

在变化中挖掘机会，寻找规律

▶ 刘博

中国股权投资的30年发展史

1992年，股权投资市场开始萌芽，至今已经有30多年，回顾30年的发展，这个行业发生了很多变化。

从1992年中国开始提出股权投资到1998年之前，以国有债权为主，不属于真正的风险投资和股权投资，外资机构来到中国开始进行尝试，中国的股权投资市场开始崛起。

1999年，因为互联网时代的风起云涌和泡沫，风险投资开始进入大家的视野，大家看到了风险投资在互联网时代所获得的高溢价，以及对没有保障的创业企业投入资金后的高风险回报，见识到了风险投资的魅力，并且意识到创业企业需要风险投资的支持。

1999至2008年，大家初步形成股权投资意识、观念和机制，这是一个初步发展和探索的阶段，一些人民币基金在此期间开始崛起。

2009年苹果公司问世，出现了飞跃。苹果的问世，带动移动互联网的发展，这是互联网时代的第三次革命。

2013年左右，大众创业、万众创新的理念提出之后，极大地激发了大家的创业热情，那时候经济形势还不错，加入WTO也见到成效，资金流动性比较大，创投进入前所未有的繁荣阶段。2013年-2018年，是创投行业蓬勃发展的时期。

2018年，出现了贸易摩擦、产业链卡链以及制裁等情况，整个行业的政策出现了两个方向：一个是以美元基金为主的全球化大市场模式类的投资，另一个是围绕“卡脖子”技术和“专精特新”技术进行投资。

刘博，启迪之星创投总经理、主管合伙人，水木清华校友基金投资合伙人，清华幸福科技实验室副主任，清华经管-MIT联合培养全日制IMBA硕士。



今年，行业发生了很大的变化，国内的美元基金已经所剩无几，目前以国资产业基金为主导，包括个人LP的新规，实际上提高了LP的门槛。整个行业的门槛和政策都在收紧，很多人都进入了休眠状态。过去十年的股权投资让大家感觉很舒适，而未来十年一定是不舒适的。

因此，我认为整个行业从投资人的主体、出资人、管理方式，到投资人的诉求、资金端和外部环境，都发生了180度的转变。

逆风而行，找节奏，抓源头

现在的投资端发生了什么变化？

大家天天都在讲风口，这还是资本的游戏，是资本市场对整个方向的预期，这个预期用通俗的话说就是画饼——想象这个市场有多大，能赚多少钱，而不是在市场本身已经很大时，投入资源和资金进入市场。

风口是有规律的，从互联网发展到移动互联网，其实是一个轮回，市场的本质没有变，只是技术更新迭代了。某项技术在大的市场下，能产生更大的价值，所以才会有风口的出现，大家才会产生想象力。

我们在过去十年里基本上发现一个规律，每个风口从起色、升温到高潮、回落，时间周期大约是

三年，再冷静三年之后，热度又会回升。

比如 2015 年左右，AR、VR 特别火，大家觉得如果用户能在智能终端中获得好的体验，那么一定是有市场的，所以就大规模投资 VR、AR 产品，后来没有形成商业闭环，产品卖不出去，到了 2018 年就没人再提 AR、VR 了。

到了 2021 年，“元宇宙”一词出现，但如果深入了解，会发现目前的元宇宙是内容加上硬件，硬件即 VR 和 AR，本质上并没有太大的变化，只是硬件层面的技术指标有所提升，软件层面能够为用户提供更好的服务。

那么，元宇宙风口上该投资什么？应该如何穿越周期？方法就是去找技术层面有哪些问题没有得到解决。

在早期投资中，我会投资技术，而不是产品。因为产品价格昂贵、规模大、估值高。

在 2015 年的 VR 热潮中，我们看不懂应用市场，就投资了底层技术，即光学镜片。2021 年，我们看不懂元宇宙市场时，仍然选择投底层技术，也就是智能移动终端的传感、芯片，我们期待着它们产品化，真正走进千家万户，让这些底层技术能够派上用场。

底层的技术和团队具有较强的穿越周期的能力，他们并不是只抓住一个现有的市场。

还有一个比较典型的案例就是 AI，AI 在 2016 年萌芽，2018 年是爆发期，后来没有形成商业闭环，就进入冷淡期，没有热度了。实际上，底层技术仍在不断迭代，其市场也一直存在。所以到了 2023 年，ChatGPT 的问世又带动了 AI 热潮。

不断迭代的技术最终会带来新的爆点，从而带动一个市场的发展，这就是风口，我们要学会穿越周期，找到发展的节奏和规律，而不是看什么火就



投什么。

创业也是一样的道理，不要人云亦云，每一个风口出现，三年前就已经有团队和技术在做，能成为风口一定是有沉淀、有延续的，创业者要思考自己有什么技术积累，在哪些方面领先别人。

市场格局: 退出的变化

在早期投资中，有一个很重要的定理，“投得便宜，退得漂亮”，即便再好的企业，投得贵退得便宜，都不赚钱。以前的股权投资市场基本上还是通过 IPO 来退出，一旦退出受阻之后，大家对项目的估值、定价、投向以及 IPO 的标准产生了新的理解，整个投资方向就发生了变化。

现在创业者的认知水平、资源整合能力、拿钱能力都在不断提高，尤其是在困难时期，敢于创业的人往往是能够穿越周期的。因此，在这个过程中，我们发现资产端并没有发生本质变化，而外界的投资端却发生了剧烈的变化。

投资端的估值体系这两年被炒高了，但市场环境变冷之后，大家又回归了理性，在转型寻找“早、小、硬”的项目。

早期投资是非常困难的，对专业要求高，而且工作量大，对创业企业的扶持生态也很重要。因此，

早期投资需要情怀、实力和一定的历史使命感，还需要对这个事情充满热爱，否则从商业角度来看，性价比是非常低的。

以前，美元基金和 VC 主要是以 IPO 投行化的管理、高大上的服务以及如何进入资本市场为主。而早期投资不同，早期创业者可能一无所有，只有梦想和坚持的能力，其他事情都需要投资人去帮助他们。

当下，上市变得越来越困难，即使能够上市，也需要等待几年，整个投资周期变得更长了，大家需要不断想各种办法，从而落地和做大产业。

实际上，早期基金设定的10年期限还是不够的。我们一个项目是2001年投资的，直到2022年才退出，这家公司的上市给我们带来了巨大的回报。所以在早期投资方面还有很多工作需要努力去做，比如如何设计新的连续基金，如何设计新的架构、新的机制等。

科技创投正当时

之所以说科技创投来临了，一方面是外界环境发生了巨大变化，另一方面是内生价值也发生了巨大变化。

十几年前，许多人创业可能更多的是觉得市场有机会赚钱，但今天，许多人创业是因为在科学和技术上有积累，希望将其转化为对市场有价值的东西，这样的创业比以前更加扎实，大家对创投和创业的理解也更加正确了。

科技创投和模式创投有很大的区别。

科技创投很少有比较大的规模，大部分项目都是在解决细分行业的问题，技术门槛很高，需要在行业内有一定的积累。因为有技术积累，所以风险是可控的，只要有企业家精神和创业精神，一般都能成功。

这个方向基本与产业链的结合以及重大技术的突破非常相关。投资者需要产业专家和技术专家的帮助来判断，不是纯粹的市场、商业和经济学家能够判断出来的。

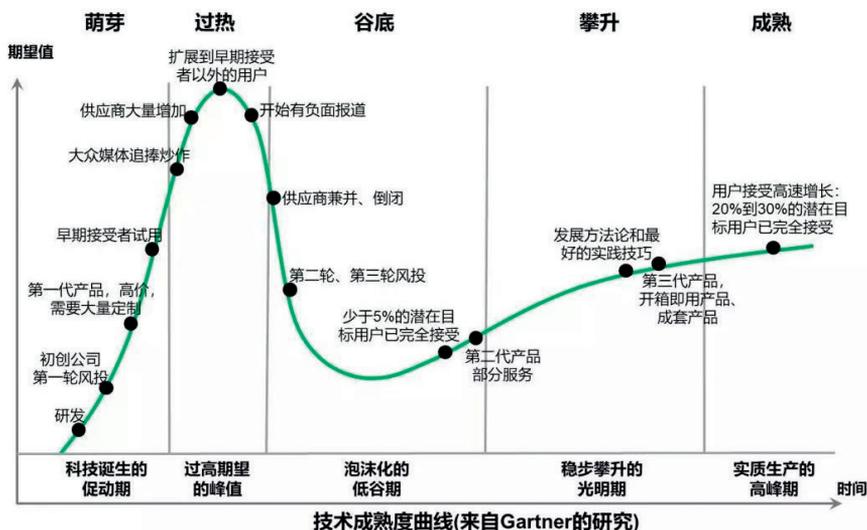
过去，以美元基金为代表的模式创投是非常厉害的，他们能嗅到市场规律，然后在其中找到非常强大的运营团队，通过资金迅速放大和落地，形成市场领先优势，然后通过资本不断扩大规模，再强化其领先优势。尽管模式创投有百亿和千亿的回报，但实际上能够成功的凤毛麟角。

模式创投需要创业者能理解市场、理解商业，有很强的执行力，而科技创投需要创业者理解市场、

有商业化能力，同时还要有科技和工程化方面的积累。

在投资时，我们会关注处于萌芽期且接近成熟的科学技术转化，其次还要挖掘一个行业沉淀下来之后、后续会稳定增长的“金子”。

早期投资，我们一直强调不追逐风口，不看赛道，而是看科技，保持开放的心态，早期技术需要不断迭代，只要项目团队足够好，我们



就会去分析未来的趋势，以及这个趋势是否符合我们认可的逻辑，只要抓住本质，都可以投。

我们的投资领域主要围绕这三个逻辑，第一个逻辑是技术突破带来的替代市场，中国的市场足够大，在许多技术方向上，我们已经可以实现技术替代，所以我们要抓住这类企业。

第二个逻辑是关注存量市场的技术升级，不一定是特别前沿或具有突破性的技术，但与行业结合后，会产生巨大的商业价值。

第三个逻辑在我们内部被称为“新商业、新技术”，这类创业者会看90后有什么新鲜的技术，年轻人对技术的创新度了解较多，在这个过程中，确实涌现出了类似于人工智能交互的新事物。

目前，我们的所投项目在10年间已经涌现出68家专精特新企业，这个更新速度非常快。只要长期专注并坚持投资科技，就会有成果和回报。

孵化 + 投资 + 赋能

总结来讲，做早期投资的核心关键要素有三个：第一，要深度布局创新的源头，创新的源头有一部分在高校，还有一部分在科研院所；第二是创新技术，主要是国家的重大科研成果，找出可以挖掘的地方；第三个是创新人才，包括创业平台，也包括我们的孵化器。

很多人创业第一步都会选择在孵化器，这样可以节省成本，因此我们会通过自己的孵化器举办很多活动和大赛，其中有很多项目源。

创新人才可以从朋友圈里找，因为这些人才可能存在于行业专家的朋友圈、被投企业的朋友圈中，所以，我们要深度布局，即全方位、多层次、无界限地布局。这就是做早期投资的状态。

早期投资孵化至关重要，我们需要帮助企业分析问题，提供匹配的资源，并非每个企业的创始人都是成功的创业家，但每个来找我们谈话的企业都

可能成为有价值的项目。在这个过程中，我们要与创始人寻找共鸣点，找到共鸣点就投资，找不到则等待未来的共鸣点。

同时，赋能也非常重要，企业需要面对市场、政府和资本等，需要各种要素和资源，如果企业自己去做，会比较难。我们团队有大约500人，每天都在围绕这些资源转，并将这些资源对接给创业企业，形成相互促进、相互杠杆、相互多赢的资源生态。

孵化不只是简单的孵化，包含很多内容，包括上课、训练、资源对接、战略咨询、市场推广等。我们把最有效的价值和最有效的资源融通起来，产生更大的价值。

持续聚集有限资源，支持科技创投

从投资方向来看，未来有三个明确的重点领域。

首先是国家战略新兴产业，在许多产业上，我们与其他国家处于同一起跑线，例如量子、光子和脑科学等。而在一些领域，我们需要确保安全，如数据、生物基因工程，以及与军方和国防相关的数据等，这个市场是中国独有且非常重要的。

其次是国产替代领域，我们投资的医疗器械等行业已经发展出了许多优秀的企业，它们从国产替代逐步发展到全球领先。在自主产业链中，我们需要弥补缺失的部分，延伸不足的领域，虽然在技术层面上还需要时间，但如果方向确定，产业的优势会更加明显，未来的前景会非常广阔，这些方向虽然小而美，但也值得关注。

第三个领域是回归本质的领域。任何投资都喜欢大市场，中国在大硬件方面具有领先全球的优势，比如无人机、新能源汽车和轮船等。此外，中国在新消费、新能源等方向也非常强大，并且在数字经济方面，包括移动互联网应用、数据应用和便利性等方面处于领先地位。

在全球化市场中，我们需要关注哪些技术更新

可以促进市场发展，这些也是我们要投资的方向。在投资过程中，我们需要保持开放的心态，不要有边界感，每个人的资金都是有限的，我们需要在约束条件下尽量保持开放。

每个行业的发展阶段和市场空间都不同，因此投资标准也会有所不同，但我们始终要抓住本质，即企业是否具有商业价值，包括是否能够创造收入、控制成本、具有经济效益、可扩张性以及能力的可持续性。同时，我们要不断抓住行业中诞生的新机会，不能仅仅局限于类似新能源的大赛道，而是要进一步细分。

科技创业如何做

创业需要整合各种要素、资源，不要认为完成融资就万事大吉了，资金的背后代表着责任，需要思考如何定位、如何发展、如何执行、如何落地，以及如何组织资源并找到价值。

创业者要有战略思维，很多人认为“战略”没有意义，但经过我在上市公司的工作经验以及观察了无数家企业之后，我认为战略创业思维非常重要。创业者需要在不同的阶段，根据自己的要素确定目标、组织资源去做相应的事情，并找到共鸣的节奏感。

创业的第一点，要学会舍得，其中最重要的就是专注和突破。很多人一开始觉得什么都可以做，然后不断尝试和迭代，最后什么都做不起来。因此，最重要的是能够看清一个方向，在遇到困难时有足够的信念专注于此，专注一定会产生结果，但方向也要选对。

第二点，在发展过程中要构建自己的壁垒。我常说，大家不必关注竞争对手在做什么，最重要的是清楚自己拥有什么、核心竞争力是什么、壁垒是什么、看到了哪些机会，以及是否有能力抓住它们。

不要总是和别人比较，因为当你与他人对比时，

可能已经被超越了。对方展现给你的东西往往滞后于其内部的发展。因此，要建立自己的优势，清楚自己的资源在哪里，优势和劣势是什么，在哪里发力，从而快速构建自己的壁垒，在市场上形成领先优势。

第三点，当企业发展到100人以上的规模时，大多数企业都会面临管理困难的问题，此时人力和技术等要素需要重新组合，这就需要我们思考在市场发展的不同阶段，如何配置技术人员和市场人员，需要获取哪些客户，以及如何快速扩大规模。在快速扩张的过程中，一定要稳扎稳打，穿越周期的关键在于成本和效率，以及管理能力和资源组织能力，不再是依靠单点突破。

第四点，借助资本化。有些人不愿意上市，其实上市可以带来更多的资源，包括资金、品牌和管理等方面的资源，同时也会使企业更加规范。在资本化的过程中，核心是如何释放企业的资本和平台核心资源。

在企业成长的过程中，每一步都需要思考方向在哪里，自己的核心竞争力是什么，创业者需要信念、认知、执行，投资人则为创业者提供辅助，锦上添花。投资人要相信、支持创业者，耐心决策，并为他们寻找资源。此外，在创业过程中，要向前看，敢于挑战自我，勇于探索创新，持续迭代，铸就成长的价值。

我非常喜欢一句话：“守得住初心，耐得住寂寞，经得起繁华，才称得起人生。”这是早期投资人、早期创业者需要深刻领悟的道理。一旦踏上这条路，就能深刻体会到其中的意义。

我已经从事这个行业十多年了，在这个过程中，我将经验、知识和实践带给更多的人，这是一个成就他人的过程，同时也是一个成就自己的过程。我对自己的要求就是不断努力，让自己变得更强大，帮助更多的创业者一起做事。🍎