

互联网企业上市潮：起点，还是转折？

“上市”也许是2018年中国互联网行业最重要的关键词之一。小米、美团、拼多多……那些我们或熟悉或陌生的企业，不约而同地选择在这一年集体上市。然而，风光敲锣的背后，并不全是祝贺与赞美。伴随着小米不如预期的估值与首日破发，有声音开始质疑这一轮上市是一次“大逃亡”，更有论者认为，这些企业“流血上市”的背后，折射的是互联网行业的泡沫和焦虑情绪。这些企业扎堆上市背后的逻辑是什么？本次上市潮对于上市企业乃至整个行业来说，将会是一个新起点，抑或是转折点？本期圆桌论坛，由复旦大学管理学院管理科学系教授冯天俊、信息管理信息系统系教授卢向华，以及财务金融系副教授张晓蓉，就这一话题与大家分享各自的见解。

■宋旻



背景

■本报记者 徐晶卉

2018年还有一个就将翻页，纵观整个互联网市场，上市成为当仁不让的关键词。

5月2日，小米提交了赴港IPO报告，两个月后的7月9日，其以17美元的发行价在港交所挂牌上市，是2018年这波上市潮的重要标志。紧随其后，一大批新经济类企业集体上市，同程艺龙、映客、找钢网、51信用卡、美团点评、拼多多、流利说……7月12日，港交所竟然有8家企业同时上市，包括齐家网、指尖悦动、映客等等，以至于港交所的4只铜锣不够用了，只能两家企业共享一只。

今年到底有多少企业开启了上市之旅？德勤此前发布的《中国内地及香港IPO市场2018年上半年回顾与前景展望》显示，2018年上半年香港IPO数量达到全球首位，有101只新股在港上市，而2017年上半年只有68只新股上市，同比增加49%。报告同时预测，这股热潮下半年将更盛，预计有超过150家企业排队“登陆”。

相比于2000年前后和2012年前后的前两波上市潮，这一波上市潮有个重要的特点：由众多新经济类公司牵头，他们有些已经存在了近10年，从PC时代转型走来；有些创业才3年，还属于“新秀”，总体来说，分为几大类。

第一类，存量“巨头”。2018年大概是除了2014年之外，巨头集中上市的“大年”，包括美团点评、小米公司等先后上市，除此之外，一些细分领域的“存量”企业如爱奇艺等已完成上市，腾讯音乐等正处于IPO进程中。

第二类，移动互联网公司。代表成员是映客、B站、拼多多、流利说等，这些企业基本发迹于移动互联网时代，抓住了移动互联网的流量红利，不少企业将大数据、人工智能与移动互联网融为一体，成为新经济公司的标杆。

第三类，金融科技类企业。11月15日，微众银行登陆纽交所，同一天，泰然金融也向美国证券交易委员会（SEC）递交招股书，紧紧抓住这波上市潮的尾巴。互联网金融公司是这波上市潮的主力之一。据记者不完全统计，去年以信而富、拍拍贷为代表的金融科技上市公司已经达到6家，今年以来，又有51信用卡、点牛金融、小赢科技、品钛集团、汇付天下等多家金融科技类企业在香港或美国上市，此外，拉卡拉等也在准备IPO。

上市潮过后，上市公司们开始亮出“成绩单”：9月27日，美团点评发布上市后的首份财报，截至6月30日，上半年总收入达263亿元，同比增长91.2%；毛利润61亿元，同比增长13%。11月19日，小米集团公布了2018年第三季度财报，集团总营收508亿元，同比上涨49.1%，经调整利润为29亿元，同比增长17.3%，动力强劲。对于这些企业来说，上市公司身份已经到位，更大的责任在于如何让企业持久发力，用业绩支撑全球投资者的认可。

这一年，去港交所、纳斯达克「敲锣」成了热词

问题一 对于最近如美团、小米、拼多多等互联网企业的上市潮，你认为有哪些因素导致了这样的现象？

张晓蓉：首先，高科技企业的性质决定了上市是绝大多数互联网企业发展过程中必须走的一步。一方面由于这些企业在发展初期一般都是股权融资，当发展到一定阶段，资金需求变大，继续在一级市场融资会比较困难；另一方面，先前的风险投资者也有退出需求——他们需要变现，然后继续投资于一级市场的初

创企业，那么二级市场就成为常见的退出通道。

冯天俊：从运营角度来看，这些企业可谓是“箭在弦上，不得不发”。包括此前上市的小米等许多互联网企业，经历了过去几年的高速发展，已经从原先的高增长、高成本模式，转变为接下来的中增

长、高成本模式。他们的用户规模目前已经达到了一定的体量，要保持像之前一样的高速增长，可能性不大。因此，从某种意义上来说，现在它们已经到达了市场规模以及估值的高点，会是一个比较好的上市时机。这是第一个原因。

第二，企业也希望借助上市更好地支持未来公司的战略发展。以小米为

例，未来将布局“线上与线下融合”“国际化”以及“农村化”三大战略，这个过程需要大量的资本。而随着一级市场的融资越来越困难，上市对于这类互联网企业来说将是一个比较好的路径。除此之外，一些其他的因素，比如投资人以及创始团队的诉求，以及进一步提升公司内部治理、管理水平的需求等，也是支持他们做出上市决策的内在原因。

卢向华：我个人更倾向于从产业发展角度看这一轮上市潮。这一轮上市潮

是中国互联网产业发展到现在的一种必然结果。与传统行业相比，中国的互联网行业自2010年起一直保持着非常好的发展势头，而企业的竞相上市只是行业发展好的一种外在表现而已——企业发展得好，需要谋求更大的发展，则需要有更多资金，那么上市是它们必然会选择的一条路。

所以，所谓的“互联网企业扎堆上市”，不仅仅是最近的一个正常现象，甚至在未来也一定会继续有企业扎堆上市。这是中国近年来涌现出大量优秀互联网企业的一个必然结果。

问题二 此轮上市潮折射了市场对“流量估值”玩法的焦虑？互联网行业是否存在大量“泡沫”？

卢向华：“流量估值”这种说法并不准确。在互联网行业中有一个更准确的词叫作“自由现金流”——一个企业短期内可以不关注利润，但是必须要有足够的自由现金流，才能帮助企业进一步投资、持续增长。以亚马逊为例，它从1999年上市至今几乎没有几年是盈利的，但其现金流一直在增加。这让亚马逊可以持续创新，而创新能在未来为它带来更大的利润。因此，自由现金流对于互联网企业来说比短期内是否能盈利更为关键，只有足够的现金流才能保证其持续增长，保证在和对手的竞争过程中一直有钱可以花。这个概念与所谓的“流量估值”并不相同。

传统行业的思维方式追求将利润“落袋为安”。但是对于互联网行业来

和过去两批上市的互联网公司相比，最近这一批以美团、小米为代表的企业更多地关注消费升级、深耕本地生活服务。这和我宏观经济的发展，以及整个产业的升级是息息相关的。

冯天俊 复旦大学管理学院管理科学系教授



说，由于在细分行业中往往会面临赢家通吃的局面，所以即使有些企业能保证现在盈利，但如果没有足够的钱投资到未来，保证未来也赚钱，那么投资这样一个企业并不一定是最好的选择。然而很多传统投资者目前接受不了这样一种过于长期的投资回报观，觉得互联网企业的上市就是“大

逃亡”，是创业者与投资人的一种套现，尽管确实有这种情况存在，但我个人认为对于绝大部分的互联网上市企业，如亚马逊、腾讯等，上市其实只是另一轮大发展的开始。

张晓蓉：现在已经有经济学家发出警告，认为中国这波互联网热潮可

能存在泡沫，这是有一定道理的。在金融市场的历史上，泡沫产生的模式都是相似的——开始有一个契机，比如新技术、新模式产生，再配上宽松的货币政策，那么泡沫就会出现。

我们以小米为例。一直关注小米的人会发现，它在一级市场的估值曾经发生过很大波动。金融市场对企业的估值都是面向未来的，所以我们可以看到小米估值的巨大变化，和它计划要做的事情、以及对自我的定义是密切相关的。如果它只是做手机，市场给它的估值不会太高，但也不会有巨大的波动，因为在手机行业这个相对成熟的市场中，整个市场盘子有多大、竞争者是谁等，这些风险和机遇从某种程度上来说都是可预期的。

然而，小米恰恰在招股说明书中声称自己要做互联网，它的估值就会非常“难以捉摸”，很大原因是市场和投资者并不清楚“触网”后的企业可以做什么以及到底怎么做。乐观的人会给它非常高的估值，可是如果有一天人们发现你声称要做的事情其实做不了，那

么估值就会剧烈下跌，这是很多高科技企业都有的特征。事实上，我们在一级市场也已经看到了不少独角兽企业夭折的例子。

高科技行业兴起是经济发展到一定水平的必然结果，但目前企业纷纷“触网”，又的确让人喜忧参半。传统产业需要升级，但是在目前的经济结构和融资环境下，难度不小，在这样的背景下，资金就会流向短期内易于获得市场关注、并根据其增长潜力得到高估值的企业。当然，我们不能说所有的互联网企业都是泡沫，但高科技企业的特征决定了它的信息不对称性更加严重，如果再辅之以宽松的货币政策，出现泡沫的概率会高一些。

不过，技术本身也是消除信息不对称的一种手段。近年来伴随着技术和经济的发展，我们相信技术能够给消费者的需求提炼出来并形成可行的商业模式。换言之，我们相信互联网企业在未来有发展潜力和强大的变现能力。另一方面，我们也需要一个更加透明规范的金融市场来辅助技术的成长。

问题三 本次上市潮与之前两次（2000年左右百度、腾讯、盛大、搜狐、网易等上市；2010年左右阿里、京东等上市）相比有什么不同之处？

卢向华：我们撇开2000年左右第一波互联网企业上市潮，因为那一波上市是一种在新技术带动下，一批企业作为最早使用技术、挖掘技术潜力的个体被市场看好，在一个非常幸运的时刻享受了技术所带来的早期红利，所以那一波上市潮可能与之后两波有非常大的差异，不能一概而论。

而与2010年左右的一批上市企业相比，今年的这波上市企业从规模上来看，是要远远小于前者的。这其实是中国互联网产业日趋成熟的表现。2010年，只有那些大企业敢于通过公开融资的方式来证明自己的商业模式已经得到了认可。但经过8年的发展，

中国的创业者和投资者已经逐渐了解了互联网行业的游戏规则，知道应该如何去经营一个互联网企业，把它做大做强。

这就使得IPO在创业者和投资者眼中的意义发生了变化——IPO不再是证明企业成功，或者说商业模式获得市场广泛认可的一种手段，而是互联网企业发展过程中一个必然经过的阶段而已。尤其是在美国市场以及中国香港市场对科技企业的利润率没有要求的前提下，上市已经不像过去那么遥不可及。说得直白一点，很多投资人和创业团队从一开始就是奔着上市这个目标而努力的。

IPO在创业者和投资者眼中的意义发生了变化——IPO不再是证明企业成功，或者说商业模式获得市场广泛认可的一种手段，而是互联网企业发展过程中一个必然经过的阶段而已。

卢向华 复旦大学管理学院信息管理与信息系统系教授



这和我国宏观经济的发展，以及整个产业的升级是息息相关的，这是最主要的一个不同之处。

第二，这一次大部分互联网企业选择奔赴港交所上市，这是因为宏观层面

给他们创造了这样的机会。港交所所在机制方面的创新，以及CDR政策（指在境外包括中国香港上市的股票通过中国内地的存托银行发行，实现内地境内交易）的推行，允许同股不同权的公司在港交所先上市的同时，还保留着未来回归A股市场的可能性。这也可以看作影响企业上市决策的一个外部原因。

第三，从资本层面来说，可以看出现在VC和PE对互联网公司的投资，已经不像前几年那么一拥而上甚至可以说是不计后果了。近一两年来VC和PE在对互联网公司进行投资时，不仅会看用户体量，更多的还是看公司是否真正意义上能够创造价值、能够盈利，是否真正意义上能够做到精细化管理，越来越看重公司实质性的管理水平。换句话说，VC、PE的投资决策更加“避虚就实”。这几点是这次上市热潮有别于前两次的区别之处。

问题四 本次上市潮会对整个互联网产业带来什么样的影响？能否预测一下本次上市潮的结果？

冯天俊：它们会是一个风向标。这批互联网公司的上市会对其他目前也在做消费升级、综合生活服务平台的相关企业，产生很好的导航作用。我们会发现像美团和小米这样的企业是非常典型的，从B2C往C2B，甚至往C2M转变的企业。它们的成功上市，一方面会为其从事类似服务的公司树立非常好的榜样，当然另一方面，对其他依然在奋斗的创业者来说也是一种激励。

另外，从某种意义上来说，它们也能够为其他互联网企业培养更多的管理人才。比如我们前几年一直在说，美国的亚马逊给整个电商行业培养了无数人才。同样的，在国内，阿里巴巴可谓是电商领域的黄埔军校，而腾讯是社交网络领域的人才孵化器。从长远来看，这些公司的上市和发展也是在为整个行业培养人才，带动整个行业共同繁荣。

高竞争性的资本市场是一块试金石。由于在美股或港股这样相对成熟的证券市场中，监管更加严格规范，企业上市后接受更严格的考验……在这样的压力下，企业如何进行战略调整、如何蜕变，是需要持续关注的一个话题。

张晓蓉 复旦大学管理学院财务金融系副教授



卢向华：我乐观地估计，未来10年会有越来越多的互联网企业上市，相应地，上市所带来的红利可能会越来越小。区别于境内A股的核准制，境外的注册制上市机制意味着上市的门槛其实并不高。那么，当越来越多的互联网企业把上市看成一种普通融资渠道，当越来越多“普通”的互联网企业也敢于上市，在二级市场投资者的眼中，上市不再会与企业的“成功”“影响力”

“领先者”等划等号。这也就意味着，互联网企业上市所带来的红利慢慢被稀释，市盈率会趋向合理化。当然，这样的影响在短期内不会发生，可能要在10年之后才会有所体现。目前大家还是把企业的上市看得很重，觉得上市很了不起，上市企业就一定是特别好的公司。

张晓蓉：高竞争性的资本市场是一块试金石。由于在美股或港股这样

而不是互相利用，成为资本市场的收割机。这其实是对资本市场的法律和监管规则提出了更高的要求。

卢向华：作为一个讲授互联网课程超过10年的教师，我对我所研究的行业是非常乐观的。目前的互联网行业跟以前非常不一样的地方是，近年来许多互联网企业的现金流其实非常好，不像以前要烧那么久的钱才能赚钱，例如很多知识付费企业，一开始就是赚钱的。当然不能排除现在排队上市的企业中，可能还是有那么一部分，只是把上市当成一种噱头、一种造势。越来越多互联网企业其实在上市之前已经积累了一定的实力，它们这几年现金流都是正的，甚至还在指数型增长。这些企业的上市能为股市带来非常积极正面的影响。

题图 视觉中国

本版头像素描 鍾媛