

A panoramic view of the Shanghai skyline at sunset. The Oriental Pearl Tower is prominent on the left, and the Jin Mao Tower is on the right. The city lights are visible, and the sky is a mix of orange, red, and purple.

私募股权基金

——中国**30**个成功运作的案例

主编 © 段新生



中国金融出版社

私募股权基金

——中国 30 个成功运作的案例

主编 段新生



中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

私募股权基金——中国 30 个成功运作的案例（Simu Guquan Jijin——Zhongguo 30ge Chenggong Yunzuo de Anli）/段新生主编．—北京：中国金融出版社，2012.9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6511 - 0

I. ①私… II. ①段… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. ①F279.23②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 167329 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 15

字数 280 千

版次 2012 年 9 月第 1 版

印次 2012 年 9 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6511 - 0/F. 6071

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

近年来，我国私募股权投资取得了巨大发展，私募股权基金也不再是一个鲜为人知的术语。然而，由于私募股权基金的运作还仅仅是少数一些机构和一些投行精英的专利，因此，绝大部分人对此缺乏了解，即便是从事经济业务，甚至是从事金融、管理工作的人对此也是知之甚少。

本书精选了 30 个成功运作的私募股权投资的案例以帮助那些欲了解私募股权基金运作的人学习。本书的案例涵盖了高盛、IDG、华平等国际上知名的 PE 机构，当然也包括像弘毅、鼎晖、达晨等近年来成长起来的本土新军。

本书案例的选择一般局限于近年来中国发生的私募股权投资的成功案例。题材可以是投资机构的介绍，也可以是单个投资案例的讨论。对于投资机构的介绍，要求此机构有成功退出的案例和独特的运作特点；对于单个投资案例的讨论，要求有投资和退出细节的介绍和为什么选择此投资对象以及投资对双方带来的影响等的分析。为便于教学和讨论，每个案例还配有思考题。

通过这些案例的学习，读者可以体会到私募股权投资人的胆识、谋略和远见卓识，了解到私募股权投资从挑选被投资企业，到为被投资企业提供增值服务以及最终退出获得收益的运作全过程，也可以领略到私募股权投资对企业发展以及中国经济发展的巨大推动作用。

感谢本书案例所涉及的部分 PE 机构的大力支持和鼎力相助。没有他们的支持和帮助，本书的案例不可能如此生动。感谢选修我的私募股权基金课程的研究生同学们，他们的参与讨论为本书的出版奠定了基础。

段新生

2012 年 6 月于北京

目 录

3i 投资小肥羊	1
PE 对携程的“多轮投资”	7
达晨创投的成功之路	17
达晨创投投资同洲电子	23
达晨创投造就“中国公关第一股”	30
摩根士丹利 VS 永乐电器之对赌协议	39
大摩塑造中国山水	46
德同资本	55
鼎晖投资吴尚志：一日 PE 终身 PE	64
鼎晖投资百丽国际	71
鼎晖投资航美传媒	78
东方富海投资广田装饰	84
风投打造的速达	89
风投助推金蝶发展	96
弘毅投资并购中国玻璃	103
弘毅投资石药集团	112
先声药业红筹上市 弘毅投资高调退出	119
华平对国美的夹层投资	130
华睿投资“潜入”茂硕电源	137
九鼎牵手吉峰农机	145
摩根、鼎晖以及英联对蒙牛的联合投资	152
青云创投投资赛维	158
深创投的螺旋式发展	165

深创投投资远望谷	177
软银赛富	
——亚洲最赚钱的私募股权基金	185
软银赛富投资完美时空	194
盛大网络的 MBO	201
盛桥资本投资湖南商业巨头家润多	208
新桥入主深发展	217
低调的实践者：新天域资本	223

3i 投资小肥羊^①

2006 年，3i 集团携手普凯基金共同出资 2 500 万美元投资小肥羊集团有限公司，成为国际私募股权基金对我国餐饮企业的首例投资。随后，餐饮业成为资本聚集的新热点。继小肥羊之后，重庆小天鹅火锅、一茶一座、真功夫、俏江南、巴贝拉等餐饮企业纷纷引入风险投资。可以说 3i 携手普凯投资小肥羊，引领了风险投资和私募股权投资追逐国内连锁餐饮企业的热潮，对于中国餐饮业的发展具有特殊的意义，因此，这一案例也被评为“2006 年 VC/PE 界最佳三项投资案例”之一。

一、3i 与普凯

3i 是世界领先的私募股权投资公司之一。1945 年 3i 在伦敦成立，是伦敦证券交易所上市的 100 强（FTSE）的私募股权投资公司；其业务范围包括亚洲、美国和欧洲的成长投资、收购投资、基础设施建设的私募股权投资。3i 拥有独特的国际网络，提供首屈一指的覆盖范围、业内经验和关系资源，为企业带来价值。自 2001 年以来，3i 已在大中华区陆续设立机构，目前在北京设有办事处。对小肥羊的投资是 3i 众多较成功投资之一。

普凯投资基金是专注于投资中国内地的外资私募股权投资公司，目前管理投资制造业、消费服务和清洁能源行业的普凯二期基金和投资房地产开发项目的普凯三期基金。普凯投资基金由来自中国及西方的专业人士组建而成，团队拥有丰富的经验、深入的行业知识、实际的运营及金融专业知识。普凯二期基金为成长型基金，通常以纯股权或可转化债券的形式进行投资，单笔投资额一般介于 1 000 万~2 500 万美元，投资后担任被投公司的董事会董事，并为公司价值提升发挥积极协助作用。普凯三期房地产基金单笔投资额通常在 3 000 万美元左右。此次对小肥羊的投资是普凯与 3i 集团携手合作的一次成功之举。

二、小肥羊

内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司（以下简称小肥羊）1999 年 8 月诞生于内

^① 本案例由段新生编写。

蒙古包头市，以经营小肥羊特色火锅及特许经营为主业，兼营小肥羊调味品及专用肉制品的研发、加工及销售。

目前，小肥羊公司已经发展成为拥有一个调味品基地、两个肉业基地、一个物流配送中心、一个外销机构、国内十五大餐饮市场区域、国际三大餐饮市场区域的大型跨国餐饮连锁企业。

截至 2010 年 1 月 31 日，公司拥有 431 家连锁店，其中包括 157 间自营餐厅及 274 间特许经营餐厅。

小肥羊的产业模式，不仅支撑了小肥羊餐厅运营和食品销售，而且拉动了内蒙古农牧业产业结构升级。企业的发展聚结了股东、员工、股民、农牧民、加盟商等各个环节的利益链条，并持续为之创造价值。公司现拥有员工 6 万多人，直接带动各地相关产业就业人数达 24 万人，带动 20 多万农牧民增收致富。

从“中餐百强企业”、“中国企业 500 强”再到新加坡特许经营与授权组织（FLA）授予的“年度国际特许经营大奖”、“25 大典范品牌”，小肥羊用十余年的耕耘，取得了令人欣慰的成就，也为中餐标准化、品牌化、国际化探索树立了典型。

2004 年 6 月，香港铜锣湾店隆重开业，小肥羊连锁店的国际化之路也拉开了帷幕。随着香港店面的成功设立，公司于 2005 年加快了国际化的进程，在稳固国内市场的同时，大力拓展国际市场。目前，小肥羊的海外店面共有 20 多家，其中，加拿大、美国、日本、印度尼西亚、阿联酋、中国香港、中国澳门等都有分店。

三、投资细节

面对这样一家发展如此之快的企业，国际私募股权投资家当然不会错过这样一个投资的好机会。

2005 年底，3i 全球执行董事 Chris Rowlands 被同事拽到香港铜锣湾的小肥羊火锅店，见到了一片热火朝天的景象和长长等候的队伍。他尝试了辣锅，味道很棒，说：“这么好的业务，我们怎么不参与其中呢？”2006 年 7 月，3i 联合普凯分别向小肥羊注资 2 000 万美元和 500 万美元，获得了可赎回可换股债权。2008 年 5 月，小肥羊向两者分别配售 172 751 688 股和 43 187 922 股。按此前的出资额计算，每股实际投资成本仅为 0.897 港元。

3i 携手普凯对小肥羊的投资可以说与 3i 的中国战略分不开。事实上，3i 早已把亚洲发展的重点放在了在中国。他们认为：中国经济的增长非常快，市场规模对 3i 有很大的吸引力，中国经济对于全球经济的影响也不容忽视。同时，3i 在欧美的投资经验以及网络关系对中国企业的发展也有很大的助推作用。因此，对于在中国的投资 3i 抱有很大的耐心，一直在等待并寻求这样的机会。

对于被投资企业的选择，3i 一直非常谨慎，3i 认为：被投资企业应该处在快速增长的行业并且应是行业的领头羊，被投资企业的管理层还要有丰富的经验与很好的业绩。经过考察，小肥羊完全具备这样的条件，因此，3i 毅然决然携手普凯对小肥羊进行了投资。可以预计这样的投资肯定可以获得可观的回报。

四、退出

2008 年 6 月 12 日小肥羊在我国香港上市（代号 HK 0968），是中国首家在香港上市的品牌餐饮企业，被誉为“中华火锅第一股”。首次公开发售后，小肥羊的市值逾 30 亿港元。作为私募股权投资的大家，3i 与普凯当然不会错过上市这个退出的好时机。就在上市之初，两公司就减持 7 408.8 万股，以发行价 3.16 港元计算，套现 2.34 亿港元。

小肥羊作为中国著名的火锅连锁餐厅，上市后获得了更多的融资和资本市场的支持与监督，因此后续的发展更加强劲。在 2007 年，小肥羊收入就已达 9.5 亿元人民币（1.37 亿美元）。这次首次公开发售成功后，公司计划在 2008 年下半年至 2010 年间开设约 150 间新自营餐厅，翻新约 50 间旧自营餐厅，并利用部分上市资金扩充其特许经营网络和提升及扩充其羊肉加工及调味品生产设施的产能。

3i 和普凯一直积极地支持小肥羊的成长，不仅派出管理团队协助改善规划与营运标准，而且对小肥羊的未来发展也提出积极的策略建议。3i 曾推荐两位经验丰富的独立董事加入小肥羊董事会，他们是汉堡王前总裁 Nish Kankiwala 和肯德基香港特许经营公司行政总裁杨耀强。之后，杨耀强又加入小肥羊，担任首席运营官。另外，3i 的王岱宗先生亦加入小肥羊任职首席财务官，进一步加强了其管理团队。

在各方积极努力下，不到半年时间小肥羊的业务就取得了突飞猛进的发展。2008 年年报显示，小肥羊实现营业收入 127 亿元，税后利润 13 亿元。与 2007 年的 9.5 亿元相比，税后利润增长 37%。

面对被投资企业的大好发展时机，作为顶级私募股权投资公司却想到了退出。就在上市后不到一年的时间，2009 年 3 月 25 日，3i 集团、普凯基金又与百胜餐饮集团（Yum Brands, Inc.）订立协议，向后者出售所持有合共 13.92% 的股权。其中，3i 出售 116 363 896 股，占 11.32%；普凯出售 26 765 974 股，占 2.60%。据小肥羊公告，本次百胜购入股份的每股作价 2.4 港元。因此，3i 和普凯此次通过协议转让将分别套现 279 273 350.4 港元和 64 238 337.6 港元，共约 3.44 亿港元。3.44 亿港元加上上市时套现的 2.34 亿港元共计套现 5.78 亿港元，而最初的 2 500 万美元的投资，折合约 1.94 亿港元，因此，至 2009 年 3 月 25 日已实现投资回报 2.98 倍。

在总结此次成功的投资经验时，3i 驻香港合伙人张明明女士说：“我们 3i 对于能与小肥羊管理层合作，取得业绩非凡增长及业务成功，深感骄傲。小肥羊拥有未来发展所需的强劲基础，其品牌也获得广泛认可，我们相信小肥羊将可继续保持其在中国餐饮市场的领导地位并进一步扩展。”

普凯投资基金主管合伙人姚继平先生说：“普凯的投资策略不仅是提供资金，更是扶助被投资企业持续的成长。小肥羊的管理层对普凯持续不断地在店铺监察中发现和提出的改进建议均能积极响应。普凯相信小肥羊态度开放的管理团队拥有强劲动力不断超前，加上其竞争优势，将会确保公司继续成长。”

小肥羊创始人兼主席张钢先生和执行董事兼首席执行官卢文兵先生表示：“过去两年的发展过程中，3i 和普凯一直是我们的卓越伙伴，不仅提供财务支持，也提供了许多宝贵建议，并通过他们的国际网络，援引经验，协助我们强化管理团队。”

可以说，此次私募股权基金与被投资企业的合作是成功的。前者获得了高额回报，后者获得了业务上的持续发展。

据年报显示，2009 年小肥羊实现营业收入 157 亿元，税后利润 17 亿元，比 2008 年增长 31%。小肥羊的发展还在持续。

五、回报计算

2006 年 7 月，3i 联合普凯分别向小肥羊注资 2 000 万美元和 500 万美元，获得了可赎回可换股债权。2008 年 5 月，小肥羊向两者分别配售 172 751 688 股和 43 187 922 股。按此前的出资额计算，每股实际投资成本仅为 0.897 港元。因此，可由此推算出，两者的初始投资分别为 154 958 264 港元和 38 739 566 港元，合计 193 697 830 港元，约 1.94 亿港元。为准确起见，在后面的计算中，假设投资时间为 2006 年 7 月 15 日。

第一次套现发生在上市之初。此处假设两公司所减持的 7 408.8 万股，以发行价 3.16 港元/股计算。因此总共套现 234 118 080 港元，约为 2.34 亿港元。由于没有两公司各减持多少的信息，因此此处假设他们按照最初的出资比例分配所减持的 7 408.8 万股。这样计算出的两公司上市退出套现分别为 187 294 464 港元和 46 823 616 港元。

第二次退出是协议转让所持有合共 13.92% 的股权。其中，3i 出售 116 363 896 股，占 11.32%；普凯出售 26 765 974 股，占 2.60%。本次协议转让价 2.4 港元/股。因此，3i 和普凯此次通过协议转让分别套现 279 273 350.4 港元和 64 238 337.6 港元，共计 343 511 688 港元，约 3.44 亿港元。

两公司此项投资现金流情况如表 1 所示。

两次套现共得 3.44 亿港元 + 2.34 亿港元 = 5.78 亿港元，初始投资 1.94 亿

港元，因此投资回报倍数为 $5.78/1.94 = 2.98$ ，约 3 倍。

利用 MATLAB 提供的 Xirr 函数可计算 3i 和普凯此次投资的年化内部收益率，如表 1 所示。

表 1 3i 和普凯投资现金流情况明细

	时间	3i	普凯	总计
初始投资	2006-07-15	-154 958 264.1	-38 739 566	-193 697 830.2
上市退出	2008-06-12	187 294 464	46 823 616	234 118 080
协议退出	2009-03-25	279 273 350.4	64 238 337.6	343 511 688
IRR		60%	57%	59%

可见，3i 和普凯实现的投资回报率约为 60%。这比欧美市场上的类似指标高出 3 倍多。这一指标体现了中国作为一个私募股权投资的新兴市场，其投资回报具有很大的吸引力。这也可以从一个侧面解释为什么近年来中国私募股权投资业的发展如此之快。

六、后记

2012 年 2 月 2 日，美国餐饮巨头百胜集团以协议计划方式私有化小肥羊的交易完成。小肥羊正式在香港联交所退市。引人注目的是，百胜同时更换了小肥羊总裁卢文兵，总裁职位由原肯德基杭州有限公司总经理锡梓英出任。

“此计划的成功交割标志着百胜集团正式全面接手小肥羊的营运。”百胜在一份通报中提出。

资料显示，曾任蒙牛副总裁的卢文兵 2004 年正式加盟小肥羊，主管财务和日常事务工作。他上任后立即大举减少加盟店数目，并帮助小肥羊在香港上市。

作为西式连锁餐饮的巨头，百胜如何“涮好”小肥羊一直是外界的关注点。

一位西式连锁餐饮业资深人士说，两者的整合预计会需要时日。他称，首先，两家企业的文化存在差异，其次，标准化问题也是一个障碍。据了解，百胜中国曾发布《食品安全政策白皮书》，誓言统一领导研发、品质管理、食品安全、采购、物流等部门。这位人士表示：“中式食材的供应商比起西式来说一直不成系统，这将影响小肥羊能否达到百胜的系统标准。”

百胜旗下已有肯德基、必胜客、必胜宅急送，甚至像中式连锁东方既白等品牌。现时，百胜在华餐厅门店数已经超过 4 200 家，小肥羊的门店数约 300 家。

百胜表示：“我们将深入了解小肥羊的运营情况，然后再审慎作出决定，确保整合工作不影响对顾客的服务品质。”

思考题

1. 3i 为何投资小肥羊？
2. 3i 携手普凯对小肥羊的投资有什么特点？
3. 你认为 3i 携手普凯对小肥羊的投资有什么成功之处？
4. 为什么 3i 在小肥羊上市之初不马上退出？
5. 你认为私募股权投资对小肥羊的发展有什么作用？
6. 你认为今后小肥羊会如何发展？百胜对小肥羊的收购会是小肥羊的最终归宿吗？

参考文献

- [1] 段新生：《中国私募股权投资的高回报表现——基于小肥羊的投资案例》，载《投资与合作》，2010（11）。
- [2] 小肥羊官方网站（<http://www.xfy.com.cn>）。
- [3] 小肥羊百度百科（<http://baike.baidu.com/view/345605.htm>）。
- [4] 3i 百度百科（<http://baike.baidu.com/view/1248583.htm>）。
- [5] MBA 智库百科（<http://wiki.mbalib.com/wiki/3i>）。
- [6] 美国普凯投资基金网站（<http://www.praxcapital.com/>）。
- [7] 《小肥羊今起退市成百胜“新品牌” 原总裁突告离职》，载《广州日报》，转引自：<http://news.pedaily.cn/201202/20120202291854.shtml>，2012 - 02 - 02。
- [8] 张鸿雁：《小肥羊 2 月 2 日在联交所摘牌 总裁卢文兵将离任》，网易财经，转引自：<http://pe.pedaily.cn/201202/20120201291814.shtml>，2012 - 02 - 01。

PE 对携程的“多轮投资”^①

携程旅行网创立于 1999 年，其创始人季琦、梁建章、沈南鹏和范敏被称为“携程四君子”。作为中国领先的在线旅行服务公司，携程旅行网成功整合了高科技产业与传统旅行业，向超过 4 000 万会员提供集酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、特惠商户及旅游资讯在内的全方位旅行服务，被誉为互联网和传统旅游无缝结合的典范。其主要的投资者有美国 Carlyle Group（凯雷集团）、日本 Soft Bank（软银）、美国 IDG（国际数据集团）、上海实业、美国 Orchid（兰馨基金）等。作为一个创业型互联网企业，携程借助私募股权基金的力量得到了迅速发展，以其稳定的业务发展和优异的盈利能力于 2003 年 12 月 9 日登陆美国纳斯达克股票交易所（股票代码：CTRP）正式挂牌交易。携程成为中国互联网企业经历过互联网泡沫后重新登陆纳斯达克的第一家网站^②。

一、携程网的创立

1999 年 4 月，梁建章、沈南鹏、范敏、季琦四人成立携程香港公司，注册资本约 200 万元人民币，公司的股权结构完全以出资的比例而定，沈南鹏是“最大”股东，任董事长兼 CFO；梁建章：CEO；季琦：总裁；范敏：执行副总裁。

这里不得不谈一下携程的创始人“携程四君子”，携程能够成功地吸引投资者很大程度上依赖于此四人的优秀团队组合：第一位是季琦，他是这个团队的实干者和推动者，上海交通大学机器人专业硕士，早年旅居美国，曾创办过许多高科技企业，拥有丰富的管理和销售经验。第二位是梁建章，他是这个团队的信息者、技术者，曾任 ORACLE 中国咨询部总监，1982 年就用计算机写唐诗拿了一个全国计算机竞赛一等奖，15 岁考入上海复旦大学少年班，后来获佐治亚州理工学院硕士。接下来的是沈南鹏，他是这个团队的监督者、完美者，耶鲁大学 MBA，曾任德意志银行亚太区总裁，资深的投资银行家和创业投资者。

^① 本案例由王锦娜编写，指导教师：段新生。

^② 《淘金“中国网络股”第四浪潮纳斯达克》（<http://tech.hexun.com/2011-04-23/128988846.html>），2011 年 4 月 23 日。

最后是范敏，他是这个团队的协调者、凝聚者、创新者，曾任上海旅行社总经理，在旅游业有逾十年的管理经验，上海交通大学 MBA，曾在瑞士洛桑酒店管理学校研修宾馆管理。可以看出，携程网的创立是一个成功的海归本土化故事。

这个团队分工明确，各有所长：梁建章是搞技术的，沈南鹏是弄投资的，季琦是开公司的，范敏是熟悉旅游业的。正如季琦说：“我总觉得我们是在进行一场接力比赛。我是第一棒，负责市场；梁建章是第二棒，负责技术；沈南鹏是第三棒，负责上市；范敏是第四棒，负责管理。”正是这样优秀的团队，为携程以后的发展奠定了坚实的基础。

二、PE 对携程网的多轮投资

对携程网的私募投资历程大致可分为四轮，分别以 IDG、软银和凯雷为主，在上市前又吸收了老虎基金，很好地提升了国际知名度，见表 1。

表 1 对携程网的私募投资历程^①

投资机构	金额股比		第一轮私募投资 (创业投资)		第二轮私募投资 (创业投资)		第三轮私募投资 (创业投资)		PRE-IPO 上市前私募		上市后股 比分布
	金额	股比	金额	股比	金额	股比	金额	股比	金额	股比	
IDG	50	20%	50		64						5.21%
软银			150		100						
兰馨亚洲			96		28						
Ecity			100								2.29%
上海实业			50		130						4.12%
凯雷					75						18.3%
老虎基金									4 584	8.03%	6.7%
合计	50		446		397				4 584		

(一) IDG 第一笔投资

在携程成立三个月后，初始投入的 100 万元很快就使用完了，寻找风险投资成为了季琦眼前最重要的事情。于是，季琦找到了章苏阳。章苏阳是 IDG 的合伙人。在第一次了解结束后，章苏阳带来了两位同事，一位是 IDG 技术投资基金总裁周全，一位是 IDG 波士顿总部的技术专家。让季琦和梁建章非常惊讶的是，这两位 IDG 的投资人没有问携程的商业模式和盈利模式，也没问风投常

^① 百度文库网：《携程旅行网私募融资案例》。

问的几个问题：你们在做什么？到底是干什么？团队有谁？你们怎么认识的？公司现在的现金情况怎么样？而是问一些让人莫名其妙的问题：创办携程的目的是什么？再过10年，如果携程做得很大了，创业团队的这些人准备干什么？

一个星期后，IDG给携程公司的估价是200万美元，答应投资50万美元，占携程20%的股份。在这里值得一提的是，章苏阳根本没看完携程写给IDG的仅10页的商业计划书就下决定投资了。

为什么IDG会对这个团队情有独钟呢？事后章苏阳对媒体解释^①：他们四个人有点像一个机构。四个人有各自不同的背景，大齿轮小齿轮之间咬合得非常好。对于抱着第一是投入，第二是投入，第三还是投入的理念的风险投资家来说，这个团队成员的背景很有吸引力，足够执掌他们将要操作的公司。

1999年10月，IDG投资的50万美元到账。拿到这笔钱后，四个创始人带领30多名员工大张旗鼓地将网站做了起来。10月28日，梁建章将网站名字由原来的游狐改为携程。携程旅行网正式上线了，并在《上海微型计算机》周刊上刊登广告软文。

（二）以软银为主的第二次投资

软银中国的代表是石明春，他曾经说过一句很经典的话：做风险投资就像打狼，人越多，胆子越壮。在同携程的创始人闲聊中，他提出了以下几个问题：几位创始人是哪个地方的人？喜欢干什么？有什么爱好？能不能用简单的几句话描述一下你公司的商业模式，发展空间？

梁建章的回答是：“我们所提供的这个产品。第一，美国有非常好的成功例子；第二，中国没有这样的服务；第三，随着中国市场的发展，中国经济的发展，人们会有这样的需求。”

软银的投资决策非常迅速。1999年底，石明春不但自己决定投资，还拉来上海实业、美国兰馨基金、香港晨兴集团以及IDG一共5家投资公司，一起投资450万美元，占了携程29%的股权。

此次投资由软银中国创业投资有限公司（以下简称软银）牵头，IDG、兰馨亚洲投资集团（以下简称兰馨亚洲）、Ecity Investment Limited（以下简称Ecity）、上海实业创业投资公司（以下简称上海实业）五家投资机构与携程签署了股份认购协议。携程以每股1.0417美元的价格，发售432万股“A类可转可赎回优先股”（有投票权，IPO时自动转为普通股）。其中，除IDG追加投资认购了48万股以外，软银认购了144万股；兰馨亚洲认购921600股；Ecity认购96万股；上海实业和一些个人股东认购48万股。

随后在2000年3月，携程国际在开曼群岛成立。携程国际通过换股100%

^① 道客巴巴网：《携程的故事》。

控股携程香港。这样，携程的集团架构完成，为携程以红筹模式登陆境外证券市场扫平了道路。

事后，石明春在谈到软银对携程的投资时说^①：“我们当初选择携程，一是因为这个行业比较适合上网，这种模式非常清晰，非常简单，每个人都看得懂，每个人都会觉得这个东西是自己需要的一种服务。二是这个公司的团队也不错。应该说这是综合选择的结果。携程其实不是最早的，但是他们做事情最快。这一点跟公司的定位和团队都很有关系。携程有技术、有品牌，它的价值在以后会显现出来。”

（三）以凯雷为主的第三次投资

2000 年 6 月，携程正在与全球最大私人股权投资公司凯雷集团商谈投资事项。但这一次投资的洽谈比前两次难得多，因为凯雷的几个项目经理对传统行业非常了解，他们非常关注携程的财务数据和盈利计划。面谈时，他们问的都是宏观的问题，比如，假如说中国的经济不好了，携程怎么办？假如中国酒店业的增长太快，携程怎么办？中国加入世界贸易组织后，携程怎么办？

问完问题，得到满意答案后，他们觉得还不保险。凯雷向携程提出了一个附加条件：投资协议的生效以携程收购现代运通^②为前提。

2000 年 11 月，以凯雷为主投资方的第三轮投资到账，凯雷向携程投资了 800 万美元，获得携程 30% 的股份。再加上 IDG、日本软银、上海实业、兰馨基金等投资者的追加投资，总金额为 1 200 万美元。此次投资中凯雷等风险投资机构与携程签署了股份认购协议，以每股 1.5667 美元的价格，认购了携程约 719 万股“B 类可转可赎回优先股”。其中凯雷亚洲创投认购约 510 万股，投资额约达 800 万美元，取得约 25% 的股权；而软银、IDG 和上海实业则分别增持约 64 万股、41 万股和 83 万股；兰馨亚洲增持了约 18 万股。

在互联网进入“严冬”，大批公司在做垂死挣扎的时候，1 200 万美元投资简直就是天文数字了。这个时候，纳斯达克已经崩溃，很多投资人要么是停止投资，要么撤出亚洲，或者就是整个公司破产。凯雷的这个决定似乎颇为大胆。事后，凯雷的中国代表甘剑平说出自己的理由^③：“携程的创业团队在我所见过的创业企业当中是最强的，也许以后再也找不到搭配得这么好的团队了。”

（四）老虎基金 PRE-IPO 投资

2003 年 9 月，携程以每股 4.58556 美元的价格向老虎基金发售 218 万股“C

① 道客巴巴网：《携程的故事》。

② 现代运通商务旅游服务有限公司成立于 1997 年，是国内最早的电话订房中心，首家利用 800 免费电话为客户提供酒店预订服务的企业，已于 2000 年 10 月 16 日被携程公司收购。

③ 道客巴巴网：《携程的故事》。

类可转可赎回优先股”。这笔投资全部用于原有股东包括凯雷、IDG、上海实业及沈南鹏、季琦等创始人等的套现退出：携程以每股 4.5283 美元的价格赎回普通股和 A 类可转可赎回股票共约 122 万股，以每股 6.7924 美元价格赎回约 64 万股 B 类可转可赎回股票。对于准备在美国上市的携程来说，能在上市前获得重量级的美国风险投资机构或者战略投资者的投资，对于提升公司在国际投资者的认可度有着非常大的帮助。

三、PE 退出，在美国纳斯达克上市

1999 年互联网泡沫膨胀，众多企业融资后高估值上市，例如网易、新浪和搜狐，而到了 2000 年泡沫破裂期，未上市的互联网公司裁员或关门，已上市的公司则勉力强撑。互联网的盛宴突然提前结束，于是，中国的互联网创业者只好将他们的 IPO 梦想暂时收藏起来。而此时，刚好是携程的第三次融资时候。对于携程融资后何时上市，沈南鹏给出的回答是^①：“上市早也不见得是好事，在美国上市的公司发行价基本在 10 ~ 30 美元。如果股价跌到一个太低的价位，上市公司给投资人的盈利想象空间已经没有了，又很难在公共市场上再次融资，这种境遇实际上比没有上市更惨。但是，上市的时间也不能太晚，否则就丧失了市场先机。所以说，上市的最佳时机，应该是携程的业务成熟、收入稳定，并且互联网开始回暖的时候。”

当日历翻到了 2002 年，互联网出现一片欣欣向荣的景象后，中国互联网企业重返资本市场已经没有悬念了。但到底是选择在香港上市，还是去美国纳斯达克？虽然作为中国企业，在香港上市肯定占有很多便利，但是美国市场更有优势，其资本市场的容量更大。因此，沈南鹏选择了去美国。

当时在美国，上市的旅游网站已经有了 4 家，至于携程的“互联网 + 呼叫中心”这种模式，对于美国人来说，有点陌生。不过，2003 年里，美国的投资者已经看到了网易、新浪和搜狐的“短信故事”给公司带来了可观的收益。2003 年，当 SARS 结束后，携程选定美林证券作为主承销商，另外，为了保险起见，携程又聘请了里昂证券和中银国际等四家投资银行担任副承销商，目标只有一个，那就是直奔纳斯达克。

沈南鹏和主承销商美林一起，先到中国香港，接着是新加坡和伦敦，重点为美国。他们除了在美国东部的波士顿和纽约、西部的旧金山和丹佛进行现场路演之外，还与圣地亚哥的投资者开了整整一个下午的电话会议。沈南鹏非常内行，几乎是一个不问自答的人，无须借助任何资料，行业情况和各种数字就能从口中跳出。这位在花旗银行、德意志银行和雷曼兄弟有过 8 年工作经历的

^① 道客巴巴网：《携程的故事》。