

精装·双色



廖理

清华大学五道口金融学院常务副院长、金融学教授、博士生导师

洪锴

凯盛集团CEO

张锐

春雨医生创始人

郭慧中 (Joy Guo)

旅美天使投资人、慈善家、创业者

王浚海

掌上药店联合创始人

刘波

华康·移动医疗创始人

周钺

北京益体康科技创始人

张江

平安创投总经理

联合推荐

估值就是讲故事

创业融资与投资

Dr.2◎著

Valuation

A Legendary Story

一本投资和创业的入门指导书
在风趣交流中了解神秘的估值理论



机械工业出版社
China Machine Press

估值就是讲故事

创业融资与投资

Valuation
A Legendary Story

Dr.2◎著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

估值就是讲故事：创业融资与投资 / Dr.2 著. —北京：机械工业出版社，2015.7

ISBN 978-7-111-51023-9

I. 估… II. D… III. 企业融资—研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 175758 号

估值就是讲故事：创业融资与投资

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：卜龙祥

责任校对：董纪丽

印 刷：北京诚信伟业印刷有限公司

版 次：2015 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

开 本：147mm×210mm 1/32

印 张：6.375

书 号：ISBN 978-7-111-51023-9

定 价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版 本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

作为移动医疗的创业者，Dr.2 的观念对我的影响是最深刻、最有价值的，没有之一。无论是投资者还是创业者，建议一定要读这本书！

——华康·移动医疗创始人 刘波

我从事硬件领域的创业快 8 年了，之前一直信奉企业需要滚动发展，控制风险。Dr.2 的书开拓了我的思路，原来做企业的方法有很多种，不必拘泥于形式，因为条条大路通罗马，而每个人都可以根据自己的基础，寻找适合自己的方向！

——北京益体康科技创始人 周钜

估值是一个复杂的问题，尤其对于创业公司，这是一个“艺术”与“科学”的平衡。各人理解不同、立场不一，对一个企业价值的评估结果也自然千差万别。我认为，该书除了比较技术性的各种估值方法外，更有价值的是深入剖析各方在估值时的立场、方法和不同的关注点，有利于创业者与投资机构换位思考，更好地共同面对创业的风险。本书通俗易懂的语言、生动接地气

的案例，是这个领域难得的、系统性的干货分享。

平安创投总经理 张江

《估值就是讲故事》清晰、系统地阐述了投资机构对企业的估值方法，综合了理论和实战多方面因素，并举了很多生动的案例，是一本不可多得的入门书。本书作者非常重视实践和调查研究，书中讲述的很多案例、总结的很多方法论，是坐在房间里无法“研究”出来的，作者将复杂的估值过程总结得朴实、易懂，并不乏深刻的见解，能够看出这一切都来自作者 Dr.2 的认真负责、深度的调查研究和实践。此外，全书行文轻松风趣，让读者可以保持极高的阅读兴趣。在本书中几乎看不到传统金融学著作的风格，没有无趣、难懂的概念，更没有说教，而是用叙述、案例取代推演，用事实取代纸上谈兵。阅读全书，犹如在听作者讲故事，在轻松风趣的交流中便了解了深刻的、神秘的融资估值的理论和道理。

掌上药店联合创始人 王浚海

投资机构对企业的估值，是一个困难而且主观的过程。一个企业或者一个投资项目究竟值多少钱，投资是赚了还是亏了？投资者或者创业者该用哪些指标、工具去评判和衡量？

高成长性企业在进行融资时，通常会这样预测：比较长的一段时期将不得不面对负向现金流，业务情况具有高度不确定性，但预期未来回报十分诱人。抛开纷繁芜杂的各种表象不谈，不论何种项目，它未来回报的正向现金流是所有估值假定的基础。

本书讨论了一些常见的估值方法，还有一些天马行空的方法，主要供高成长性企业在进行融资谈判时，与投资机构进行换位思考。因为谈到估值，我们一定不要忘记两个核心的问题：为什么估值？谁来估值？我举一个实例来说明，目前最常见的一种模式是：初创企业拟出让一定比例的股份来进行融资，这样就要有一个估值的过程，然后双方谈判、博弈、妥协，最后达成一致。

但是这跟我们平常的买卖关系——一手交钱一手交货——还是大不一样的。因为付钱买货时，双方还是对立的主体，交割结

束各取所需，所以买方会尽力压价，卖方想努力抬价。不过初创企业融资的时候，谈判的时候看似对立，但是最终达成协议后，两者却又变成了一个战壕的战友，共同面对市场的风险。因此，还有一件事我希望强调，很多投资人尤其是初入行的新手，喜欢拼命压价，觉得拟投资 1 000 万元的项目我谈到了 300 万元对价，并且股份不变，我就大获全胜了。

实则不然，要知道项目运行所需资金有一个客观规律，非常可能你拼命压价后所付出的 300 万元根本不足以支撑该项目，如果创业者处于弱势地位被迫接受，最终很有可能压价使它真的变成了“风险”投资，结果反而是双输！最近大家可能熟知一个故事，今日资本的徐新老师在投资京东时，刘强东当时只想要数百万美元，可是徐新经过评估对刘说：“这项目开展起来怎么够，先给你 1 000 万美元，后期再追加。”事实上，最后看起来似乎很傻的投资者才是真正的大赢家，故事的结局大家已经知道。

由此读者对投融资的估值要有一个更深的认识，所有的行为，核心还是为了企业成长，创造全体股东的价值，创业者和投资方在这点上是一致的。那么反过来，总有一些创业者对自己的东西看得十分了不起，三句话一说，就估值上亿元，恨不得只出让 1% 的股权，就换来大把现金，然后还觉得被人占了便宜。要知道，当投资人注入资金的时候，我们要怀着感恩的心，因为即使你未来挣 100 亿元又怎么样，如果没有早期的支持，你多半已经湮没于人群之中了。因此，创业者在设计对价的时候，不能是

让人挣了 20% 就心疼不已，一定要让投资人有利可图，并且留有足够的弹性才行，至少应有几倍的上升空间。所以，无论是投资人还是创业者，斤斤计较的同学都只能做小事，我们应该目光长远。正所谓任何方法得到的估值也只是一个参考而已，一切以成交为准。

创业是一件“九死一生”的事情，我们都要有买定离手的契约精神，完成了估值及后面的投融资交割，只是企业生命周期的一部分而已，努力向前走，而不是还在纠结既往，患得患失。事后诸葛亮是毫无意义的，要时刻记住，在那个时候我们做的决定，是那个时候对我们最适合的！

本书根据我们团队多年来负责投资 / 收购项目评估以及实施的经验，结合对新经济模式的学习和分析，采用一个个虚拟的连载故事进行类比与演绎的办法，这样可以不那么枯燥，让读者有一种代入的感觉，深入思考。希望既注重学术性也兼具可读性，但是还要交代清楚各种公式的由来和推导过程。虽然是故事的形式，其实每一个故事都有现实中的原型在，而每一篇都试图阐述一个问题。既可以通读，也可以各自独立，作为案例检索。

撰写本书，尝试对估值这个复杂的问题进行讨论，抛砖引玉。本书中的系列文章最初在经过数月的网络连载后，有大批读者发来了宝贵的意见和建议，并且指出了一些错误的地方，鞭策我们更加深入地去学习和考证，在此我深表谢意。这也是一种全新写作方式的尝试，类似众筹思想一样，我们也得到了企业界和

学术界很多名家的指导。因此，我们在本书正式出版时做了大量的修订，并且有从未发表过的、专为本书出版而全新撰写的最后几章，希望可以将书中很多的方法串联起来，融会贯通，力图使内容和逻辑架构完整。

本系列连载的过程中，发生了很多有趣的故事，这也记录了我的心路历程和学习过程，所以本次出版大致还是按照原来的顺序编排，对其中有些看似矛盾的观点，如商誉和计提等，后来我撰写了新的文章来进行说明。

本书可以作为部分新手的入门读物，但是还有很多不够严谨的地方，也许还有错误之处，望不吝批评指正。在成书的过程中，我们得到了清华大学廖理教授的指导、36Kr 全体同仁的支持、《中国会计报》水原老师的指正、MediCool 医库公司的同事，特别是我的秘书们默默的奉献，特别还有机械工业出版社华章公司各位编辑的辛勤付出、校订排版，在此一并感谢！

Dr.2

2015 年 5 月

赞 誉

自 序

投资机构对企业的估值，是一个困难而且主观的过程。一个企业或者一个投资项目究竟值多少钱？投资是赚了还是亏了？投资者或者创业者该用哪些指标、工具去评判和衡量？高成长性企业在进行融资时，通常会这样预测：企业在比较长的一段时期内将不得不面对负向现金流，业务情况具有高度不确定性，但预期未来回报十分诱人。

第1章

高成长性企业估值的几个方法

本章讨论了各种估值方法，主要供高成长性企业在进行融资谈判时与投资机构进行换位思考。在私募股权投资中，使用的主要方法有：风险收益法、比较法、净现值法、调整后现值法和期权分析估值法。

风险收益法	006
比较法	011
净现值法	016
调整后现值法	022
期权分析估值法	026

第2章

估值，动态博弈的过程

估值绝不像做数学题那么简单，如果只是算一算就能解决问题，那投资就和种白菜差不多了。经过前面几个实例的探讨，大家发现：每次计算出一个数值，我们都会进行修正，实际上数学模型的意义，是为了给我们一个大概的估值区间，而投资是一个动态博弈的过程，有感觉的成分，也有耐心、运气、胆量和勇气的成分，还要和人性的贪婪、恐惧……

全或无	036
行业估值法	040
博弈估值法	047
重置法	050
影响力估值法	054

第3章

企业估值理论的科普、模型和计算

“面朝大海、春暖花开”是每一个创业小伙伴心中对成功的渴望。在经历了那些看似“天马行空”和“匪夷所思”的不同估值方法后，仍然有许多刚刚入行的热血青年以及不少没毕业或者刚毕业的孩子对大量基本概念一无所知，而基本功是非常重要的，因为创业并不只是头脑发热。激情是必备的，可是鲁莽并不是美德。对于创业者来说……

产业资本与 VC/PE 不同的投资思维	060
独立估值与协同估值	065
收购一定创造价值吗	070

周期性行业的估值	074
加权概率情景分析法	080

第4章 一些没有标准答案的问题

庄子曰：“吾生也有涯，而知也无涯，以有涯随无涯，殆已。”单纯地以财务和现金流来对公司估值也有非常大的局限性。本章我们将讨论一些非常深入的……

市值管理法的理论	086
市值管理法的实战	092
企业家精神	096
控制权溢价	101
有趣的倍数	106

第5章 昔时因，今日意

《左传》有云：“人谁无过？过而能改，善莫大焉。”再次修订之前文章的时候，Dr.2 发现了几个表述不清的地方，比如无形资产和商誉是既有联系又有区别的概念，并且中美会计准则对它们的计算方法是大不一样的……

商誉	116
再议控制权溢价	121
团队价值的量化评估	126
融资致死	135
估值的生命周期	141

第6章

风险资本的血性魅力

前面我们讲的都是企业的估值。最后我们讲的是投资机构自己也是要被估值的，以及在企业 and 投资方之间一些双向交互的东西。其实风险资本只能算得上一个很小的资产类别，但是魅力无限，无论是在市场上，还是在新闻里，都被炒得沸沸扬扬，这主要得益于其对创新产业的巨大影响。风投资本真有那么大的魅力吗？这和人性有关，平淡的日子过久了，总想找点刺激。LP 也是一样，LP 就是为了这一点血性的刺激来玩风险投资。就如繁华宽阔的购物大街上的一条暗巷，有点神秘，有点诱人。大多数人不知道进去会怎么样，但又欲罢不能。

VC 的江湖地位	152
私募基金是怎样炼成的	158
普通股和优先股	163
股权收购还是资产收购	168
对初创企业估值的一些问题	172

第7章

有趣的估值故事

很多人，尤其是商学院的学生会觉得，学习估值是一个非常枯燥、烦琐的过程，因为估值公式由各种数学模型和推导演算构成。但其实除了公式之外，我们还可以利用一些天马行空的故事和类比，让估值的学习变得有趣，具备可操作性，并且充满了娱乐精神。同时 Dr.2 对很多故事已经进行了改编，这是为了适合文中的主题……

故事 1：量子力学的启示	181
故事 2：医学科学带来的启示	185
故事 3：三个护身符	187

如果一提到企业估值，就蹦出些投资回报率、数据模型、GP、LP 等抽象概念，对初学者而言就很费解，很容易打消他们对投资估值的兴趣。我们尝试着以讲故事的形式，把抽象复杂的概念和知识融入进去，希望初学者理解起来更加轻松、直接，以便你更迅速地理解创业者应该知道的估值问题。估值其实也可以像讲故事一样有趣，于是我们先从一个经典的故事开讲。

从前有座山，山里有座庙，庙里有个老和尚和小和尚。有一天，老和尚为了启发小和尚悟道，给了他一块很大很好看的石头，并让他分别去菜场、珠宝市场和寺庙门口去试着卖掉它，但是不管谁来问价，都伸出一根手指。小和尚拿着这块石头正欲出门，老和尚又补充强调说：“不论谁出多少钱，不要真卖掉它，注意观察，多问一些人，然后回来告诉我。”

于是小和尚首先去了菜场，对着菜场的人伸出了一根手指头。在菜市场，许多人看着石头想：可以把它当作腌咸菜的“压缸石”，还不错嘛！于是他们出了价，10 块钱。小和尚没有卖，

回来跟老和尚说：“它能卖 10 块钱。”

接着小和尚又拿着这块石头去了珠宝市场，也同样伸出了一根手指头。结果珠宝市场的人，左看右看，似乎看出端倪，他们竟然乐意出 1 万块钱来买这块石头，听到小和尚不愿意真的卖掉的时候，珠宝商们开始竞相抬高价格——他们最后出到了 10 万，希望能够买到这块石头。想到老和尚的忠告，小和尚还是没卖，回来跟老和尚说：“珠宝市场的人愿意出 1 万以上，甚至 10 万来买它。”

最后，小和尚又拿着这块石头来到了寺庙门口，也同样伸出了一根手指。结果寺庙门口的人都对这块石头非常尊敬，听过简介后，他们觉得这块石头是经过大师开过光的灵石，可以镇宅辟邪。很多人还表示，小和尚觉得这石头应该是多少价格，他们就愿意出多少钱买下来，并好好供奉它。小和尚依旧没有卖掉石头，回来后跟他老和尚说：“寺庙门口的人说，不管我出多少价格，他们都买！”

老和尚摸摸小和尚的头对他说：“其实我只是想让你明白，石头还是那个石头，没有改变，变得是人心！”

用“小和尚卖石头”的故事来引出估值的特点

一个物品的价格，除了物品本身的价值之外，还要看销售者的能力和购买者的判断。在“小和尚卖石头”的故事中，出现了三个主要的构成部分。

（1）被售卖的物品：“石头”。在投资估值中，这块石头就相当于估值的标的物——某个需求融资的项目，或者被收购/并购的企业。

这里的“石头”（喻指项目或企业）有以下两个特点。

- “石头”的概念比较朦胧，有时候并不仅仅是指实际的现金价值，还包括其他的价值，具有想象空间。石头既可以作为压缸石，可能还是珠宝原石，或者是开过光的石头，有了特殊意义。
- 估值的标的物是需要有“一定大小”的，因而在故事中，石头是“很大很漂亮的”，而不是“小而灰扑扑的”。这里的大小也可比作价值，也就是说物品并不能完全没有价值，比如，街边的手机贴膜小摊或者学校门口的麻辣烫店都谈不上估值。

（2）小和尚。在投资估值中，小和尚就相当于项目领军者、企业家，换个词来说，我们把他称为“操盘者”。

如果小和尚在菜场就将石头卖掉，那他只能获得10块钱。如果他在珠宝市场将石头卖掉，那他能获得1万块到10万块左右。如果他在寺庙门口遇到虔诚的信徒，那石头又可能变成无价之宝。对于企业家来说，控制住自己，保持冷静，是非常重要的。

什么是企业家？企业家就是率领团队的领导者，但是他的主要工作是，站在树上向外面瞭望，并且他向团队指挥“大家