项目尽职调查

2017 年和清控资管集团、兴华会计师事务所合作尽调项目。该手册所有模板都源于本项目。这些模板是我事前自己编写或基于其他材料优化而成。

尽职调查工作的标准化工作很重要。尽职调查及并购相关协议的整套格式、要点、模板、表格等有统一范本，可以极大提高效率。当然，范本也要随项目而不断优化。

一、案例 1 某区域性排行靠前的环保行业 XX 细分领域 A 公司

（一）行业背景

XX 行业的政策确定性高，市场大订单陆续释放，行业即将到临界点。该行业最佳标的，应具备较好的总承包能力，核心+通用技术，项目业绩，优秀团队等

（二）公司背景

A 公司 200X 年成立，是中国最早从事土壤修复的专业工程类公司，员工总数约 6X。

A 公司的优点 ①有良好的 XX 总承包能力，完整的资质和业绩；② 若干核心技术，及通用技术、技术整合能力强、③ 行业声誉有积累。是个成熟的 PE 标的。表明看还是不错的。

A 公司的问题 ① 创始人团队年龄过大，超过 XX 岁，且有退意；② 创始人存在较大诚信风险，例如，承诺高管股权激励不兑现等；③ 缺乏强有力的市场核心负责人，XX 总监也是新来的；④ 薪酬体系不合理，核心团队并不纳入持股平台，YY 总监年薪过百万，但没股份等。⑤ 高管 Z，都不看好自己公司和老板。⑥ 估值过高。

（三）调查的过程

我公司曾在 N 年前就尽调过 A，后由于估值谈不拢而搁置。当时有写赌协议，现在回头看，业绩完全相反，实际很多亏损。我公司报价略低的原因之一，是因为判断行业没到时候，风险较大。所以，当时不投的决定是正确的。

XX 行业在 2013-2015 年非常艰难。由于房地产政策收紧 + XX 国家政策太过原则等，业务 X1+业务 X2 释放的订单量很少。所以，公司的收入很差，但后台运营费用却很高，所以大亏。

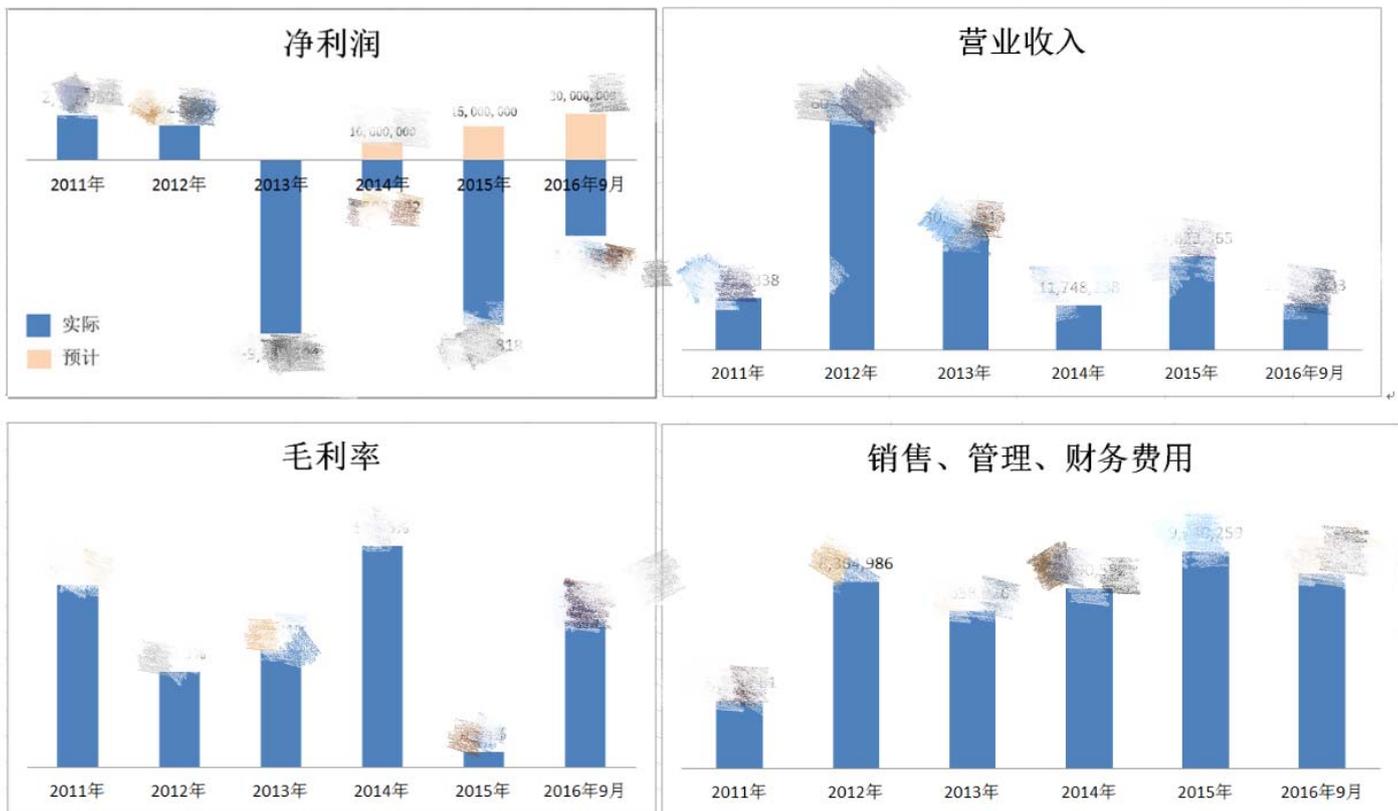
2016 年末，XX 行业开始复苏，特别是 2016 年初就有大订单陆续释放，快到临界点。我公司开始寻找该类标的。由于经验不足，开始看该企业什么都好，觉得是奶茶妹，后面发现其实是凤姐，没法看。

开始尽调，看的比较肤浅，总承包能力 + 技术 + 业绩都挺好。但后面，我团队判断管理团队存在严重问题，包括创始人有退意 + 业务水平 + 诚信风险。

我团队是这样操作的，在第一次正式尽调后，嗅到了一些团队的问题，但还不能完全确定。所以，我们把某 Z 单独约出来谈，直接指出公司的缺陷。Z 对我团队也是佩服，觉得看问题很准，也坦白了公司的问题，及自己职业生涯的纠结。至此，由于估值过高 + 管理团队不可靠，我公司主动停止合作。

次年初，我再次找到 Z，并回顾 A 近况。一、曾尽调时预测的 2016 年净利润 250 万，实际仅持平或不赚钱；二、Z 无法得到应得的股权，计划走人；三、若干家大型央企机构，在谈判中，其中一家意向明显。老板等人接盘，有退意。

最后，在寻找类似标的中，某标的老板认为。A 公司知道自己 PK 不过其他大户。为了趁早把公司卖个好价钱，必须有拿得出手的团队，所以高新聘请了若干高管，撑门面。



(四) 心得总结:

- (1) 如尽调不深刻，这家公司看着是不错的标的；建议从管理团队、业务、财务进行深挖，找出内幕。
- (2) 和客户交朋友。他们才是专家，明白行业的套路和陷阱，给出风险控制的建议。客户都清楚好的标的是哪几家，就是他们的竞争对手。最好让他们推荐标的。此外，圈子其实很小，找对一个，找到全部。
- (3) 要回顾项目，别不合作就断了联系。这样才能比较，当初的判断是否正确，才能提高水平。
- (4) 尽调的过程，本身就是最好的行业研究过程，而且是免费的。
- (5) 如有条件，让标的的竞争对手或合作伙伴也去回顾项目，比对大家的看法和差异。(某合作伙伴说，A公司知道自己有瓶颈，克服不了，最后一口气把门面打扮好，等你们来接盘)

(五) 行业风险控制要点

Z 提供了非常有价值的尽调重要关注点。财务审查时关注和区分三类毛利率指标。

- **工程毛利率**：该毛利率是最高的，例如，1 亿大订单，毛利率高达 35-40%。这种是纯算数毛利率，实际不可能发生，接着往下看。
- **项目毛利率**：通过中间人合作拿下的订单，实际毛利率约 10-20%。因为 一、打点中间人，直接拿走几千万；二、利润丰厚的项目被切去别人做，利益输送。
- **公司毛利率**：最后，实际公司毛利率就很低了。

所以，一、重点关注项目毛利率；二、灰色的中间人费用很难查询，要小心；三、中间人费用可能递延到次年，并通过各种渠道消化掉；三、专利技术如没法应用到产品，就是垃圾。

第十二章 尽职调查的工作安排

到这里，我们已大致了解尽职调查的目的、涉及领域、调查方法和写作结构。接着，介绍如何规范和有效率的开展尽职调查工作。

一、工作安排

工作阶段	工作内容	相关参考文档
尽职调查之前	<ul style="list-style-type: none"> ■ 准备项目介绍材料（可用立项材料） ■ 确定人员、时间安排（尽调小组成员、现场工作时间、投资决策委员会时间） ■ 确定写作大纲、分工（项目经理+法务+财务+资产评估+行业研究+技术团队代表） ■ 签署《保密协议》或《投资意向书》 <p>Tips:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇ 中小项目建议 1-2 周。财务&法务可外包，资产评估看情况是否安排，行业研究需提前就写好。 ■ 提前通知标的企业尽职调查的行程和计划（标的公司） ◇ 发尽职调查资料需求清单、访谈计划 ◇ 告知尽职调查行程（人员、时间、投委会时间） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 附录 尽职调查_内部沟通邮件（模板） ■ 附录 尽职调查_工作安排（模板） ■ 附录 尽职调查_立项会议 PPT（模板） ■ 附录 尽职调查_预资料需求清单（模板） ■ 附录 尽职调查_全面资料需求清单（模板）
尽职调查期间	<ul style="list-style-type: none"> ■ 白天访谈，获取材料，晚上写作 ■ 获取文档规范命名 ■ 项目经理是第一责任人，每日通告团队项目进展，对质量和进度负责 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 附录 尽职调查_文件命名规则 ■ 附录 尽职调查_股权调整测算表（模板） ■ 附录 尽职调查_案例 1: AA 公司 ■ 附录 尽职调查_股权调整测算表（模板）
尽职调查之后	<ul style="list-style-type: none"> ■ 项目经理积极组织和推进投资决策会 ■ 跟进投资决策会提出的疑问 ■ 推进签署投资协议和完成股权变更手续 ■ 管理客户预期，告知重要时间节点（标的公司） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 附录 投资决策会_会议纪要 ■ 附录 投资决策会_投标登记表
项目结束后	<ul style="list-style-type: none"> ■ 总结归纳，持续优化和改进投资决策和尽职调查体系 ■ 归档资料发给所有相关人员 ■ 每年回顾，历史投资的判断是否正确 	

二、投资和尽调人员配备

私募股权投资机构的基本人员配备包括：

人员结构	注意事项
投资总监	需要一个投资总监，对项目进行全盘把控，侧重项目判断和谈判。投资总监最多不应该做超过 2 个行业，如环保 + 新能源，多了就超越能力圈，风控能力变差。
投资经理	负责项目的开发、跟进、尽职调查等。建议同时做不超过 3 个确定性大的项目。如没有投资总监，投资经理可顶上。
行业研究	每个行业都应该配一名行研。当然，如机构很小，可暂由投资经理顶替。
技术专家	最好来自实体行业的技术带头人，帮助对技术线路及可行性进行判断。
法务人员	负责同时支持多个项目的法务工作，特别是前期尽调。
财务人员	负责同时支持多个项目的财务工作，特别是前期尽调。
外部会计师	建议在项目合作意向和确定性比较明朗后再请，前期尽调不参与。一般 3 个会计师一周，需要 15-20 万人民币费用。
外部律师	同上，一般 2 个律师一周，需要 10-20 万人民币
外部评估师	同上，一般 3 个资产评估一周，需要 15-20 万人民币

三、项目心得

操作项目关键是能发现**价值+风险**，能**落地+出活**。所以，多把时间花在走访客户，聊天，建立感情和信任。少花时间在一些细枝末节的事情上，如雕琢报告+PPT+调整格式，安排一些无关痛痒的会议。决定项目成败的，是那些大事，比如双方合作的基础和互补是否存在，给的价格是否满意，双方团队是否看对方顺眼，还有至关重要的运气。

我们的精力和时间非常有限的，这么比喻，**28-48 岁**是投资人的黄金时间，仅 **7300 天**。所以，大方向上模糊的正确，比完美更重要。所以，我喜欢先行动起来。很多小事，其实就是一朵浪花和涟漪，对结果其实没毛影响。

四、题外话：选人+用人+留人心得

■ 选人

- 1) 有强烈赚钱欲望的；
- 2) 找那种肯除吃饭+睡觉时间外，整天都在琢磨投资的人，是最好的；说白了，就是肯钻研；
- 3) 找那种五年后有潜质成为自己老板的，比自己强的人；
- 4) 复合背景要比单一背景要好。比如，同时有上班背景+创业背景+受到挫折和打击过的，要比纯粹上班背景要好。
- 5) 有深厚的行业+财务背景固然是好事，但如没有，只要肯钻研，完全不是个事。经验不足最大的优势，是没有历史和过去经验的负担，用的好，可以超越有经验的。
- 6) 招聘要注意避免招聘和自己“综合背景”几乎一样的人。找一只具有多样化属性的团队，大家的背景和经历有较大的不同，更多人脉圈“弱联系”的可能。这在一定程度上，避免“同质化思考”和“同质化人脉圈”，终把投资的收益抹平了。有研究表明，选择原公司同事搭档，风投成功率降低 **18%**。选校友，降低 **22%**，选“族人”，降低 **25%**。

■ 用人

1) 凡有本事的人，除了一方面特别突出外，很有可能另一方面存在缺陷。在不触及团队核心利益+价值观的前提下，需要有一个宽松的环境，去包容他们。

2) 杰出的投资人员不需要监督，需要的是给予很多项目磨炼的机会。需要看的很紧的，肯定只是“普通员工”，这种人应果断砍掉。

■ 留人

1) 薪酬跟上 + 上升的通道要通畅 + 项目该跟投要跟投，否则留不住人。

查理芒格：在商界有条非常有用的古老守则，它分为两步：1) 找到一个简单的，基本的道理；2) 非常严格地按照这个道理行事。

亚马逊 杰夫·贝佐斯：如果你想建立成功的，可持续的事业，不要问自己“在接下来的十年里，会有怎样的变化影响你的公司”，而是问问自己，什么是10年后依旧如一的，然后将你全部精力倾注于此。



第十三章 写作规范和细节要求

一、写作规范

易读性	<ul style="list-style-type: none">■ 用简短和简洁的文字表达■ 多用图表、项目符号，章节标题和重要内容蓝色高亮标记■ 结构统一，避免每份报告区别太大，增加阅读难度■ 详细内容放附件
有重点	<ul style="list-style-type: none">■ 重点关注领域做更细致调查，不是事无巨细
文档备份	<ul style="list-style-type: none">■ 每天本地和网盘备份

二、命名规范

目录命名规则	<ul style="list-style-type: none">■ 01 某公司_DD (尽调主要文件)■ 02 某公司_Evidence (尽调证据)■ 03 某公司_Agreement (和客户签署的各种协议)
主文件 (公司简称 _ DD _ Num 内容简述)	<ul style="list-style-type: none">■ 某公司_DD_01 工作安排■ 某公司_DD_02 公司情况介绍■ 某公司_DD_03 尽调查清单■ 某公司_DD_04 写作要点和分工■ 某公司_DD_05 尽调查报告 (行业、技术、财务、法务...)
证据文件 (公司简称_Evidence_部分_简要描述)	<ul style="list-style-type: none">■ 某公司_Evidence_Fin_ 2017 年财报■ 某公司_Evidence_HR_ 人事清单 <p>Tips:</p> <p>◇ Fin = 财务/业绩 HR = 人事 Tech 技术 Legal = 工商、合同</p>

All in 的态度和信念:

我的投资手册，有很多尽调的“招数”，是容易快速掌握的。但招数背后，是 all in 的态度和信念。投资能做好，我会坚持写，投资做不好，我也会坚持写。成功写经验，失败写教训。希望同学们不只是学会一些肤浅的，表明的招数，更应该是背后的 all in 的态度。

“All in”指那种为达目的，不去考虑投入精力 + 金钱 + 失败风险，不惜代价，没有借口，近乎偏执的态度。因为有些事情太重要了，比生命还要重要。

中间小结

私募股权投资和尽职调查，是完全可以实现系统化、标准化作业的，而且应该是机构最重要的核心竞争力之一。该文涉及的各种思考框架和 EXCEL 模板，就是标准化的体现。



“四大”为什么能那么大？

2017-02-07 邓华平 四大新鲜事儿

在财税专业服务领域，德勤、普华、安永、毕马威全球四大会计师事务所以其强大的品牌号召力和持久的文化吸引力傲视群雄，被国内专业机构竭力模仿却始终难以超越。精致干练的职业形象、庞大的专业队伍、深邃的行业洞见、骄人的全球营收、以创新的姿态引领行业发展……让人不禁发出“四大”为什么大的惊叹。

2016年9月，全球德勤高调公布2016年全球成员所合计营业收入达368亿美元，增长9.5%，创下历史新高。2016年3月~9月，笔者有幸被国家税务总局选派到香港“四大”之一的德勤会计师事务所进行为期半年的实习，从而有机会近距离感受“四



1 标准化管理铸就高效服务

为了满足当地法律要求及规避业务风险，从文档样式、到业务工具、标准和流程，德勤均建立了严格细致的规范。比如，在审计领域，除了详细的操作指引以外，每一个德勤的员工都会用微软为德勤量身定做的审计系统——AS2；在财务尽职调查、管理咨询等领域，德勤也同样制订了操作指引。标准化流水线般的运作体系带来的最直接的好处就是最大限度地降低了培训、管理和沟通的成本，也对高效的团队协作和高质量的专业服务提供了有力保障。对于每一个业务参与者来说，在服务流水线上只需严格按照既定的“工序”和标准做好“填空题”。即使是一个本科毕业的新人，在前辈的指点下，通过“照着做，跟着做”，也能够做到基本不走样，每个新“出炉”的业务报告都能确保格式正确、体系完整、逻辑严密、用语专业，至少很容易符合形式标准。

第十四章 估值和风险

在股权投资中，两大考量因素是：估值与风险。估值是首要确定的要素，合理偏低的估值是成功退出和风险回避的基础。风险的来源主要是人的风险和高估值的风险，其中，高估值会使小风险变成大风险。

一、企业的商业模式决定了估值模式

- (1) 重资产型企业（如传统制造业），以净资产估值方式为主，盈利估值方式为辅。
- (2) 轻资产型企业（如服务业），以盈利估值方式为主，净资产估值方式为辅。
- (3) 互联网企业，以用户数、点击数和市场份额为远景考量，以市销率为主。
- (4) 新兴行业和高科技企业，以市场份额为远景考量，以市销率为主。

二、市值与企业价值

- (1) 无论使用哪一种估值方法，市值都是一种最有效的参照物。
- (2) 市值的意义不等同于股价的含义。

市值 = 股价 × 总股份数。市值被看做是市场投资者对企业价值的认可，侧重于相对的“量级”而非绝对值的高低。国际市场上通常以 100 亿美元市值作为优秀的成熟大型企业的量级标准，500 亿美元市值则是一个国际化超大型企业的量级标准，而千亿市值则象征着企业至高无上的地位。市值的意义在于量级比较，而非绝对值。

三、市值比较

- (1) 既然市值体现的是企业的量级，那么同类企业的量级对比就非常具有市场意义。

例如，同样是影视制作与发行企业，国内华谊兄弟市值 419 亿人民币，折合约 68 亿美元，而美国梦工厂（DWA）市值 25 亿美元。另外，华谊兄弟 2012 年收入为 13 亿人民币（2.12 亿美元），同期梦工厂收入为 2.13 亿美元。这两家公司的收入在一个量级上，而市值量级却不在一个水平上。由此推测，华谊兄弟可能被严重高估。当然，高估值体现了市场预期定价，高估低估不构成买卖依据，但这是一个警示信号。

- (2) 常见的市值比较参照物：
 - a. 同股同权的跨市场比价，同一家公司在不同市场上的市值比较。如：AH 股比价。
 - b. 同类企业市值比价，主营业务基本相同的企业比较。如三一重工与中联重科比较。
 - c. 相似业务企业市值比价，主营业务有部分相同，须将业务拆分后做同类比较。如上海家化与联合利华比较。

四、估值方法

- (1) 市值/净资产（P/B），市净率

- a. 考察净资产必须明确有无重大进出报表的项目。

- b. 净资产要做剔除处理，以反映企业真实的经营性资产结构。市净率要在比较中才有意义，绝对值无意义。
- c. 找出企业在相当长的时间段内的历史最低、最高和平均三档市净率区间。考察周期至少 5 年或一个完整经济周期。若是新上市企业，必须有至少 3 年的交易历史。
- d. 找出同行业具有较长交易历史的企业做对比，明确三档市净率区间

P/B 指标用在金融和保险行业是个非常好的指标，因为这些公司手里资产大多数情况下就是现金。因此可能代表一家公司被低估的程度。

P/B 这个指标想表达的真实意思是：现在的股价占公司“净资产”的比例。如果股价低于净资产，“理论上”公司是“安全”的。那么问题来了，绝大多数人是如何计算“净资产”的呢？

他们直接用了 Book Value，大多数人用的公式：

Book Value = 所有者权益 = 资产-负债。

如果你是这么计算 Book Value 的，那么 P/B 就是一个无用指标了。因为管理层的行为可以直接影响到所有者权益的大小。

在 GAAP 财报里，所有者权利有 4 项内容：

1. Capital Stock (股本)
2. Additional Paid-in-capital (资本溢价)
3. Treasury Stock (库存股)
4. Retained Earning (留存收益)

所有者权益的最大问题出在库存股和留存收益上。上市公司在回购了自己的股票之后，把这些股票记为库存股，库存股是所有者权益里的减项。

当一家公司回购越多股票，导致库存股变多了，所有者权益就要减去一个比较大的数字，所以所有者权益变小了。这也是为什么 IBM 的所有者权益如此小，ROE 如此高。不是因为 IBM 牛，而是因为 IBM 回购了大量股票。

另外，留存收益也是管理层来管理所有者权益的手段。

留存收益=净利润-分红

比如，2015 年，企业 A 的利润是 3 亿美金，管理层拿出来 1 亿来分红，那么留存收益变成了 2 亿美金。从会计的角度，这 2 亿美金就自动流入了公司的所有者权益，记做留存收益。

然而，这就成了管理层操纵所有者权益的手段。当一家公司分红比例越大，其留存收益越小，所有者权益越小，ROE 越大。

当一家公司分红比率越小，其留存收益越大，所有者权益越大，P/B 越小。因此，在绝大多数时候，我不使用 P/B，不使用 ROE。

(2) 市值/净利润 (P/E)，市盈率

- a. 考察净利润必须明确有无重大进出报表的项目。
- b. 净利润要做剔除非经营性利润处理，以反映企业真实的净利润。市盈率要在比较中才有意义，绝对值无意义。
- c. 找出企业在相当长的时间段内的历史最低最高和平均三档市盈率区间。考察周期至少 5 年或一个完整经济周期。若是新上市企业，必须有至少 3 年的交易历史。
- d. 找出同行业具有较长交易历史的企业做对比，明确三档市盈率区间

用 P/E 的时候，本质上是在思考总市值和净利润之间的关系。这也意味着，P/E 在思考层面上就有硬伤。因为，一家企业的价值分为两部分：股东价值（市值）和债权人价值（负债）。P/E 仅仅只考虑了股东价值，没考虑任何债权人价值。

举一个极端的例子，假设企业 A 市值 1 亿美金，税前利润 1 亿美金，净利润 6000 万美金。公司负债 99 亿美金。虽然 P/E 是 $= 1/0.6 = 1.67$ 倍，但是由于负债太严重，如果把债权人和股东作为一个整体，这家企业的价值是 $1 + 99 = 100$ 亿美金（同时买走债权人的债权和股东的股份），实际上的“P/E”是 $(1 + 99) / 0.6 = 166.7$ 倍。

虽然 P/E 有如上缺陷，但由于简单易懂，特别是对普通投资者和出让方老板，已经超越一个估值指标，而演化成一种近乎计价单位的存在了。在一般项目估值和二级市场报告，不专业的话，会简单看市盈率，这是不全面的。

(3) EV/EBITDA

EV/EBITDA 是一个明显优于 P/E 和 P/B 的估值工具。P/E 实际上等于企业的市值除以净利润。而“市值”只不过是企业价值的一部分而已。EV/EBITDA 就解决了这个问题。EV 指的是企业价值，企业价值不仅仅考虑了股东，还考虑到了债权人。因此：

$EV (\text{Enterprise Value}) = \text{市值} + \text{负债} - \text{现金}$ 。可以把 EV 理解为企业并购价格。在一桩并购中，买方通常需求接收公司债务，而不包括账上的现金。

EBITDA 有两种计算方法，即可以是 $EBITDA = \text{净利润} + \text{所得税} + \text{利息} + \text{折旧}$ 。EBITDA 这个指标排除了税收、利息等政策性、资本结构性的因素影响，对于考量业务盈利能力具有更好的针对性。

我们就尝试一下，用 EV/EBITDA 给地产股估值。

假设的案例：我们以万科为例。假如万科 2008 年的净利润是 100 亿，所得税费是 10 亿，利息是 5 亿，市值为 1000 亿，负债 400 亿，账面现金有 120 亿，那么，其 $EV = 1000 + 400 - 120 = 1280$ ， $EBITDA = 100 + 10 + 5 = 115$ ， $EV/EBITDA = 1280 / 115 = 11.13$ 。怎么看待这个估值结果？那就要再按同样的办法对保利、招商和金地等多家企业进行计算，然后对计算结果进行比较，理论上是 EV/EBITDA 计算值越小越好。一般来说，如果计算出来的 EV/EBIT 数值小于 10，那么可以说是价值有所低估的。但是，不能仅仅依据 EV/EBIT 估值来判断企业价值是否低估。

如何运用 EV/EBITDA 进行估值，重要的不是如何计算，而是要真正理解 EV/EBITDA 估值内涵及用意。事实上，EV/EBITDA 是兴起于 20 世纪 80 年代的华尔街，疯狂的并购时代，那时候很多的并购资本主要是用 EV/EBITDA 来评估一家企业的偿债能力。

(4) 市值/销售额 (P/S)，市销率

- a. 销售额须明确其主营构成，有无重大进出报表的项目。

- b. 找出企业在相当长的时间段内的历史最低最高和平均三档市销率区间。考察周期至少 5 年或一个完整经济周期。若是新上市企业，必须有至少 3 年的交易历史。
- c. 找出同行业具有较长交易历史的企业做对比，明确三档市销率区间。

市销率，即市场价格和每股营业收入的比率。其实一般有 P/E 在那边的话 P/S 很少被用到。可是 P/E 有个缺点，那就是净利润很可能是负数或者为 0。在这种情况下 P/E 就不能被用来估值了。于是我们只能通过 P/S 来进行估值。多数高科技公司因为上市以后可能财报利润为负，所以 P/S 被大量使用。当然在，分析类似贸易公司，或者说业务规模、市场份额要比盈利能力更重要的公司，常常就会认为 P/S 要比 P/E 重要一些。比如早年的亚马逊（业务增长；盈利能力），就是靠着 P/S 被各大机构估过来估过去的（当然当时亚马逊利润也是负的）。一般 P/S 在 1-4 之间。

(5) PEG，反映市盈率与净利润增长率之间的比值关系

PEG=市盈率/净利润增长率, 通常认为，该比值=1 表示估值合理，比值>1 则说明高估，比值<1 说明低估。这种方法在投资实践中仅作为市盈率的辅助指标，实战意义不大。

(6) 本杰明·格雷厄姆成长股估值公式

价值=年收益×(8.5+预期年增长率×2)。公式中的年收益为最近一年的收益，可以用每股收益 TTM（最近十二个月的收益）代替，预期年增长率为未来 3 年的增长率。假设，某企业每股收益 TTM 为 0.3，预期未来三年的增长率为 15%，则公司股价=0.3×(8.5+15×2)=11.55 元。该公式具有比较强的实战价值，计算结果须与其他估值指标结合，不可单独使用。

(7) 以上方式均不可单独使用，至少应配合 2-3 种联合研判，其绝对值亦没有实战意义。估值的重点是比较，尤其是相似企业的比较，跨行业亦没有意义。另外，这些估值方法更多是投资人对企业价值判断的部分依据和参考，是一种思维方式。好的企业都有一个所谓市场价，是随行就市的。这个价格会随着市场的火热程度，和老板的预期而波动，是靠谈出来的，而不是简单公式计算。所以，和老板保持好的私人关系，及给对方带来的增值服务，对估值谈判的意义和作用，往往远大于冷冰冰的计算公式。切记，估值最终是谈判谈出来的。

要点总结：

- 通过至少 2-3 种方式，去验证估值的合理性，并对同类型企业进行比较。



生活感悟：择业观

很多人曾问我，他们目前如何如何，未来该怎么做选择，职业规划。我很排斥“职业规划”这个词。多线性的世界，很难去规划，按照设计的路线走。这样太累，并不靠谱。

一、要取得好成绩，少盯成绩单的分数，多花时间提升自己的价值。有真才实学，并有点运气，社会自然会给一个合理的定价。短期也许会被高估或低估，长期肯定会回归。在任何年代，好的东西，从来都是稀缺的，抢手的，有市场的。

二、看看你上级，或所尊重的人。想想看，在二三十年后，你是否希望也成为那样的人。如果答案 YES，好好努力，坚持下去。答案是 NO，尽快换地方。

第十五章 核心条件谈判

并购交易的谈判的焦点问题是并购的价格和并购条件，包括：并购方式和总价格、支付方式、支付期限、交易保护、损害赔偿、并购后的人事安排、税负等等。

双方通过谈判就主要方面取得一致意见后，一般会签订一份《投资意向书》(或称《备忘录》)。《投资意向书》大致包含以下内容：并购方式(转股/增资扩股)、并购价格、是否需要卖方股东会批准、卖方希望买方采用的支付方式、是否需要政府的行政许可、并购履行的主要条件等。

此外，双方还会在《并购意向书》中约定意向书的效力，可能会包括如下条款：排他协商条款(未经买方同意，卖方不得与第三方再行协商并购事项)、提供资料及信息条款(买方要求卖方进一步提供相关信息资料，卖方要求买方合理使用其所提供资料)、保密条款(并购的任何一方不得公开与并购事项相关的信息)、锁定条款(买方按照约定价格购买目标公司的部分股份、资产，以保证目标公司继续与收购公司谈判)、费用分担条款(并购成功或者不成功所引起的费用的分担方式)、终止条款(意向书失效的条件)。

Tips: 1) 如上核心条件谈判，特别是并购方式(转股/增资扩股)和并购价格这两点，建议在确定初步投资意向之后，和开展正式尽职调查之前，就和标的谈好大致可接受区间。2) 谈判和尽职调查两者是互动的；3) 如双方条件都很满意，为加快进度，有时不签《投资意向书》也行，直接下一步签署《股权投资协议》。

最后，谈判的难点是以合理的条件和价格拿下，这考验项目经理的谈判水平，及背后平台公司的综合实力。我的体会如下：

气场相符	■ 投资谈判代表要和企业负责人气场相当，如果气场不一样，很难聊到一块。
价值体现	■ 除了投钱外，我们能给标的带来什么价值？产业协同、品牌背书、市场、资金、管理输出。简单说，我们能给标的带来什么价值。
抓核心问题	■ 通过尽职调查挖掘公司的核心问题，需甄别其中最核心和致命的 1-2 问题，让谈判对手“心灵为之一震”。达到这种效果，对方才会尊重我们，并争取议价空间。
能沉得住气	■ 通过时间拉锯，来争取议价空间。。。。。项目从接洽到落地，长达 1 年都很多。
谈判的场所	■ 避免在对方的地盘谈判，包括对方办公室，或由对方请客招待的地方。
必要的理论基础	■ 悟性不高的朋友，至少应该看看《FBI 教你读心术》。系统介绍了人体的各种身体语言。

要点总结：

- 争取议价空间，把价格谈到一个势均力敌的程度。怎么说呢...标的快不想和你玩了，在这个点上，稍微上浮一点点。
- 投资估值、交易结构和退出方案的设计非常重要，非常考验经验。特别是投资估值，太高或太低都会存在后遗症。估值太高影响后续融资，估值太低让创始人感到吃亏，产生矛盾。

一、签订股权投资协议

尽职调查的结论满意，并通过投资决策委员会审批通过。就会进入股权投资的实施阶段，投资方将与标的公司及其股东签署正式的“投资协议”。作为约束投融资双方的核心法律文件，下面将对投资协议的关键法律条款进行了概况梳理。

（一）交易结构条款

投资协议应当对交易结构进行约定。交易结构即投融资双方以何种方式达成交易，主要包括投资方式、投资价格、交割安排等内容。

投资方式包括认购标的公司新增加的注册资本、受让原股东持有的标的公司股权，少数情况下也向标的公司提供借款等，或者以上两种或多种方式相结合。

确定投资方式后，投资协议中还需约定认购或受让的股权价格、数量、占比，以及投资价款支付方式，办理股权登记或交割的程序（如工商登记）、期限、责任等内容。

（二）先决条件条款

在签署投资协议时，标的公司及原股东可能还存在一些未落实的事项，或者可能发生变化的因素。为保护投资方利益，一般会在投资协议中约定相关方落实相关事项、或对可变因素进行一定的控制，构成实施投资的先决条件，包括但不限于：

1、投资协议以及与本次投资有关的法律文件均已经签署并生效；

2、标的公司已经获得所有必要的内部（如股东会、董事会）、第三方和政府（如须）批准或授权；全体股东知悉其在投资协议中的权利义务并无异议，同意放弃相关优先权利；

3、投资方已经完成关于标的公司业务、财务及法律的尽职调查，且本次交易符合法律政策、交易惯例或投资方的其它合理要求；尽职调查发现的问题得到有效解决或妥善处理。

（三）承诺与保证条款

对于尽职调查中难以取得客观证据的事项，或者在投资协议签署之日至投资完成之日（过渡期）可能发生的妨碍交易或有损投资方利益的情形，一般会在投资协议中约定由标的公司及其原股东做出承诺与保证，包括但不限于：

1、标的公司及原股东为依法成立和有效存续的公司法人或拥有合法身份的自然人，具有完全的民事权利能力和行为能力，具备开展其业务所需的所有必要批准、执照和许可；

2、各方签署、履行投资协议，不会违反任何法律法规和行业准则，不会违反公司章程，亦不会违反标的公司已签署的任何法律文件的约束；

3、过渡期内，原股东不得转让其所持有的标的公司股权或在其上设置质押等权利负担；

4. 过渡期内，标的公司不得进行利润分配或利用资本公积金转增股本；标的公司的任何资产均未设立抵押、质押、留置、司法冻结或其他权利负担；标的公司未以任何方式直接或者间接地处置其主要资产，也没有发生正常经营以外的重大债务；标的公司的经营或财务状况等方面未发生重大不利变化；

5. 标的公司及原股东已向投资方充分、详尽、及时的披露或提供与本次交易有关的必要信息和资料，所提供的资料均是真实、有效的，没有重大遗漏、误导和虚构；原股东承担投资交割前未披露的或有税收、负债或者其他债务；

6. 投资协议中所作的声明、保证及承诺在投资协议签订之日及以后均为真实、准确、完整。

（四）公司治理条款

投资方可以与原股东就公司治理的原则和措施进行约定，以规范或约束标的公司及其原股东的行为，如董事、监事、高级管理人员的提名权，股东（大）会、董事会的权限和议事规则，分配红利的方式，保护投资方知情权，禁止同业竞争，限制关联交易，关键人士的竞业限制等。例如：

1、一票否决权条款。即投资方指派一名或多名人员担任标的公司董事或监事，有些情况下还会指派财务总监，对于大额资金的使用和分配、公司股权或组织架构变动等重大事项享有一票否决权，保证投资资金的合理使用和投资后企业的规范运行。

2、优先分红权条款。《公司法》第三十四条规定：“股东按照实缴的出资比例分取红利……但是，全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”第一百六十六条规定：“公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润……股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。”因此，股东之间可以约定不按持股比例分配红利，为保护投资方的利益，可以约定投资方的分红比例高于其持股比例。

3、信息披露条款。为保护投资方作为标的公司小股东的知情权，一般会在投资协议中约定信息披露条款，如标的公司定期向投资方提供财务报表或审计报告、重大事项及时通知投资方等。

（五）反稀释条款

为防止标的公司后续融资稀释投资方的持股比例或股权价格，一般会在投资协议中约定反稀释条款 (Anti-Dilution Term)，包括反稀释持股比例的优先认购权条款 (First Refusal Right)，以及反稀释股权价格的最低价条款等。

1、优先认购权。投资协议签署后至标的公司上市或挂牌之前，标的公司以增加注册资本方式引进新投资者，应在召开相关股东（大）会会议之前通知本轮投资方，并具体说明新增发股权的数量、价格以及拟认购方。本轮投资方有权但无义务，按其在标的公司的持股比例，按同等条件认购相应份额的新增股权。

2、最低价条款。投资协议签署后至标的公司上市或挂牌之前，标的公司以任何方式引进新投资者，应确保新投资者的投资价格不得低于本轮投资价格。如果标的公司以新低价进行新的融资，则本轮投资方有权要求控股股东无偿向其转让部分公司股权，或要求控股股东向本轮投资方支付现金，即以股权补偿或现金补偿的方式，以使本轮投资方的投资价格降低至新低价。

（六）估值调整条款

估值调整条款又称为对赌条款(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)，即标的公司控股股东向投资方承诺，未实现约定的经营指标（如净利润、主营业务收入等），或不能实现上市、挂牌或被并购目标，或出现其他影响估值的情形（如丧失业务资质、重大违约等）时，对约定的投资价格进行调整或者提前退出。估值调整条款包括：

1、现金补偿或股权补偿。若标的公司的实际经营指标低于承诺的经营指标，则控股股东应当向投资方进行现金补偿，应补偿现金=(1-年度实际经营指标÷年度保证经营指标)×投资方的实际投资金额-投资方持有股权期间已获得的现金分红和现金补偿；或者以等额的标的公司股权向投资方进行股权补偿。但是，股权补偿机制可能导致标的公司的股权发生变化，影响股权的稳定性，在上市审核中不易被监管机关认可。

2、回购请求权(Redemption Option)。如果在约定的期限内，标的公司的业绩达不到约定的要求或不能实现上市、挂牌或被并购目标，投资方有权要求控股股东其他股东购买其持有的标的公司股权，以实现退出；也可以约定溢价购买，溢价部分用于弥补资金成本或基础收益。如果投资方与标的公司签署该条款，则触发回购义务时将涉及减少标的公司的注册资本，操作程序较为复杂，不建议采用。

此外，根据最高人民法院的司法判例，投资方与标的公司股东签署的对赌条款是签署方处分其各自财产的行为，应当认定为有效；但投资方与标的公司签署的对赌条款则涉及处分标的公司的财产，可能损害其他股东、债权人的利益，或导致股权不稳定和潜在争议，因而会被法院认定为无效。所以，无论是现金或股权补偿还是回购，投资方都应当与标的公司股东签署协议并向其主张权利。

（七） 出售权条款

为了在标的公司减少或丧失投资价值的情况下实现退出，投资协议中也约定出售股权的保护性条款，包括但不限于：

1、随售权/共同出售权条款(Tag-Along Rights)。如果标的公司控股股东拟将其全部或部分股权直接或间接地出让给任何第三方，则投资方有权但无义务，在同等条件下，优先于控股股东或者按其与控股股东之间的持股比例，将其持有的相应数量的股权售出给拟购买待售股权的第三方。

2、拖售权/强制出售权条款(Drag-Along Right)。如果在约定的期限内，标的公司的业绩达不到约定的要求或不能实现上市、挂牌或被并购目标，或者触发其他约定条件，投资方有权强制标的公司的控股股东按照投资方与第三方达成的转让价格和条件，和投资方共同向第三方转让股份。该条款有时也是一种对赌条款。

（八） 清算优先权条款

如果标的公司经营亏损最终破产清算，投资方未能及时退出，可以通过清算优先权条款(Liquidation Preference Right)减少损失。

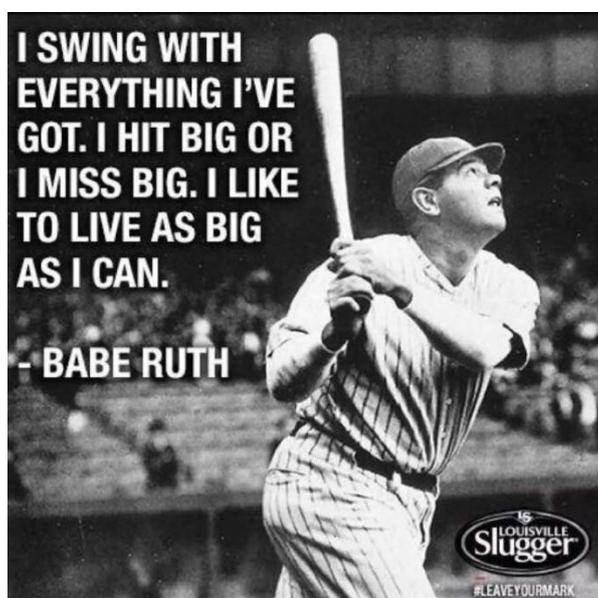
应指出，我国现行法律不允许股东超出出资比例分取清算剩余财产。《公司法》第一百八十七条规定：“公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。”

虽然有以上规定，但是股东之间可以约定再分配补偿机制。例如，投资协议中可以约定，发生清算事件时，标的公司按照相关法律及公司章程的规定依法支付相关费用、清偿债务、按出资比例向股东分配剩余财产后，如果投资方分得的财产低于其在标的公司的累计实际投资金额，控股股东应当无条件补足；也可以约定溢价补足，溢价部分用于弥补资金成本或基础收益。

Tips: 如果纯粹为了提高被并购标的投后估值，阻拦未来其他投资者。可分两次进行股权并购，例如，第一次以虚低价格 2000 万元参股 20% 估值 1 亿元，半年后第二次以虚高价格 1000 万元增资 5% 估值 2 亿元。（某机构这么干过，和股票收盘前拉涨停同理）

二、履行投资协议

履行投资协议指并购合同双方依照合同约定完成各自义务的行为，包括合同生效、产权交割、尾款支付完毕的。一个较为审慎的并购协议的履行期间一般分三个阶段：合同生效后，买方支付一定比例的对价；在约定的期限内卖方交割转让资产或股权，之后，买方再支付一定比例的对价；一般买方会要求在交割后的一定期限内支付最后一笔尾款，尾款支付结束后，投资协议才算真正履行结束。



生活感悟：

不喜欢做的事，如条件允许，就要尽快停下。因为很可能十年以后，你也同样不会喜欢。

真喜欢还是假喜欢，会影响到你的行为。特别是晚上你会干什么。

不喜欢的事，我也许能做完，但真的很难做好。

第十七章 投前和投后管理

投后管理的前提是创始团队认同这种理念，需要对创始团队的人品和能力考查到位，并在投资前就通过协议的形式约定好。总归，要让被投资企业觉得，你对他有帮助，有用。

投后管理的主要形式体现为提供增值服务或赋能。包括如下六大服务：

领域	举例
市场地位	<ul style="list-style-type: none">■ 行业领域的各种外部资源1) 最直接的，是给标的企业带来订单2) 加入上市公司现有的市场和销售体系3) 品牌增信，添加上市公司的名字，或 XX 集团旗下品牌
商业模式	<ul style="list-style-type: none">■ 对国家政策充分研判和建议
财务指标	<ul style="list-style-type: none">■ 可靠的融资渠道和后续融资保障
团队配置	<ul style="list-style-type: none">■ 行业内的人脉网络1) 能帮标的企业找到合适的董秘+总经理+技术专家等高端人才
发展阻碍	<ul style="list-style-type: none">■ 自身丰富的投资经营1) 为标的企业进一步规范财务、内控和公司治理。你要相信，一个治理规范的企业，它的软实力是值钱。
发展战略	<ul style="list-style-type: none">■ 提供战略性规划1) 派驻高管，建立持续改进和优化机制。督促管理层，建立持续改进和优化的机制，提高运营和实施水平。建议刚开始，外包给专业的咨询机构。同时，在掌握了这套机制后，在内部建立专门的专家顾问/咨询团队，专门负责这块工作。最后，每季度提交管理报告，针对管理中的问题提出书面管理建议，持续改进优化。(Tips:说起来简单，做起来超难。主要是投后管理人员的收获和职业风险严重不对等。见效特别慢，很难量化，奖励难落地。做不好更是尴尬，等于入坑。)

举一些投前或投后服务的案例。

鼎辉投资南孚电池：鼎辉执行总裁焦震在投资南孚电池前，前往南孚 50 多次，其中 4 个月内 10 次到南孚总部福建南平，才打动南孚老板。此外，焦震还对接金霸王、引入摩根斯坦利。这些动作最终促成南孚和鼎辉的合作。焦震说：“投资传统企业，投资人一定要有乙方心态”。

3i 国际投资小肥羊：在投资前，3i 请来国际著名咨询公司罗兰贝格为小肥羊做了全方位诊断，并向小肥羊提交战略咨询报告。一方面确定了 3i 的投资信心，另一方面让小肥羊在投资前就确定了引入投资后的战略发展路径。

投资前的增值服务是项目投资的前奏，增值服务的前移能有效拉近项目方与投资人的距离，赢得项目方的尊重和信赖，为成功完成优质项目打下基础。

达晨投资同洲电子：利用达晨大股东广电传媒的有线电视行业资源优势，协助同洲电子转型成为中国最大的机顶盒生产企业，同时向同洲电子委派了公司高管任公司副总，协助同洲电子稳步扩张。

广风投资倍特生物：派出兼职副总和财务总监协助企业管理，制定长期发展战略。帮助企业获取国家药监局新品批文，协助申请国家中小企业创新基金数百位。并帮助企业引入后续轮次的投资方。

早期项目大多存在商业模式不清晰，团队配置存在短板，企业运营管理混乱等企业问题，这需要投资人投入相当大的精力，做好项目的培育孵化工作。并协助企业解决发展中存在的诸多问题。

定战略

霸菱投资网易：根据市场发展情况，帮助网易从单一信息门户向 SP、CP、游戏等业务延伸扩张，最终促成网易转型成功。

搭班子

3i 投资小肥羊：投资小肥羊后，为小肥羊引入了汉堡王前总裁，肯德基香港运营总裁。帮助小肥羊在短时间内吸收消化了国际先进餐饮企业的管控治理经营，并促成小肥羊最终以令人满意的价格出售给百胜集团。

Tips:

1. 让投资团队及协同企业关键经办人，参与持股平台做小股东。这种机制的安排，本身就是极好的投后管理和风险控制，比任何理论都靠谱。
2. 和标的企业老板关系要搞好，交往一年以上才能有较深的感情。关系好了，投后管理才能好商量+好协调。
3. 能带来订单提升的协同，才是最扎实的协同。能给标引进优秀人才，也不错。
4. 现实中，企业能真正为标的带来的价值或增值服务，一般肯定比想象+说的要少。所以，别瞎承诺，骗进来再说，最终损伤到个人的信誉。
5. 项目判断正确只能说成功了一半，另外一半看团队整合。两点都没做好，项目就很危险。

假产业协同发生的可能性，及副作用：

很多被投资企业希望加入大的平台公司，带来好的品牌、管理、社会资源和销售渠道。但这真的会轻易发生，达到预期效果吗？答案是不一定。如被投企业对领头企业（平台公司）考察不到位，轻易被合并，并拿去财务和人事的控制权，弄不好会阻碍企业发展。此时，被投资企业发觉，合并价值不达预期，不愉快，此时想离开比离婚还要困难，追悔莫及。

笔者这么说，一方面，因为在我国做生意是一件很难的事，面临更严酷的竞争。另一方面，社会综合素质、诚信水平等，特别在我国某些行业，真的特别糟糕。

可惜是，被投资企业极少尽调领头企业，因为：一、实力不对等，不具备调查的资格和身份；二、大型平台公司的光环效应，简单认为，大平台、资金实力雄厚、管理规范、社会资源雄厚等等。事实真的是这样吗？或者，反过来想想，真的这么完美，对方有必要找你合作吗？

笔者建议，被投资企业至少做到两点：一、多维度的，调查企业实际控制人或创始人的人品、口碑、商业信誉。创始人的人品和作风，会直接或间接的影响到高层和基层员工的人品和作风。这点极其重要，且很难改变。最终决定他们是如何对待合作伙伴的，包括如何对待你。二、最好，能从一到两个项目合作开始。通过合作，感受对方团队的素质、效率和能带来社会资源等。问问自己，这真的是你希望看到的吗？

第十八章 退出方式

股权投资本质是一个投资 > 退出 > 再投资的循环过程。退出指所投企业发展到一定阶段后，将股权转化为资本形式而获得利润或降低损失的过程。目前，退出方式主要有以下几种。

退出方式	介绍	优势	弊端
IPO	首次公开发行股票（IPO）一般在企业经营达到理想状态时进行。当被投资的企业上市后，私募基金再逐渐减持该公司股份，并将股权资本转化为现金形态，实现资本的盈利性和流动性。IPO 退出方式可以获得最大幅度的收益。	<ol style="list-style-type: none"> 1、获得较高的收益回报，通常可达投资金额的几倍甚至几十倍。 2、是实现投资者、企业管理层、企业自身三方利益最大化的理想途径。 3、有利于提高 PE 的知名度。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、上市门槛高。 2、IPO 所需时间长、机会成本高。 3、IPO 退出面临诸多风险。包括 IPO 政策和市场行情风险。
兼并收购	指将目标企业的股权转让给第三方，以确保所投资资金顺利的撤出。我国并购退出的回报率近几年一致维持在 5 倍以下，与 IPO 高达 10 倍以上的退出回报相比较低。	<ol style="list-style-type: none"> 1、并购退出更高效、更灵活。 2、并购退出只要在并购交易完成后，即可一次性全部退出，交易价格及退出回报较为明确。 3、并购退出可缓解 PE 的流动性压力。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、潜在的实力买家数量有限。 2、收益率较 IPO 低。 3、企业管理层可能对并购持反对意见。
股份回购	指企业或者公司管理人员按照约定的价格将公司的股份购回。与并购相同，回购的本质也是一种股权转让，两者的区别在于股权转让的主体有所不同。	<ol style="list-style-type: none"> 1、交易过程简单。 2、资本安全得到保障。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、错失未来潜在的投资机遇。PE 投资的企业多为成长类型，在发展过程中存在着很多不确定因素。若 PE 的退出在目标企业业绩大爆发之前，则错失了潜在的投资机遇。
清算	是投资失败后的退出选择，是基金公司最不愿意采取的方式，意味着基金公司将遭受部分甚至全部损失。		

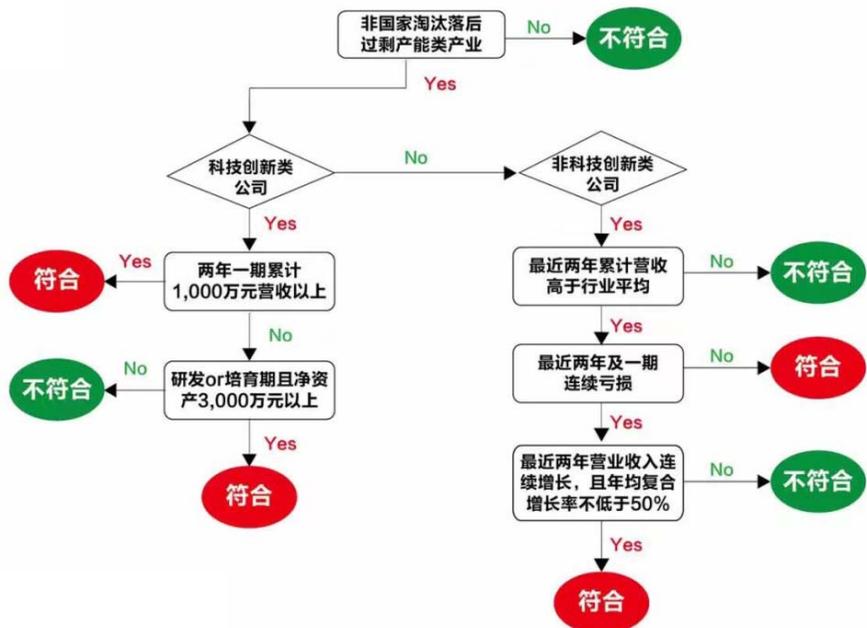
主板、中小板主要上市条件:

规模和存续期	盈利能力	主营业务	其他要求
1) 依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司 2) 发行前股本总额不少于人民币3000万元 3) 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20% 4) 最近一期末不存在未弥补亏损	5) 最近三年连续盈利,且净利润累计超过3000万元 6) 最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元,或最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 7) 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据	8) 具有持续盈利能力,财务状况良好,其生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策及环境保护政策 9) 最近3年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更	10) 发行人股权清晰 11) 发行人具有完善的公司治理结构,相关机构和人员能够依法履行职责 12) 发行人及其控股股东、实际控制人最近3年内不存在重大违法行为 13) 发行人的董事、监事和高级管理人员最近3年内不存在违法行为

创业板主要上市条件

规模和存续期	盈利能力	主营业务	其他要求
14) 依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司 15) 最近一期末净资产不少于2000万元 16) 发行后股本总额不少于3000万元 17) 最近一期末不存在未弥补亏损	18) 最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于1000万元 19) 或最近一年盈利,最近一年营业收入不少于5000万元 20) 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据	21) 主要经营一种业务,其生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策及环境保护政策; 22) 最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更	23) 发行人股权清晰; 24) 发行人具有完善的公司治理结构,相关机构和人员能够依法履行职责; 25) 发行人及其控股股东、实际控制人最近3年内不存在重大违法行为; 26) 发行人的董事、监事和高级管理人员最近3年内不存在违法行为

新三板挂牌准入主要财务指标图解



很多人联系我，问了一些常规问题。回复如下，谨慎参考。

一、跨行转投资容易吗，如何找到投资的工作？

当然很不容易。首先，你要找到一份投资工作，这并不容易找到，特别是好平台。建议通过关系，而不是公开渠道，这就考验你的人品、人脉的积累和运气了。没有关系怎么办？没关系，要想办法创造关系，付出努力和代价，解决问题。如果连这种关系都找不到，克服不了，以后如何拿项目？这说不通啊。

二、做投资的薪酬很高吗？

未必。世界顶级投行和 PE 机构，到了一定级别，确实高到天际。但剩下的，甚至偏低。你想想看，投资不确定极大，投到好项目是小概率事件。即使投中，平均 5-8 年才有收获，而且要公司肯分你钱。所以，在这之前，高薪酬是说不过去的。

甚至，一些知名投资平台，会用平台优势，压你的薪酬。因为是平台赋予你核心竞争力，而你看项目的能力只是基本功。

三、做投资很有前途吗？

未必。首先，投资就是一份普通的工作，是理财，仅此而已。其次，头部 5% 的 PE，赚取行业 90% 以上利润。所以，你能落到头部 5% 的 PE 里吗？考虑到统计分布，你更有可能落入剩余 95% 里，所以路途曲折是大概率事件。

四、CPA、CFA 等证书，对做投资有帮助吗？

对找工作，当敲门砖有用。但对实际工作的内涵，用处非常有限。有事你会有错觉，觉得有 CPA、CFA，会比别人有优势，事实并非如此。

五、如何在现有稳定工作，和转型做投资之间取舍？

如果“稳定性”这个词在你脑袋飘过，投资就非常不适合你。投资就是和风险打交道，努力还真不一定有收获。

应该要有 all in 的态度，做事情不计成本，不惜代价。结果好不好，都会做。有这种信念，再考虑做投资。

六、什么是好的 PE 机构？

能帮 LP（出资人）赚钱的机构，才是好机构，是竞争力最直接的体现。赚钱是硬道理。

七、投资从业人员的竞争力，有哪几方面？

主要看三个能力，至少也得具备一个。是否有募资能力、开发优质项目能力、或拥有良好退出渠道。另外，自己的口碑和信用很重要，这需要长期积累。

随着市场的进化，投资早已从最早的考验眼光+关系，到现在考验机构的专业能力和增值服务。简单说，你不懂怎么看项目和尽职调查只是基本功，单这点不构成竞争力。真正的核心竞争力来自如下：

一、专业能力

- 有一只非常专业的投资团队，肯玩命的工作，最好整天琢磨投资，不工作就不自在。薪酬+上升空间需跟上。
- 该团队对行业有非常深刻的理解，投研工作要扎实，懂行业赚钱的逻辑（注意，是团队懂，而不是单某个人懂）
- 有个好的平台，提供各种资源，例如 1) 品牌，可以带来信任和流量；2) 低成本或很快能筹措到的资金；3) 专家库，提供专业意见；

二、增值服务

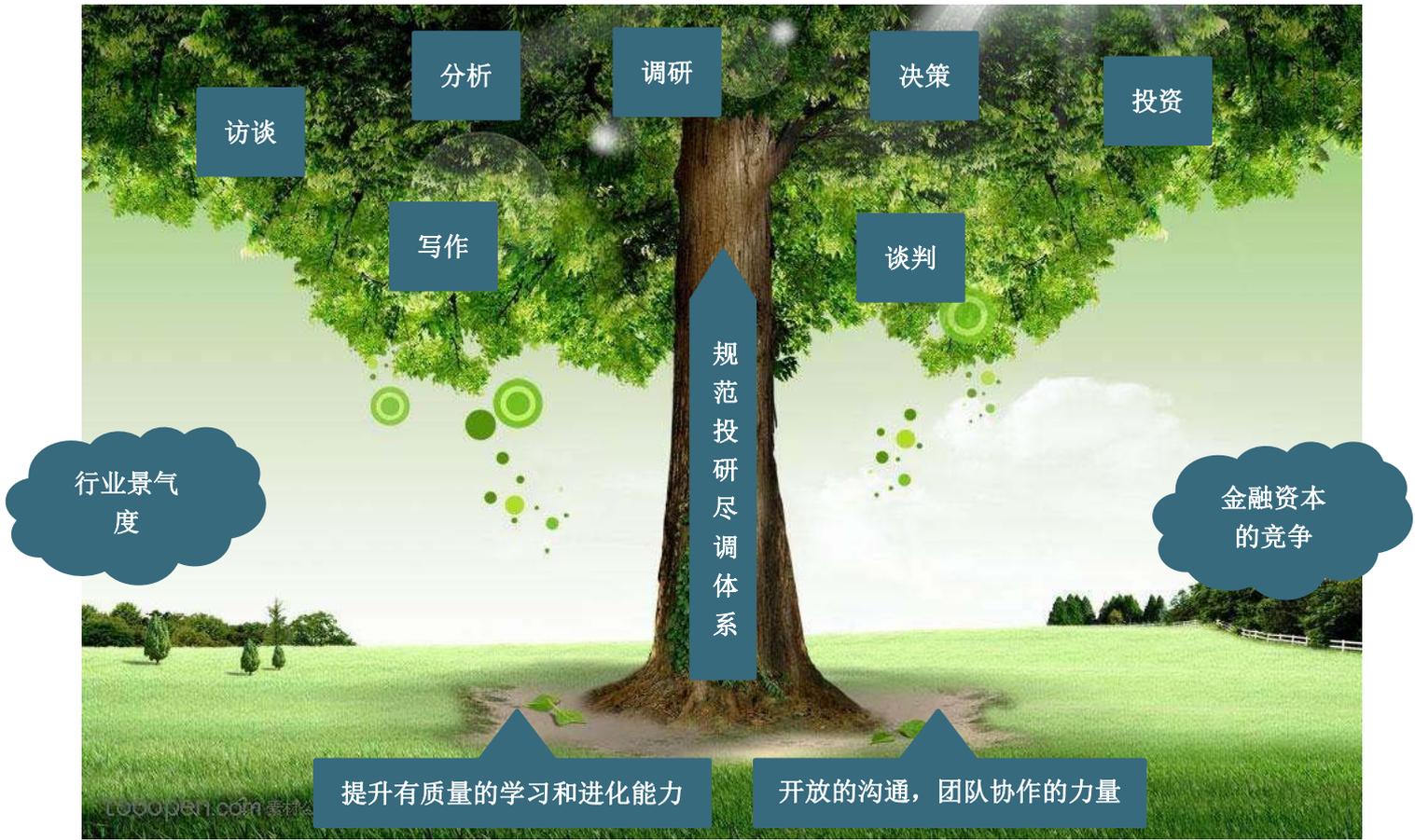
- 进行产业协同，带来业务增长，提高品牌附加值
- 提供融资帮助，如提供夹层基金等资金服务
- 帮助诊断和规范管理，如设计员工持股平台计划，寻找专业人才等

不专业，就找不到好项目。没有增值服务，就投不进或价格会很高。所以，请勿去三无机构，大概率没前途。

最后，这套手册的本质是关于规范的项目管理体系和实施水平，这是可复制和模仿的。为了达到好的效果，考验的也是团队的实施水平。

项目经理的角色，业务上他应该以身作则（Lead by Example），通过自身的专业和规范，来影响团队。但项目的背后，他应该更像是一个耐心的老师，让团队养成好的工作习惯（Inspiring People）。大家好才是真的好，而不是某个人。

当然，项目管理体系的建设和实施水平的发挥，需要一个好的土壤和环境（包容、开放、公平的环境），才能萌芽生根，长高长大。



■ 案例一

孙正义，互联网大会演讲的要点 一、食物 -> 肌肉 -> 大脑； 二、Jack Ma 两眼放光

如何换普通人，说同样的话，你的感受会如何？



■ 案例二

在古代，皇帝骚扰良家妇女叫龙戏凤，乾隆下江南，会传为美谈。换做平民就是流氓，是死罪。

我想表达的是，

一、投资没什么玄乎，没有什么特别高端的投资体系或独门秘籍。就算真有，大家都用，最终会被套利套光。把普通的小事做好，做到位，大的判断就不会差到哪去。特别是 PE 类项目，比靠眼光和运气的 VC 项目，好做多了。

二、行业顶尖的牛人，他们的成功极难复制，是个例，看看就好。而我所介绍的标准化操作手册，是常态。是容易理解和习得的。

三、通过运用这套方法和持续修炼，即使不能成为一流投资者，也绝不会沦落至三流。1.2 流是没问题的。

四、没赚到钱之前，少讲道理，先赚钱。赚钱之后，不用讲道理，都是道理。

附录（模板、协议、附件）

笔记知乎专栏 <https://zhuannlan.zhihu.com/dingmin>

本文档及附件 <http://dingmin1985.com/pebook/pebook.rar> （由于境外服务器，下载速度可能较慢）

- 📄 DD_100 私募股权投资和尽职调查手册 丁敏 v20171208
 - 📄 DD_210 尽调准备_新项目概要
 - 📄 DD_211 尽调准备_通讯邮件
 - 📄 DD_212 尽调准备_尽调安排
 - 📄 DD_220 尽调准备_立项报告（版本1 常规版）
 - 📄 DD_221 尽调准备_立项报告（版本2 复星）
 - 📄 DD_300 尽调清单_预尽调资料需求清单（版本1 常规版）
 - 📄 DD_301 尽调清单_预尽调资料需求清单（版本2 英文版）
 - 📄 DD_302 尽调清单_完整尽调资料需求清单
 - 📄 DD_305 尽调清单_FOF母基金尽职调查提纲
 - 📄 DD_320 尽调报告_写作提纲、分工、命名规范
 - 📄 DD_325 尽调报告_分析工具（业务蓝图+财务+人员+估值模板）
 - 📄 DD_410 投资决策_会议纪要
 - 📄 DD_420 投资决策_投票
 - 📄 DD_500 协议文档_项目投资业务流程文件复查表
 - 📄 DD_510 协议文档_保密协议
 - 📄 DD_520 协议文档_投资意向书
 - 📄 DD_530 协议文档_股权增资协议 ==
 - 📄 DD_531 协议文档_股权增资协议之补充协议 ==
 - 📄 DD_540 协议文档_股权增资协议
 - 📄 DD_541 协议文档_股权增资协议之补充协议
-
- 📄 DD_002 Knowledge 基金管理_私募股权基金的设立、运营与交易架构
 - 📄 DD_101 Knowledge 尽职调查_P&VC尽职调查大剖析：10个方面55个子项一网打尽
 - 📄 DD_102 Knowledge 尽职调查_尽调重点与心得分享
 - 📄 DD_103 Knowledge 尽职调查_中金与Morgan Stanley，值得学习的并购尽职调查操作指引
 - 📄 DD_104 Knowledge 尽职调查_如何挤掉财报水分？
 - 📄 DD_105 Knowledge 尽职调查_企业如何应对资本市场财务尽调？ ==
 - 📄 DD_106 Knowledge 尽职调查_IPO & 并购重组尽职调查核心要点（方法论篇）
 - 📄 DD_107 Knowledge 尽职调查_向浑水学习如何调查公司 - 附件 - 浑水做空辉山乳业报告（中文）
 - 📄 DD_107 Knowledge 尽职调查_向浑水学习如何调查公司
 - 📄 DD_108 Knowledge 尽职调查_天使投资人详细的尽调清单
 - 📄 DD_109 Knowledge 尽职调查_完整的公司并购过程及一般操作流程
 - 📄 DD_110 Knowledge 尽职调查_长江商学院教授：如何从财务报表看产品的竞争力
 - 📄 DD_111 Knowledge 尽职调查_常见估值方法中的误区和陷阱
 - 📄 DD_112 Knowledge 尽职调查_两个步骤、14个因素，看穿被证监会重点关注的毛利率
 - 📄 DD_115 Knowledge 尽职调查_中介机构库（审计+评估+律所）2017
 - 📄 DD_117 Knowledge 尽职调查_郑佳 毕马威合伙人：对于融资尽职调查，创始人应该如何“攻防”？
 - 📄 DD_118 Knowledge 尽职调查_互联网行业运营指标体系
 - 📄 DD_119 Knowledge 尽职调查_海康威视管理咨询访谈清单（访谈参考内容）
 - 📄 DD_120 Knowledge 尽职调查_如何组织专利尽职调查
 - 📄 DD_121 Knowledge 尽职调查_如何分析活跃用户和留存用户？
 - 📄 DD_202 Knowledge 重组并购_并购交易策略大汇总（中信证券干货，强烈推荐）
 - 📄 DD_203 Knowledge 重组并购_关于估值方法以及思考框架的详细解析
 - 📄 DD_204 Knowledge 重组并购_股权投资协议怎么签，3分钟看懂最关键条款
 - 📄 DD_205 Knowledge 重组并购_如何在1小时内写出并购方案？
 - 📄 DD_206 Knowledge 重组并购_到底去哪里IPO？最全对比：香港_美国_新加坡_大陆A股_新三板。
 - 📄 DD_207 Knowledge 重组并购_PE投资条款清单主要内容解析PE实务
 - 📄 DD_250 Knowledge IPO相关_公司IPO条件与流程
 - 📄 DD_251 Knowledge IPO相关_据说这就是IPO预审员内部操作手册
 - 📄 DD_252 Knowledge IPO相关_IPO收入确认要点(史上最详)
 - 📄 DD_253 Knowledge IPO相关_证监会最新审核环境及审核要点分析

- DD_254 Knowledge IPO相关_ A股IPO审核重点关注问题汇报材料20170314
- DD_301 Knowledge 投资决策_ 复星集团判断投资价值的5个标准
- DD_302 Knowledge 投资决策_ 达晨创投在环保行业的投资逻辑
- DD_303 Knowledge 投资决策_ 详解清华系、安邦系、复星系的并购资本模式
- DD_304 Knowledge 投资决策_ 熊晓鸽：世界在变，生意的本质不变
- DD_305 Knowledge 投资决策_ “未知的未知”，投资中最重要的事
- DD_306 Knowledge 投资决策_ “投资经理成长日记” 分享篇
- DD_307 Knowledge 投资决策_ 红杉资本·沈南鹏：技术壁垒才是创业者的护城河，资本并不是
- DD_308 Knowledge 投资决策_ 行业分析、产业分析以及商业模式分析概览
- DD_308 Knowledge 投资决策_ 侯建荣：浅谈我对投资环保行业的看法
- DD_309 Knowledge 投资决策_ 投资应该是人生最后一份职业
- DD_310 Knowledge 投资决策_ 顶尖私募的内部培训心得
- DD_312 Knowledge 投资决策_ 孤独是投资的一种常态
- DD_313 Knowledge 投资决策_ 打败一家企业，你只需要研究3个人
- DD_314 Knowledge 投资决策_ 投资和人生都是对不确定性的处理
- DD_315 Knowledge 投资决策_ 需求演化逻辑：为何有些产品总是做不成？ 丁敬版
- DD_315 Knowledge 投资决策_ 需求演化逻辑：为何有些产品总是做不成？
- DD_316 Knowledge 投资决策_ 长石资本·汪恭彬：VC 七宗罪
- DD_317 Knowledge 投资决策_ 周亚辉谈创业：找最漂亮的“女孩子”，然后把她的“闺蜜”给泡了
- DD_318 Knowledge 投资决策_ VC：年轻投资人的诱惑与硬功夫
- DD_319 Knowledge 投资决策_ 朱啸虎：那些跑不出来的项目 往往在这6件事上错的离谱
- DD_320 Knowledge 投资决策_ 这些都是货真价实的伪科学
- DD_321 Knowledge 投资决策_ 黑马基金胡翔：早期投资高额回报背后的秘密
- DD_322 Knowledge 投资决策_ 人生大事和概率
- DD_323 Knowledge 投资决策_ 博弈的精髓：结硬寨，打呆仗
- DD_324 Knowledge 投资决策_ 基金经理在北大关于投资的演讲
- DD_325 Knowledge 投资决策_ 郭广昌对谈黑石集团创始人视频首发
- DD_326 Knowledge 投资决策_ 会有小而美的事情发生吗？
- DD_327 Knowledge 投资决策_ 世上的创业公司只有两种，一种是找到PMF的，一种是没找到的 Marc Andreesen
- DD_328 Knowledge 投资决策_ 段永平的投资思想：56 个要点
- DD_329 Knowledge 投资决策_ 真正强大的商业分析能力是怎样炼成的？
- DD_330 Knowledge 投资决策_ 作为一位风险投资者，我不怎么在乎TAM（潜在市场规模）
- DD_333 Knowledge 投资决策_ 红杉资本周逵：我们从这四个方面来判断一个项目
- DD_336 Knowledge 投资决策_ 专访今日头条天使投资人刘峻：多数上市公司其实都来自中小市场
- DD_339 Knowledge 投资决策_ 金凤春 赛富基金合伙人：创业十有八九靠运气，抓住运气的四大法则
- DD_340 Knowledge 投资决策_ 冯卫东：如何判断消费品企业的价值天图干货
- DD_341 Knowledge 投资决策_ 冯卫东：消费品企业6大竞争壁垒 天图干货
- DD_349 Knowledge 投资决策_ (吴世春) 新经济背后的投资逻辑 11月8日
- DD_350 Knowledge 投资决策_ 朱啸虎谈独角兽：滴滴、ofo、饿了么的护城河是什么？
- DD_351 Knowledge 投后管理_ 最全股权激励方案（珍藏版）
- DD_401 Knowledge 行业新闻_ 中国股权投资市场2016全年回顾与分析
- DD_402 Knowledge 行业新闻_ 【国君非银刘欣琦】VC、PE行业深度报告：一日同风起，扶摇九万里
- DD_501 Knowledge 行业数据_ 2016中国股权转让蓝皮书电子版
- DD_502 Knowledge 行业数据_ 关于私募股权（Private Equity）投资的常见误解
- DD_601 Knowledge 基本素养_ 俞敏洪 人生需要练习 更需要内省和领悟
- DD_602 Knowledge 基本素养_ 经验刻意训练方法
- DD_603 Knowledge 基本素养_ 关于早期投资的复盘
- DD_604 Knowledge 基本素养_ 傅盛认知三部曲之一：所谓成长就是认知升级
- DD_605 Knowledge 基本素养_ 投资如何识人，这一篇文章就够了
- DD_606 Knowledge 基本素养_ 金融人士如何建立自己的人脉？
- DD_608 Knowledge 基本素养_ 俞敏洪：一个中年男人的成长
- DD_610 Knowledge 基本素养_ 刘润：所谓洞察本质，就是会打比方
- DD_611 Knowledge 基本素养_ 知乎高赞回答：如何让自己变得更加优秀？