

私募股权投资和尽职调查手册

(作者 桑德集团 基金投资 丁敏, 初稿 v2017.2.3)

引言

该手册的主要目的,是为了建立一套规范、严谨、高效的股权投资决策和尽职调查体系。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 12 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 投资的决策机制■ 第四章 私募股权 VC/PE 的几种业务模式
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">■ 第五章 尽职调查的目的、关注领域、调查方式■ 第六章 尽职调查报告的核心写作要素■ 第七章 尽职调查的工作安排■ 第八章 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">■ 第九章 估值方法■ 第十章 核心条件谈判■ 第十一章 股权投资协议■ 第十二章 投后管理■ 第十三章 退出方式

该手册的很多材料源于公开文献和个人经验,出处见附录。该手册不针对具体项目,仅代表我个人。

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。该手册不单回答 Why 和 What,随着版本更新,更强调 How。

最后,欢迎转发给需要的学弟学妹,帮助他们共同成长。



- 第一章 股权投资的方法论
- 第二章 投资的思考框架
- 第三章 投资的决策机制
- 第四章 私募股权 VC/PE 的几种业务模式
- 第五章 尽职调查的目的、关注领域、调查方式
- 第六章 尽职调查报告的核心写作要素
- 第七章 尽职调查的工作安排
- 第八章 写作规范和细节要求
- 第九章 估值和风险
- 第十章 核心条件谈判
- 第十一章 股权投资协议
- 第十二章 投后管理
- 第十三章 退出方式

第一章 投资的方法论

一、明确目的、原则、标准

首先，需要明确企业股权投资的目的、原则、和标准。管理层需在开始就明确公司想要什么，决定了投资的方向和风险偏好。以国内某知名环保企业为例：

目的：进行____技术领域的行业布局，完善现有环保产业链

原则：(1) 创始团队保持第一大股东的地位不动摇
(2) 公司坚持做最大的二股东，股权比例约____%

标准：(1) 公司有核心竞争力、排行靠前、或有潜力
(2) 产业协同效应，没有同业竞争
(3) PE 不大于 10 倍

二、投资的逻辑

投资的逻辑很多，推荐《投资中最简单的事》邱国鹭，清华系（产业协同）、复星系（中国动力嫁接全球资源+反周期）等投资方法论。具体思考框架，参考第二章。简单举例如下：

(1) 先看是不是刚需

(2) 市场容量是否足够大，最好有百亿元以上

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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 创始团队

至少必须是一个值得信赖的企业家。

(6) 找到企业过去成功的因素。考察在未来新技术，新竞争者，新消费方式出现后，企业能不能依然保持相对的竞争优势，不受影响。

要点总结：

- 所以，好的项目少，是合情合理的。

三、行业调研

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。由于时间和精力的投入，容易本能的去挖掘它们的优点，对判断产生偏移。

行业调研要点如下：

步骤	研究要点	以环保行业为例
1	行业概况	<ul style="list-style-type: none">■ 水资源的分布■ 污染物的来源和量■ 对应污水处理的产能
2	行业政策	<ul style="list-style-type: none">■ 国家政策■ 排放标准
3	产品/服务介绍	<ul style="list-style-type: none">■ 技术的作用■ 技术的原理■ 材料和形态的构成■ 应用范围■ 核心优劣势
4	产业链和利润分布	<ul style="list-style-type: none">■ 产业链（上中下）■ 价值分布（收入、利润）
5	产品/服务的发展历程	<ul style="list-style-type: none">■ 根据年度、产能、标志性事件阐述
6	市场和未来趋势分析	<ul style="list-style-type: none">■ 国内外市场的产值■ 细分领域的产值■ 需求趋势■ 成本趋势■ 行业的其他趋势
7	行业的竞争格局	<ul style="list-style-type: none">■ 行业第一、第二、第三梯队■ 细分领域的市场份额、利润、竞争
8	重点公司	<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
9	附录	<ul style="list-style-type: none">■ 全面比较所有公司的各项经营指标和趋势变化

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。
- 系统化的思维，会错过真正伟大的企业，它们的商业模式凡人无法理解。

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，

■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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

■ 工作层面

发挥团队协助的力量	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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，才能镇得住会计师、律师等，才不会忽悠，走流程了事。
公司发展的本质	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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？这点在第四章会进一步阐述如何进行挖掘。

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。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。什么叫真正懂？有一种懂叫别人觉得你懂。

第二章 投资的思考框架

投资的逻辑和方法论很多，这里汇总了部分思考框架。

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。

（1）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。

（2）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。

（3）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。

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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：

(1) 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、波特五力法和 SWOT 法。

（2）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。

（3）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，工商银行的用户更多，其企业价值也相对更高。

（4）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。

（5）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。

（1）收入是利润的先行指标

- 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

（2）毛利率水平体现了企业的竞争力

- 毛利率水平
- 成本构成

（3）净利润的水份

- 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）

（4）收入与利润的含金量

- 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

- （1）ROE（股东权益回报率，或净资产收益率）
- （2）ROA（总资产回报率）
- （3）ROIC（投入资本回报率）

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。

- （4）杜邦法（销售净利率、资产周转率、权益乘数）
- （5）波特五力法（供应商的议价能力、购买者的议价能力、新进入者的威胁、替代品的威胁、同业竞争者的竞争程度）
- （6）SWOT法（优势、劣势，机会、威胁）

七、安全性：关键是现金流与现金储备

（1）资产结构

- 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。
- 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。
- c. 经营性资产

(2) 负债结构

- a. 有息负债
- b. 无息负债

(3) 运营资本与资本流转

- a. 应收账款与主要欠款方
- b. 存货构成
- 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）
- 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。
- 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。

(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：

- a. 现金增加值和经营现金流都是正值——企业很安全。
- 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。
- 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。
- 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）。最不理想的状况是现金仅仅用于还债，投资价值不大。

第三章 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》 <small>Tips:如企业不介意,可不签。</small>	《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》 <small>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。</small>	《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 或专职人员、派驻高管	对投资企业进行跟踪管理和产业协同	待定

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。

第四章 私募股权 VC/PE 的几种业务模式

除了投资经理个人和团队的水平外，私募股权公司的业务模式或机制很重要。好的机制可以最大限度的发挥个人和团队的作用。如下展开说明的四种业务类型，本质上是机制的不同。

我们按业务范围的不同把 VC/PE 公司分为四种类型，分别是天使/VC 模式、Pre-IPO 模式、“上市公司+PE”模式和全产业链模式，并选取四种类型的代表公司进行分析。

一、天使/VC 模式

天使/VC 模式的公司主要关注对种子期、初创企业进行的投资。

2014-2015 中国天使投资机构 10 强

2014	2015
北京真格天成投资管理有限公司	真格基金
险峰华兴	创新工场
联想之星	险峰华兴
深圳市德迅投资有限公司	联想之星
联想乐基金	隆领投资
创新工程	洪泰基金
梅花天使创投	英诺天使基金
青松天使投资基金	阿米巴资本
深圳创新谷投资管理有限公司	九合创投
英诺天使基金	梅花天使创投

二、Pre-IPO 模式

这类公司主要专注对成熟企业进行的投资，投资于企业上市之前，或预期企业可近期上市时，其退出方式一般为，企业上市后，从公开资本市场出售股票退出。同天使/VC 类公司不同，Pre-IPO 的投资时点在企业规模与营收已达可上市水平时，甚至企业已经站在股市门口。此种模式在 IPO 加速的时期更为受益

我们以“企业上市工厂”之称的盈科资本对该模式进行介绍。盈科资本专注 Pre-IPO 投资，聚焦治理规范、符合上市要求的细分行业龙头。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。

盈科资本部分 IPO 成功案例

投资案例	标的介绍	退出回报
火炬电子 (603678)	国内首家能生产宇航级电容器的企业, 2015 年 1 月 26 日在国内主板上市。	战略投资 3770 万, 投资周期 5 年, 退出回报 5.13 亿元, 回报率倍数达 13.6 倍。
南威软件 (603636)	中国软件百强企业、计算机信息系统集成一级资质企业, 2014 年 12 月 30 日在国内主板上市。	战略投资 1010 万, 投资周期 5 年, 退出回报 1.32 亿元, 回报率倍数 13.1 倍。
三棵树漆 (603737)	国内最大的生态漆涂料供应商, 国内“健康漆”龙头品牌, 2016 年 6 月 3 日在国内主板上市。	投资 5 年, 回报率倍数 7 倍。
纳川股份 (300198)	国内第一家核电系统大口径塑料排水管道合格供应商, 2011 年 4 月 7 日在国内创业板上市。	投资 5 年, 回报率倍数 14 倍。
无力股份 (300174)	国内最大的木质活性炭生产企业, 2011 年 2 月 1 日在国内创业板上市。	投资 5 年, 回报率倍数 6 倍。

(1) 盈科资本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。(存疑, 很多工作很难分开, 需要进一步调查)

盈科资本立项流程



(2) 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

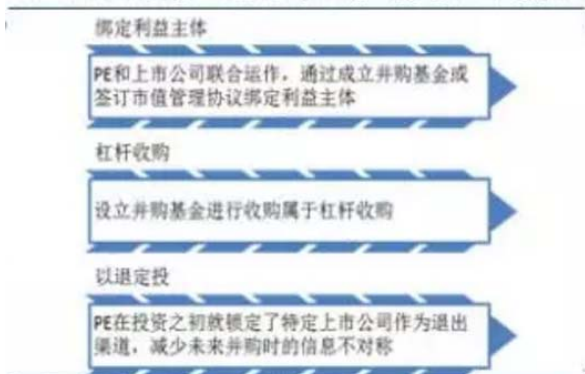
根据 IPO 标准对项目进行审核。由资深保荐人担任主席的内核委员会在尽调团队深入调研的基础上进行内核, 保障了项目投资质量和 IPO 成功率。

(3) 在退出策略上, 与多家上市公司成立并购基金寻求多元化退出模式。

三、“上市公司+PE”模式

该模式由“硅谷天堂”首创, 主要有三步。首先是获取上市公司部分股权, 一种是成为不足 5% 的小股东, 另一种是成为有较大影响力的股东如第二大股东。第二步 PE 机构和上市公司或关联方通过成立并购基金或设立公司等方式搭建并购平台, 或直接签订市值管理协议或并购顾问协议约定利益分配方式, 捆绑成利益共同体。第三步, 已退定投, PE 机构根据上市公司的经营战略寻找并购标的, 进行控股型收购, 两者联合管理并购标的, 在约定时间将其出售给上市公司。

硅谷天堂“PE+上市公司”模式之三大特点



“PE+上市公司”模式优点在于，对上市公司而言，促进其积极利用并购重组实现产业转型和升级，可以通过并购基金放大杠杆，提高资本运作效率；对PE而言，提前锁定特定上市公司作为退出渠道，提高了PE投资的安全性和流动性，最后还能分享上市公司重组整合收益。风险和弊端是，上市公司和PE合作后往往会带来股价大幅上涨，PE在接触项目过程中会掌握大量内部信息，可能会出现市场操纵、内幕交易、利益输送等现象。

四、全产业链模式

这类公司已经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段的投资，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。九鼎投资是这类公司的代表。

2011-2015 中国 PE 机构前 10 强

排名	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
1	昆吾九鼎	昆吾九鼎	复星资本	鼎晖投资	昆吾九鼎
2	建银国际	中信产业	弘毅投资	腾讯产业	中信产业
3	弘毅投资	复星资本	昆吾九鼎	上海云峰	复星资本
4	新天域	金石投资	建银国际	复星资本	鼎晖投资
5	金石投资	弘毅投资	中金佳成	中信产业	中金佳成
6	复星资本	建银国际	渤海海胜	昆吾九鼎	海通开元
7	平安财智	广发信德	海通开元	国开金融	弘毅投资
8	广发信德	龙柏实易	中信产业	中投公司	金浦产业投资
9	中信产业	国开金融	君盛投资	阿里资本	腾讯产业共赢基金
10	国信弘盛	上海力鼎	广发信德	弘毅投资	阿里资本

九鼎投资在私募股权投资领域深耕近 10 年，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**，高峰时期在 2011 年投资近 100 家企业，成为当之无愧的 PE 工厂。

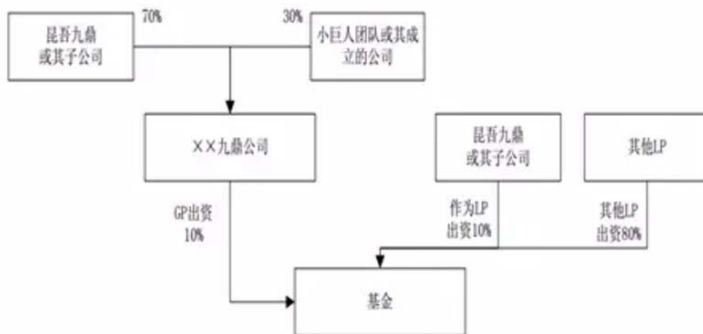
行业内独创的系统化/流程化/标准化模式

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
投资风险	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

小巨人模式对外开放自身平台资源，激励作用明显。九鼎推出的“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。

九鼎“小巨人模式”合作模式



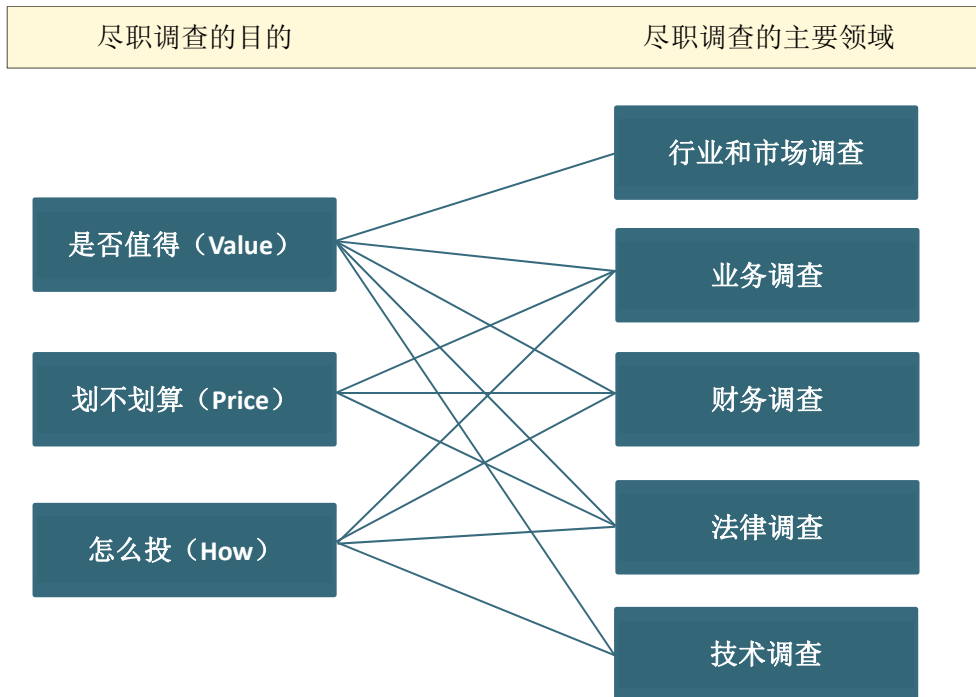
要点总结:

- 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
- 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
- 股权激励发挥了个人积极性

第五章 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。



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■ 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

	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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）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、招投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问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

现场调查理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，毕竟做爱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。

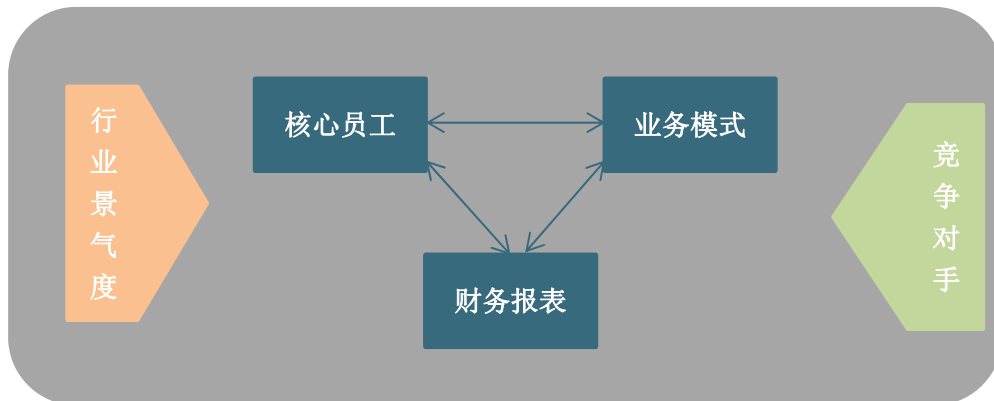
第六章 尽职调查报告的核心写作要素

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		
一、投资概述	6. 市场和未来趋势分析	1. 核心创始人
二、企业概况及投资亮点	7. 行业的竞争格局	2. 管理团队
1. 企业概况	8. 重点公司	六、技术和生产能力尽调（技术尽调 - 单独附件）
1.1 发展历程	四、公司历史及现状的调查结论（法务尽调 - 单独附件）	七、公司产品竞争力分析及发展规划
1.2 工程概况	1. 问题简述	1. 商业模式（1 业务模式+2 盈利模式+3 营销模式）
1.3 核心竞争力(产品、技术、资源、经验等)	2. 公司基本情况	2. 业务和生产流程图
1.4 核心产品 1..2..3..	3. 公司的股权结构和实际控制人	3. 业绩分析
1.5 服务网点分布	4. 公司的股本演变	4. 财务指标分析（收入、利润、现金流、主要客户、供应商等） （财务尽调 - 单独附件）
1.6 工程案例 1..2..3..	5. 公司的业务资质	5. 行业地位及竞争分析 波特的五力模型：上游、下游、行业壁垒、替代品、行业内竞争
2. 公司治理及管理团队持股变化	6. 关联方及同业竞争	6. 发展规划
3. 组织构架图	7. 主要资产	八、交易结构及回报测算
三、行业与市场分析（行业调研 - 单独附件）	8. 主要施工合同	1. 投资方案主要内容（估值和比例、交易结构、退出方式）
1. 行业概况	9. 公司人员	2. 投资方案测算
2. 行业政策	10. 税务	3.1 财务测算
3. 产品/服务介绍	11. 重大诉讼、仲裁及规范性	3.2 估值参考及退出通道
4. 产业链和利润分布	12. 内控和管理制度规范性	九、风险因素分析及投资建议
5. 产品/服务的发展历程	五、管理团队考察及核心人员评价	十、投后管理

我们继续对部分核心写作要素，说明尽职调查的方法。

首先有核心员工，才有业务模板，结果体现在财务报表。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“五、管理团队考察及核心人员评价”）

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：

(1) 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	

资本市场线			研发线		工艺线		生产线路		工程线		医疗市场线		工业市场线		AA市场线	
AA (董秘)	AA (总工)	AA (副总工)	AA (生产总监)	AA (设备)	AA (工程实施)	AA (医疗大客户)	AA (工业市政市场)	AA (品销售)	AA (设备)	AA (工程实施)	AA (医疗大客户)	AA (工业市政市场)	AA (品销售)	AA (设备)	AA (工程实施)	AA (品销售)
董事会秘书	工艺研发部	工艺研发部	制造中心	制造中心	工程部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部
AA (财务经理)	AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (设备)	AA (QA)	AA (工程经理)	AA (医疗大客户)	AA (工业销售)	AA (品销售)	AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
财务部	材料研发部	设计部	制造中心	制造中心	工程部	市场部	市场部	市场部	材料研发部	设计部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部	市场部
	AA (组件)	AA (工艺设计经理)				AA (区域市场)	AA (工业销售)		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	材料研发部	设计部				市场部	工业营销二部		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	AA (材料)	AA (工艺设计经理)				AA (区域市场)	市场部		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	材料研发部	设计部				AA (区域市场)	市场部		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	AA (材料)	AA (工艺设计经理)				AA (区域市场)	工业营销一部		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	AA (产品售后)	AA (工艺设计经理)				AA (区域市场)	客户服务部		AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)	AA (区域市场)	AA (工业销售)	AA (工业销售)
	归属如上团队管	AA (工艺设计经理)				AA (技术制造)			AA (材料)	AA (工艺设计经理)	AA (技术制造)			AA (技术制造)		
		设计部				制造中心										

(2) 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	创始人负责全面		年龄中值 < 岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值 年				基本年薪合理, 中值 万; 股权激励充分;	
2	AA	1 第一梯队核心管理层	创始人,									
3	AA	1 第一梯队核心管理层	总工程师, 负责总的技术整合									
4	AA	1 第一梯队核心管理层	财务管控和资本市场对接									
5	AA	1 第一梯队核心管理层	负责易AA生产									
6	AA	1 第一梯队核心管理层	负责工业营									
7	AA	1 第一梯队核心管理层	负责副总, 负责工艺研发									
8	AA	2 第二梯队核心技术专家	AA车间质量管理		年龄中值 < 岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值 年 符合AA板块发展的期限			基本年薪太低, 中值 万; 股权激励,		
9	AA	2 第二梯队核心技术专家	AA设备管理									
10	AA	2 第二梯队核心技术专家	工艺设计									
11	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - 本									
12	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - 本									
13	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - 本									
14	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - 本									
15	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施		年龄中值 > 岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值 年 忠诚度和归属感很高			基本年薪偏低, 中值 万 股权激励偏低		
16	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施									
17	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施									
18	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施									
19	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施									
20	AA	3 第三梯队重要经办人	工程实施									
21	AA	3 第三梯队重要经办人	医疗营销									
22	AA	3 第三梯队重要经办人	医疗生产									
23	AA	3 第三梯队重要经办人	负责医疗销售,									
24	AA	3 第三梯队重要经办人	工业销售									
25	AA	3 第三梯队重要经办人	工业技术									
26	AA	3 第三梯队重要经办人	市政&工业技术									
27	AA	3 第三梯队重要经办人	工业销售									
28	AA	3 第三梯队重要经办人	负责日常财务管理									
29	AA	3 第三梯队重要经办人	工业销售									
30	AA	3 第三梯队重要经办人	工业销售									
31	AA	3 第三梯队重要经办人	工业销售									
32	AA	3 第三梯队重要经办人	工程经理									
33	AA	3 第三梯队重要经办人	AA销售(内外贸)									
34	AA	3 第三梯队重要经办人	AA品销售									

管理层评价问卷清单	
公司问题	
1.	你认为公司能生存和发展至今的原因, 举例?
2.	目前最大的瓶颈在哪里?
3.	发展靠研发、还是市场驱动?
4.	谁是核心人员或团队?(公司离开谁会影响很大?)
5.	这种人或团队, 可替代性如何?
6.	研发能力, 靠经验长时间积累? 还是可快速搭建新团队掌握和复制? 靠个人, 还是靠团队协作配合? 有没有研发手册?
7.	市场能力, 靠平台还是个人? 如靠平台, 有没有一套清晰的营销后勤保障机制?
个人问题	
10.	留这里工作的原因是什么?
11.	钱有没有给足?
12.	事业有没有向上的空间?
13.	在此岗位多久了? 前任是谁, 为什么调动?
14.	岗位可替代性?
15.	团队能否融洽相处?
16.	团队能否开放交流? 有没有持续优化的意识?
17.	管理是否规范? 具体说, 职责分工是否明确? 跨部门配合是否容易? 工作靠个人随意性更大, 还是形成一套可遵循的机制?
18.	公司的弊病或不满意的地方在哪?
19.	该岗位的前任是谁? 为什么调岗或离职?
20.	对创始人或上级的看法? 优缺点?
21.	对同级别的想法? 优缺点?
22.	对下属的看法? 优缺点?
23.	你的家庭、爱好和时间分配? 对工作的影响? (对创始老板)
业务和财务问题	
23.	询问与工作岗位相关的业务或财务问题

(3) 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	生管中心		
	医疗技术部		
	制造一部		
	制造中心		
	品管部		
非核心部门	品检部		
	综合管理部		
	客户服务部		
核心部门	总工办		
	研发中心		
	材料研发部		
	财务部		
	财务中心		
	采购部		
	营销中心		
统计	研发中心		
	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			

(4) 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

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。

二、业务模式（涉及“七、公司产品竞争力分析及发展规划”）

(1) 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

	2014年	2015年	2016年
AA业务			
BB业务			
CC业务			
DD业务			

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

(2) 业绩分析

对合同的真实性、收入的真实性、收入确认方法的合规性、现金流的真实性，和交易的合理性（是否关联交易）进行验证。

序号	公司名称	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	是否有差异	提前确认收入	回款金额	回款方式	回款时间	凭证号	
1	XX公司	N万m³污水处理项目	500,000.00	2016年1月	功能验收	签订合同N天交货，N天安装	1、合同签订N天30%，10%履约担保；2、主体设备现场验收N天20%；3、XX现场验收N天20%；功能验收合格30%，最终质保退还履约担保	7,000,000.00	《XXXX》2016年10月，未见监理验收，工程人员介绍XX年未验收，复印件	有（工程访谈）	7,000,000.00	5,000,000.00	银行存款	2016年3月	XX	
		AA系统设备购置	200,000.00	2016年1月	功能验收	签订合同N天交货，N天安装	1、合同签订N天30%，10%履约担保；2、主体设备现场验收N天20%；3、XX现场验收N天20%；功能验收合格30%，最终质保退还履约担保					1,000,000.00	银行存款	2016年3月	XX	
		合计	700,000.00										500,000.00	银行存款	2016年3月	XX
													500,000.00	银行存款	2016年3月	XX
												7,000,000.00				

三、财务分析（涉及“七、公司产品竞争力分析及发展规划”）

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。

(1) 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	42.99%	40.87%	39.36%	34.83%
4. 净利率	10.77%	3.35%	5.46%	9.18%
5. 收入增长率		-6.34%	11.80%	21.38%
6. 净利增长率		-70.87%	82.21%	104.02%
二、运营指标				
1. 总资产周转率		115.16%	120.37%	128.16%
2. 资产负债率	46.83%	51.13%	48.40%	48.67%
3. 流动比率	1.67	1.48	1.52	1.56
4. 应收账款周转天数		222.96	228.22	226.85
5. 库存周转天数		141.58	163.62	138.20
6. 经营活动净现金流				
三、杜邦分析				
资产收益率ROE		3.86%	6.57%	11.76%
- 销售净利率	10.77%	3.35%	5.46%	9.18%
- 资产周转率	64.83%	56.76%	57.89%	62.13%
- 杠杆比率	188.07%	204.61%	193.80%	194.82%
三项目乘基	13.13%	3.89%	6.13%	11.11%

(2) 销售和收款方面

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 (缺)
- (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；

(3) 采购和付款方面

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。

(4) 生产与仓储方面

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。创造持续的现金流动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。

第七章 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。

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。 <ul style="list-style-type: none"> ■ 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 01 尽职调查_内部沟通邮件（模板） ■ 附录 02 尽职调查_工作安排（模板） ■ 附录 03 尽职调查_立项会议 PPT（模板） ■ 附录 04 尽职调查_预资料需求清单（模板） ■ 附录 05 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 06 尽职调查_文件命名规则 ■ 附录 07 尽职调查_股权调整测算表（模板） ■ 附录 10 尽职调查_案例 1：AA 公司 ■ 附录 12 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 20 投资决策会_会议纪要 ■ 附录 21 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 	

第八章 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_ 2016 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>

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

(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

(3) 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。

(4) 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。

(5) 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。

- (6) 以上方式均不可单独使用, 至少应配合两种联合研判, 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。

要点总结:

- 通过至少两种方式, 去验证估值的合理性, 并对同类型企业进行比较。

第十章 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: 一、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。二、谈判和尽职调查两者是互动的；三、如双方条件都很满意，为加快速度，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。

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。

（九）其他经验分享

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。

第十二章 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。

投后管理的主要形式体现为提供增值服务和项目监控，进行产业协同。

一、提供增值服务

企业咨询服务	■ 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，外包给专业的四大会计师事务所的“绩效提升”服务团队。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。
资金融资服务	■ 重大项目招投标提供资金支持
市场渠道服务	■ 加入上市公司现有的市场和销售体系 ■ 品牌增信，添加上市公司的名字
技术支持	■
规范财务管理	■

二、进行项目监控

参与重大经营决策	■ 董事会派驻代表，对重大投资进行决策 ■ 设置合理的投资金额审批权限
跟踪协议条款执行情况	■
监控财务状况	■ 定期对公司进行财务和运营进行分析，分析根本原因并采取措施

第十三章 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。退出指所投资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。		

私募股权投资和尽职调查是个体力活和技术活。整个项目真正的技术含量在于三点：

- 商业和技术可行性的判断（投还是不投）

很难复制，不在本文讨论范围。

- 估值谈判的水平（划不划算）

很难复制，不在本文讨论范围。

- 规范的项目管理体系和实施水平（怎么投）

这是可复制和模仿的，这套手册的本质就是项目管理体系。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。



附录（模板、协议、附件）

- DD_02 尽职调查准备 _ 通讯邮件 _ 标准模板
- DD_03 尽职调查准备 _ 工作安排 _ 核心要素
- DD_03.1 尽职调查准备 _ 工作安排 _ 项目安排模板
- DD_04.1 尽职调查准备 _ 项目前讨论会（要点）
- DD_04.2 尽职调查准备 _ 项目前讨论会（案例1 湖州森诺）
- DD_05 尽职调查清单 _ 预尽调 _ 标准模板
- DD_06 尽职调查清单 _ 完整尽调 _ 标准模板
- DD_07 尽职调查报告 _ 写作要点、分工、命名规范
- DD_08 尽职调查报告 _ 分析工具模板（业务全景图 +财务+人员+ 估值模板）
- DD_09 投委会 _ 会议纪要（模板）
- DD_10 投委会 _ 投票（模板）
- DD_20 协议 _ 保密协议 _ 标准模板
- DD_21 协议 _ 投资意向书 _ 标准模板
- DD_22.1 协议 _ 股权增资协议
- DD_22.2 协议 _ 股权增资协议之补充协议
- DD_31 Knowledge 尽职调查 _ PE&VC 尽职调查大剖析：10个方面 55个子项一网打尽
- DD_32 Knowledge 尽职调查 _ 尽调重点与心得分享
- DD_33 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_34 Knowledge 尽职调查 _ 如何挤掉财报水分？
- DD_35 Knowledge 尽职调查 _ 完整的公司并购过程及一般操作流程
- DD_36 Knowledge 尽职调查 _ 关于估值方法以及思考框架的详细解析

DD_40 Knowledge 股权投资协议 _ 怎么签, 3 分钟看懂最关键条款
DD_50 Knowledge 投资决策 _ 复星集团判断投资价值的 5 个标准
DD_51 Knowledge 投资决策 _ 达晨创投在环保行业的投资逻辑
DD_52 Knowledge 投资决策 _ 详解清华系、安邦系、复星系的并购资本模式
DD_61 Knowledge 基本素养 _ 俞敏洪 人生需要练习 更需要内省和领悟
DD_62 Knowledge 基本素养 _ 经验刻意训练方法
DD_80 Knowledge 国家政策 _ 非上市公众公司收购管理办法
DD_81 Knowledge 国家政策 _ 非上市公众公司信息披露内容与格式准则第 5 号