

从天使到Pre-IPO：上市前各轮融资的逻辑与思路

企业的基本融资方式包括股权融资和债权融资。传统经济模式下，国内企业习惯于做债权融资，尤其是银行贷款，但经济转型的趋势之下，企业越来越需要股权融资，这不是上市公司的专属，而是每个企业都必须掌握的工具。传统融资方式已经不适应目前的产业发展趋势，一方面新兴产业初期投入大，回收风险大，而且没有成型的模式可以参考，另一方面，大部分新兴产业以轻资产行业为主，缺乏抵押物，无法只依靠债权融资，必须更多的通过股权融资来注入资金和资源。

总体上说，在IPO之前，企业要经历等数个不同的股权融资阶段，一般分为“天使轮、A轮、B轮、C轮、Pre-IPO轮”，此外还有种子轮、Pre A轮、D轮、E轮、F轮等不同轮次的说法，不同融资阶段的企业需要不同的融资逻辑，要应对不同的融资问题，要与不同的融资机构打交道，今天我们就分轮次讲一下。

首先讲一下天使轮。

一般来说天使轮阶段的项目可能还只是“蓝图”或者说概念，需要投入一定的资金才能启动，才能形成产品、找准用户。天使轮的融资额度一般介于100万到1000万人民币之间，更早一点的天使轮是“种子轮”，融资额度一般介于10万到100万人民币之间。国外所说的种子轮概念相对来说更加接近国内说的天使轮或首轮融资，因此会见到“某某创新生物医药公司获投1000万美元种子轮融资”的新闻。

天使轮的估值还主要是靠“拍脑袋”，可以参考的指标往往只有对商业模式、市场空间的预期，给出的股权比例范围也一般在15%-20%左右。由于投资金额较小，企业主要接洽的对象是天使轮投资人，天使轮投资人可以有多个也可以只有两个，且有领投和跟投的区别。大多数天使投资都是在投“人”，投团队。国内知名的天使孵化器有诸如创新工场、红杉资本等。这个阶段的风险点主要在于企业自身能否进一步发展壮大，因为投资机构在此时会“把鸡蛋放在更多的篮子里”，面撒的比较广。我曾经听很多天使投资人说，1000个种子轮项目只有2.5家能拿到C轮，能够走到IPO环节的企业更是寥寥无几。

接下来讲一下A轮。

A轮一般是指首次正式引入战略投资者的融资环节，融资额度一般在1000万到1亿人民币之间。天使轮到A轮之间还有一个Pre-A轮，对A轮融资暂时持谨慎态度、或者不想接受VC当时A轮估值的企业会首先进行Pre-A轮融资进行缓冲。Pre-A轮的融资额度一般介于500到1500万之间，比如说小黄车ofo的Pre-A轮金额就是900万，

而后的A轮融资就是2500万。但对比较成熟的企业来讲，A轮融资的金额可能会更大。以网易云音乐2016年的A轮融资为例，云音乐之前是网易100%持股，在A轮时引入持有12%-15%股权比例的战略投资者，领投机构为上海广播电视台、上海文化传播影视集团，融资金额达7.5亿，算起来A轮的估值就达到了80亿元。总体上说，A轮估值的额度既不宜高也不宜低，应以适中为宜，才方便进行之后轮次的融资。

A轮融资引入的是战略投资者，因此投资者已经不再是天使轮阶段的个人天使投资人，而主要是风险投资、创业投资公司等机构投资者。相比于天使轮，参与A轮融资的投资机构更加看重KPI作为硬性指标，比如互联网行业常说的DAU，也就是Daily Active User，日活跃用户数量，还有GMV，就是Gross Merchandise Volume，网站成交金额、用户总数等等。这个阶段的公司主要靠用户和企业的成长空间进行估值，但也不全是采用市盈率P/E法进行估值，具体要看领投机构的估值方法。

接下来讲一下B轮。

B轮时，公司的融资额度一般在2亿人民币以上。一般在这个环节，多数企业已经开始获得盈利，商业模式要相对竞品显示出可行、可持续的增长性，才有望获得投资机构的进一步投资。

B轮的投资者相对前两轮也有一定区别。企业在B轮融资环节的主要投资者大多是A轮融资者跟进融资，但是也有可能获得更加偏好风险的私募股权投资机构（PE）的青睐。

以著名的知识创业者“L”为例，L在2014年12月完成A轮融资，由启明创投领投，没有公布具体投资金额，只给出了几千万人民币的量级；在2015年10月，L对外公布B轮融资由中国文化产业基金领投，A轮的VC启明创投进行跟投，估值金额达到13.2亿人民币。

B轮投资的关注点之一在于估值的方法，有的投资机构按照市盈率P/E进行估值，有的投资机构按照单用户贡献P/MAU进行估值，有的机构按照市销率P/S进行估值。不同的估值方法背后是投资机构对企业商业模式和企业成长性的不同估价和理解，也有对市场空间前景的考虑。我国资本市场对企业的估值规则是市盈率P/E的规则，因此多数本土风投公司对企业的盈利要求也会更高，而不是更看重企业的覆盖率、成长性。考虑到上述所有的估值方法后，企业需要权衡利弊，在和VC、PE协商选取一个对企业长期发展最有利的估值方案。

B轮投资的关注点之二在于前期的估值金额。部分初创公司在A轮融资的金额过大，在B轮就无法进行进一步融资。原因一是A轮前期泡沫太大，B轮的估值无法支撑A

轮的估值，项目前景一眼望得到天花板，没有更进一步的增长空间；原因二是投资人的投资原则无非是买低卖高，如果下一轮的融资没有人跟进，就是A轮的退出通道不顺利，或者要想退出只能流血退出，结果自然只能是不欢而散。

接下来讲一下C轮。

C轮的融资额度一般在10亿人民币以上。在C轮的时候，企业的商业逻辑已经是相当清晰，对企业估值能给出的可比参照也是越来越多，比如说可以按照市场上对某一行业的市盈率、市净率的估值倍数对企业的成长空间进行估值。完成这一阶段的融资后，有的企业已经可以称为“独角兽”。比如说，链家在2017年宣布接受融创中国领投的C轮投资，融创中国以26亿元获得链家6.25%的股权，按此估算链家的C轮估值达到了416亿元。另一个近期万众瞩目的案例是支付宝的母公司蚂蚁金服，在2018年6月，蚂蚁金服宣布C轮融资落地，总金额达到140亿美元，也就是约900亿人民币。

不过，C轮融资也是有很多风险的，以至于业界有一种说法叫“C轮魔咒”。据统计，从A轮到B轮就要淘汰60%的企业，B轮到C轮又要淘汰将近70%的企业，从A轮到C轮大概存活率只有近12%，甚至概率更低。在大热概念扎堆的领域，从A轮到C轮的发展历程，就是潮水退去、投资人回归理性的过程。比如2015年上半年沸沸扬扬的智能硬件，天使轮到A轮有270家，B轮有18家，C轮仅有1家。

最后讲一下Pre-IPO轮。

从C轮开始到IPO阶段前的企业已经进入成熟期。在C轮后企业还可以视自身的融资需求和扩张需求再进行D轮到E轮再到F轮不等的融资。一般来说，能走到这个阶段的企业有的已经可以被视为“明星独角兽”，再差一步就可以IPO，鲤鱼跃龙门了。在IPO之前，还有一个融资轮次，叫Pre-IPO。

Pre-IPO轮次的投资对象是拟上市的优质项目，这一部分投资的操盘手以私募股权投资（PE）居多。此轮投资的退出通道多半是企业上市后，从公开资本市场出售股票套现退出。投资机构为了保障自身的收益，往往会采取对赌协议等方式。对赌协议通常规定倘若达不到设定的财务目标或股价目标，股东需向投资机构转让一定的股票，若达到相应目标则反之。Pre-IPO轮次的估值方法包括收益法、市场法、成本法，主要还是看收益。

Pre-IPO作为一种融资方式和私募的业务模式也有一定的风险。首先是由于这一轮次的融资会推高上市前的估值，造成炒作，上市后会因为估值偏高而收益缩水；其次，随着IPO监管趋严，监管“红线”增多，上市的不确定性极大增加。一方面是套利空间缩小，另一方面是业务空间缩小，这都对私募的退出机制造成了不小的挑

战。但从企业融资的角度，上市之前首要应当按需来决定融资轮次，才能够长久发展。

总结今天的课程，企业上市前的股权融资包括天使轮、A轮、B轮、C轮、Pre-IPO轮等不同轮次，分别要和天使投资人、风险投资、私募投资等不同的机构打交道，在选择合适的战略投资人时，还要讲究一定的估值方法和估值策略。商业模式、市场环境或者资金退出通道等因素是企业进行融资时必须加以考虑的风险。企业不必太拘泥于融资的形式，而应该根据自己的需要灵活地决定投资轮次，以谋求更好的发展。