

目 录

序一 金融演化的脚印 /001

序二 新金融风向标 /009

第一部分 中概股十年

奇虎 360：私有化的抉择 /003

聚焦阿里巴巴 IPO：喧哗与隐忧 /023

新东方：“浑水”做空保卫战 /055

第二部分 互联网金融创新

蚂蚁小贷：数字普惠金融的社会价值 /101

互联网股权融资平台：路在何方？ /129

京东众筹：众筹行业的中国视角 /172

第三部分 金融与产业的互动

通用电气：产融一体化的得与失 /201

国内首单公募房地产信托投资基金（REITs）

的创新实践 /237

滴滴 vs 神州：C2C 与 B2C 的模式之争 /259

第四部分 金融改革之镜鉴

“宝宝们”与中国利率市场化 /287

中美国债市场的两重天 /320

第一部分

中概股十年

奇虎 360：私有化的抉择

指导教授：李伟 案例作者：刘晓婷 案例截稿：2016 年 5 月

【案例主旨】 自 2015 年以来，海外上市的中概股掀起了一股私有化浪潮。奇虎 360 因在中概股中市值较高、私有化规模最大，而备受市场关注。五年前，创始人周鸿祎成功将这家公司带入了纽交所，实现在美上市；上市后，随着业绩的释放，360 的股价也一路走高，甚至一度突破了 100 美元大关的高点，成为当时中国第三大互联网公司。然而，2015 年前后，公司内部业务的转型叠加外部环境的变化，特别是国内资本市场政策不断释放利好，A 股也迎来了一波大牛市，使得奇虎 360 不得不重新审视在资本市场的战略，开始考虑私有化，回归 A 股。

【案例正文】

2015 年 6 月中旬，奇虎 360 董事长周鸿祎刚处理完与酷派手机的合作事宜，从深圳赶回北京，一下飞机，就收到了多年搭档、360 总裁齐向东发来的微信：“老周，究竟要不要私有化退市，该做个决定了。”

自登陆纽交所以来，360 近一年的股价表现让周鸿祎颇为不解。每个季度公司都拿出了亮眼的业绩单，股价却持续下滑。甚至 360 在智能硬件方面动作频频，如投资酷派、入股磊科等，但市场对这些都无动于衷，股价下跌的颓势依然没有被遏制住。美国资本市场的反应让周鸿祎感受到了阵阵寒意。

与之形成鲜明对比的是，国内资本市场的热潮涌动：A 股迎来了自 2007 年以来的大牛市，进入 6 月，股价更不断创下新高，直奔 5 000 点而去。互联网概念股更是受到市场的追捧，如暴风科技自 IPO（Initial Public Offerings，首次公开募股）以来已经拉出三十多个涨停，让一众流浪在外的中概股羡慕不已。

与此同时，政策层面也不断释放利好。6 月初，国务院总理李克强在常务会议上明确表示，推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。中概股掀起了回归浪潮，中国手游、世纪互联、人人、易居中国等多家公司相继宣布接到私有化提议。

老搭档发来的消息让周鸿祎烦躁不安。过去几个月，两人和投资顾问华兴资本的包凡已经多次会面，反复讨论公司下一步的选择，但依然没有定论。坐在回公司的车里，他不禁陷入了回忆。

赴美上市

“市场决定奇虎 360 的股价，市场决定怎样，奇虎 360 就接受它。”

——周鸿祎

周鸿祎永远记得那个阳光灿烂的日子：2011 年 3 月 30 日，奇虎

360 登陆美国纽交所。一向只着便装的他，破例穿起了西装，站在悬挂着奇虎 360 公司 logo（徽标）和五星红旗的纽交所大楼前，笑意盈盈地和团队合影留念。

那时，创建于 2005 年 9 月的奇虎 360 才不过五周岁。短短几年内，周鸿祎及团队带领奇虎 360，从早期 360 安全卫士的问世，以免费模式颠覆传统的安全市场，到其他安全产品如软件管家等的推出，继续拓展网络安全用户量，再到后来借助“网络安全平台”拓展业务线，进入浏览器、网站导航、软件下载等领域，迅速完成了用户规模的积累。

在招股说明书中，奇虎 360 这样描述自己：以用户基础来说，360 是中国排名第三的互联网公司；以终端装机量来计算，排第二位；360 还是排名第二的浏览器公司，仅次于微软；排名第一的安全方案提供商，每月有效用户超过 3.39 亿，占中国网民的渗透率为 85%。^①

上市前，曾有美国投资者对奇虎 360 的商业模式提出质疑：作为一家杀毒软件提供商，它大多数收入来自广告，这在全球都没有先例；每股盈利只有 5 美分，必须向投资者证明其盈利潜能巨大。此外，2010 年下半年的“3Q 大战”也给公司的声誉及业绩蒙上阴影。^②

但周鸿祎讲出了一个华尔街爱听的故事，在路演时将奇虎 360 自比为“中国版的 Facebook（脸书）”，并给投资人讲公司“如何先

① 《奇虎 360 成功上市的背后》，中国经营报，2011 年 4 月 3 日，参见 <http://tech.sina.com.cn/i/2011-04-03/08175366866.shtml>。

② 《奇虎 360 赴美上市》，第一财经周刊，2011 年 3 月 28 日，参见 <http://tech.sina.com.cn/i/2011-03-28/15035339920.shtml>。

做安全、满足用户安全需求，然后通过浏览器搭建上网平台、通过桌面管家等提供增值服务”。结果出乎他的意料，“很多国外投资者听明白了这个公司，并且认为是一个非常创新的公司”。^①

结果，奇虎 360 成功发行 1 210 万股美国的存托凭证，实现融资 1.75 亿美元，在 IPO 中获得了 40 倍的超额认购，并于上市首日收报 34 美元，较 14.50 美元的发行价大涨 134.5%，被称为“华尔街奇迹”。其市值达到 39.56 亿美元，超过搜狐、盛大，位列所有中概股第 6 位。按照 IPO 后的股权结构，董事长兼 CEO（首席执行官）周鸿祎的股权比例 18.46%，另一位创始人兼总裁齐向东持股比例为 10.67%。

面对上市首日股价的大涨，周鸿祎表示很淡定，称自己并不关心奇虎 360 的股价，上市只是刚刚起步，未来 5~10 年仍要努力工作。“市场决定奇虎 360 的股价，市场决定怎样，奇虎 360 就接受它。”^②同时，他认为：“上市对于奇虎来说，融资是其次，主要希望能提升品牌，招募更多优秀人才。”

鼎辉创投合伙人王功权则激动地在微博分享，“按今天股价，我们的投资赚回 2 亿美元”，5 年投资回报达到 40 倍。^③2006 年 3 月，奇虎曾进行 A 轮融资，周鸿祎本人、红杉、IDG 及鼎辉创投出资 2 000 万美元。2006 年 11 月，奇虎完成由高原资本领投，红点参与

① 《奇虎 360 纽交所上市十大引爆点》，艾瑞网，2011 年 4 月 1 日，参见 <http://column.iiresearch.cn/b/201104/339236.shtml>。

② 《周鸿祎谈股价表现：接受资本市场决定》，新浪科技，2011 年 3 月 30 日，参见 <http://tech.sina.com.cn/i/2011-03-30/23195351359.shtml>。

③ 《奇虎高管及投资人通过新浪微博分享感受》，新浪科技，2011 年 3 月 31 日，参见 <http://tech.sina.com.cn/i/2011-03-31/00115351434.shtml>。

的规模为2 500 万美元的B轮融资。A轮投资机构红杉、美国国际数据集团（CDH）、Matrix和IDGVC也参与第二轮融资。

此外，有市场人士对此进行了评论，将360的成功上市归为三大原因。一是大环境的因素。由于当时全球经济的走势不是很好，国外公司对中国“互联网+企业”这种模式很感兴趣。从2010年开始，各种国内互联网企业都出现了海外的上市潮，而纽交所和纳斯达克都非常注重企业成长性。二是行业的创新性给投资者对于未来有了一些遐想的空间，对于这个行业的业绩和盈利预期有所期待。三是奇虎360本身做到了五年盈利，有自己独到的模式，尤其是作为互联网平台拥有巨大的用户基数。^①

迎来转折

“对中概股私有化现象不理解。上市公司有较大透明度，在享受国外资本市场和股民巨大回报之外，就应该接受资本市场的考核，也应该承担市值的上下波动。”

——周鸿祎

让周鸿祎印象深刻的是上市后的几年，360可谓享尽了无限风光：随着用户规模的巩固，广告收入和增值服务的盈利逐步释放，2011—2013年公司营收和利润一直保持近100%的增速，股价也一路上涨，一度甚至冲破了100美元的高点，成为当时中国第三大互联网公司。

^① 《奇虎360美国上市颠覆模式的融资神话》，央广经济之声，2011年3月31日，参见http://news.xinhuanet.com/2011-03/31/c_121253263.html。

其间，尽管出现了中概股做空危机，不少中概股受到影响纷纷启动私有化战略，360 也遭遇了做空机构香橼的六次攻击，但周鸿祎并未动摇在美上市。他曾在公开场合表示，“对中概股私有化现象不理解”，他认为，“上市公司有较大透明度，在享受国外资本市场和股民巨大回报之外，就应该接受资本市场的考核，也应该承担市值的上下波动”。他甚至强调，“奇虎 360 将会坚持上市之路”。^①

然而，转折发生在 2014 年。2014 年第一季度财报发布后，360 的业绩与股价似乎陷入了一种怪圈：每个季度公司都拿出了亮丽的财报，但股价在冲起来后却呈现出下跌的趋势（见图 1-1）。进入 2015 年，360 股价依旧没有摆脱颓势，继 2014 年年报公布后，当天即下跌 5%。截至 2015 年 5 月底，奇虎 360 的市值缩水至 64 亿美元，还不到过去市值高点的一半。



图 1-1 奇虎 360 上市以来的股价表现

资料来源：长江商学院案例中心

^① 《市值仅为高峰时一半 奇虎 360 不满被低估启动私有化》，一财网，2015 年 6 月 17 日，参见 <http://www.yicai.com/news/4633655.html>。

周鸿祎不得不重新审视奇虎 360 面临的内外环境变化。

公司业务转型

伴随着移动互联网的浪潮，有着“TABLE”^①之称的互联网巨头腾讯、阿里、百度以及小米都在原有的业务基础上，不断扩大业务边界，布局生态链，其市值也节节攀升；相比之下，奇虎 360 却略显落后，估值不断下滑，存在出局风险。

尽管传统业务流量不断变现，但在其 PC（个人计算机）端的人口红利日益减弱，且在移动领域受到竞争对手威胁的背景下，仍难以获得资本市场认可。有数据显示，360 基于 PC 的产品和服务的月度活跃用户总人数增长趋缓，而在移动安全和搜索引擎等领域，猎豹、百度、腾讯、搜狗等竞争对手纷纷发力。

内外压力下，360 谋求业务转型，进行几大方向的探索：

一是企业安全。早在 2013 年 9 月，360 就开始进军企业级安全业务，并公布了“360 天擎、360 天眼、360 天机”三款企业级产品。有数据显示，相比个人安全 20 亿元的市场，企业级安全市场超过 200 亿元，360 在这一领域面临的发展空间巨大。^②然而，由于个人用户和企业用户是完全不同的两个市场，在免费策略难以直接复制到企业用户的情况下，如何拓展企业用户成为市场颇为关注的焦点。

二是智能硬件。过去一年，360 不仅宣布与酷派成立战略联盟，

^① T 是腾讯（Tencent），A 是阿里巴巴（Alibaba），B 是百度（Baidu），L 是雷军系（即金山小米系），E 是周鸿祎系（即 360 系）。

^② 《企业安全：奇虎 360 的业绩新增长点》，中国日报网，2014 年 9 月 1 日，参见 <http://www.rmlt.com.cn/2014/0901/313359.shtml>。

成立奇酷科技进军手机业，向市场推出奇酷和大神两个手机品牌，还推出了儿童智能手表、路由器、智能摄像机、行车记录仪等一系列创新智能硬件产品，成为相关市场的领军者。虽然周鸿祎对这块业务寄予厚望，但市场却并不看好，特别是智能手机，在国内已然一片红海之际，360 作为后来者，在大家看来，并没有显著优势。

三是互联网服务。为了寻找新的业务增长点，同 BAT [中国互联网公司百度公司（Baidu）、阿里巴巴集团（Alibaba）、腾讯公司（Tencent）三大互联网公司英文名的首字母缩写] 一样，360 也在游戏、影视、医疗、传媒等多领域布局，推出相关的互联网服务。

周鸿祎希望，面对万物互联时代，围绕“安全”，把 360 打造为一个集“硬件 + 软件 + 互联网（核心应用）”于一体的公司。

传统业务			新兴业务		
核心安全层 入口端 服务层	PC端	移动端	企业安全	智能硬件	互联网服务
	360安全卫士 360杀毒软件	360移动安全软件	360天擎 360天眼 360天机	奇酷手机 儿童智能手表 安全路由器 行车记录仪 智能摄像机	互联网金融 360游戏 360医疗 360传媒 360影视
	安全浏览器 极速浏览器 安全桌面	360手机助手 360手机桌面 手机浏览器			
	360导航 360商城	360游戏中心 360影视 好搜 360旅行游			

图 1-2 奇虎 360 业务布局

资料来源：由长江商学院案例中心制作

中美估值差异

自 2014 年下半年以来，A 股与美股的涨幅形成了鲜明对比。到 2015 年 5 月底，A 股上证综指、中小板指和创业板指涨幅分别达到了 125%、150% 和 176%，而美股纳斯达克指数的涨幅仅为 13.7%，代表中概股的 HXC 金龙指数涨幅也只有 8.3%，大幅跑输 A 股中小板和创业板指数。与此同时，两个市场的估值差距也越发显著。A 股主板、中小板和创业板的市盈率分别达到了 20 倍、82 倍和 141 倍，而纽交所和纳斯达克的市盈率分别只有 7 倍和 21 倍，在美中概股的市盈率也仅为 21 倍。

这种差异也体现在个股上。作为国内网络安全行业龙头，奇虎 360 近两年都交出了亮丽的成绩单，但市盈率基本停留在 30~40 倍。而在 A 股，同样以信息安全为主营业务的公司启明星辰，过去几个月，股价从 20 元直接蹿到了上市以来的最高点 73.1 元，市盈率高达 200 多倍。此外，奇虎 360 的估值与 A 股较为纯正的互联网公司、创业板龙头亦不可同日而语。2015 年 5 月底，乐视网市盈率达到 335 倍；暴风科技更是刷新了纪录，高达近 900 倍。

事实上，不只是奇虎 360，中概股各行业在美国的估值均普遍低于 A 股，其中最典型的是游戏行业。根据易观统计的数据，截至 2014 年第四季度，中国手游占国内手游市场份额的 20.1%，位列第一，昆仑游戏以 10.3% 的市场占有率位居第四。但是，国内上市的昆仑万维市值达到了 437 亿元（约 67 亿美元），而海外上市的中国手游估值仅约为 6.2 亿美元。^① 盛大网络 CEO 陈天桥直言，“华尔街

^① 数据截至 2015 年 5 月底。

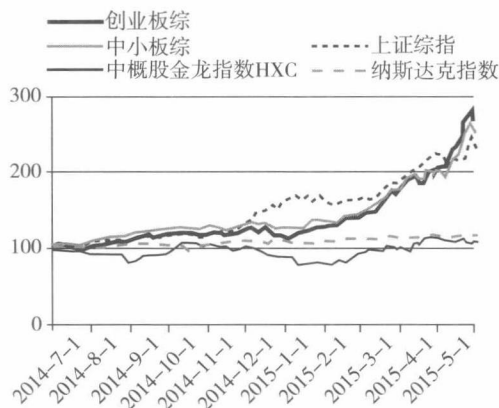


图 1-3 2014 年以来 A 股与美股市场表现

注：2014.7.1 = 100 数据截至 2015.5.31。

资料来源：Wind、Bloomberg

不懂中国游戏”。^①

再如影视行业。作为中国民营电影行业五强之一，博纳影业在美国市场的估值为 7.77 亿美元（约 50 亿元），而 A 股同类企业华谊兄弟和光线传媒的估值分别在 524 亿元人民币和 478 亿元人民币。^②选择私有化退市后，博纳影业董事长于冬曾发出这样的疑问：“我问过王长田，也问过王中磊，博纳和华谊、光线的差距真的能有十几倍吗？”^③

同样，在周鸿祎看来，与 A 股互联网公司（如暴风科技、乐视）相比，奇虎 360 的股价被打打了双重折扣：第一重折扣是美国资

① 《“华尔街不懂中国游戏”，完美世界只好退而求 A 股》，钛媒体，2015 年 4 月 28 日，参见 <http://money.163.com/15/0428/09/A09DOMFR00253B0H.html>。

② 数据截至 2015 年 5 月底。

③ 《博纳私有化背后的“海归路”》，国际金融报，2016 年 4 月 18 日，参见 <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-04-18/doc-ifxriqv6107845.shtml>。

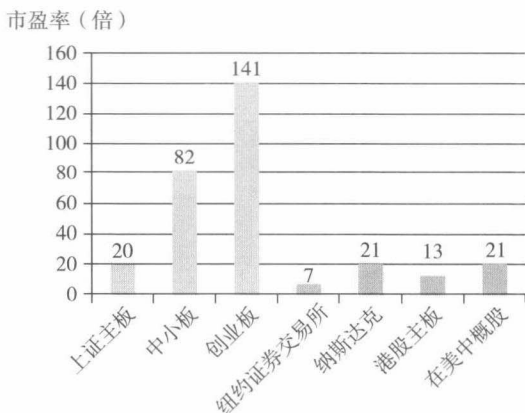


图 1-4 中美市场估值对比

注：市盈率取 2015 年 5 月底数据。

资料来源：Wind

本市场对中国互联网的不了解，特别是对奇虎 360 这种“入口”生意的不了解；第二重折扣是中国资本市场与美国资本市场的估值差异。^①

资本市场变化

迄今为止，中国互联网企业曾出现过几次大的境外上市浪潮：第一轮是 1999—2000 年，新浪、搜狐、网易等门户掀起上市高峰；第二轮是 2003—2004 年，携程、腾讯、盛大、金融界、前程无忧等纷纷上市；第三轮是 2007 年，以阿里巴巴（港交所）、巨人等为上市代表；第四轮是 2010—2011 年，由当当网、优酷、奇虎 360、人人网、网秦、世纪佳缘引领；第五轮则以 2014 年互联网巨头京东、阿里巴巴

^① 《中概股谋归》，21 世纪经济报道，2015 年 6 月 19 日，参见 http://m.21jingji.com/article/20150619/031983eeef0feb79aa849ba76ecac83d_baidunews.html。

为代表，达到了海外上市高潮。

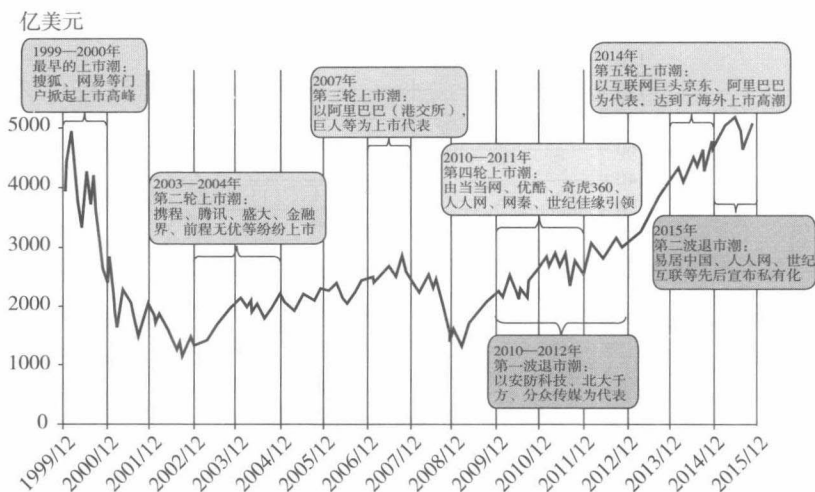


图 1-5 中概股的上市潮和退市潮

资料来源：长江商学院案例中心

对于国内互联网企业上市为何涌向美国这一问题，普遍认为的是由当时的历史原因造成的。20 世纪 90 年代，中国的资本市场以核准制为主导，具有硬性的上市门槛和审核标准，而互联网企业基本没有盈利，很难在国内实现上市。而美国市场则不同，不仅上市门槛低、没有营利性要求，而且资本市场制度完善，上市速度快，为国内互联网企业打开了上市的便捷之门。

与此同时，纽交所和纳斯达克对于互联网高科技类公司有着较好的扶持，能给出较高的定价，也吸引着众多中国互联网公司前赴后继。以至于多年来，国内不少创始人都将美国资本市场视为中国互联网最向往的地方，产生了海外上市情结。此外，很多中国的互联网企业在创立早期就有海外资本背景，所以它们自身的管理结构，

就已经在为海外上市做准备。

然而，自 2010 年以来，随着做空危机的爆发，中概股在美国的处境开始恶化。以浑水和香橼为代表的做空机构，先是针对中概股的财务造假，展开了一系列猎杀，部分公司如东方纸业、绿诺科技、中国高速频道等频频遭到狙击；之后，由支付宝引发的 VIE（Viable Interest Entity，可变利益实体）事件，又引起了美国投资者对 VIE 结构风险的担忧，做空机构借此又对新东方等公司展开第二轮狙击。不少中概股因此损失严重，市值缩水，盛大网络、分众传媒、北大千方等公司纷纷选择私有化方式从美国市场退出，掀起了中概股第一波私有化退市浪潮。

而与此同时，国内的资本市场环境却逐渐向好，多层次资本市场体系的建立，市场制度尤其是针对新兴产业的相关制度进一步优化，为中概股的回归创造了有利条件。近几年，新三板推出后，较低的门槛吸纳了大量国内企业挂牌，对转板制度的预期也强化了企业在国内的上市选择。同时，上交所和深交所也做出了积极变革，分别提出建立战略新兴板和创业板放松条件的方案，支持未盈利的互联网企业在 A 股市场发行上市。尤其是战略新兴板，根据上交所副总经理刘世安的阐述：“战略新兴板上市门槛降低，为海外中国上市企业打开了回归通道，这对于资本市场承接中概股提供了制度安排。”^① 此外，注册制的临近，无疑也是重大利好。2015 年两会期间，中国证监会主席肖钢明确表示，推进注册制改革条件已具备，新《证券法》

^① 《战略新兴板提速 中概股回归或将加快》，中国经营网，2015 年 8 月 24 日，参见 http://www.cb.com.cn/finance/2015_0824/1147673.html。