

估值就是讲故事 (财经夜读)

作者：Dr.2

估值就是讲故事

Dr.2 著

本书由作者授权北京华章图文信息有限公司在全球范围内以网络出版形式出版发行本作品中文版，未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式抄袭，翻录或翻印。

策划编辑：欧俊

封面设计：梁杰

客服热线：+86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.bbbvip.com

新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

目录

自序

第一章

1. 风险收益法
2. 比较法
3. 净现值法
4. 调整后现值法
5. 期权分析估值法

第二章

1. 全或无
2. 行业估值法
3. 博弈估值法
4. 重置法
5. 影响力估值法

第三章

1. 产业资本与VC/PE不同的投资思维
2. Stand Alone Value与Synergy Value
3. 收购一定创造价值吗？
4. 周期性行业的估值
5. 加权概率情景分析法

第四章

1. 市值管理法的理论
2. 市值管理法的实战
3. 企业家精神
4. 控制权溢价
5. 有趣的倍数

第五章

1. 商誉
2. 再议控制权溢价
3. 团队价值的量化评估
4. 融资致死
5. 估值的生命周期

第六章

- 故事1: 小和尚卖石头
- 故事2: 量子力学的启示
- 故事3: 医学科学带来的启示
- 故事4: 三个护身符

作为一名创业者，作者结合自己的体验，对创业企业的估值方法进行了梳理，可读性强，值得推荐！

——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 廖理

以前无论是在商学院攻读金融，还是后来在管理咨询公司专注服务于私募投资机构的股权交易，再到几年前自己创业及凯盛集团发展的过程中主导几轮融资，都在不同层面上接触到投资与估值的理论并积极参与实践。“估值就是讲故事”一书很准确扼要且通俗易懂地剖析了创业融资过程中企业家和投资者遇到的一些难点并给出了自己相当中肯专业的解读。相信能够帮助不少创业者和企业家比较快速的掌握融资过程中一些核心要点。

——凯盛集团CEO 洪锴

Dr.2的这本书除了展现其深厚的专业积淀外，还引用了大量案例及实地调查资料，再配以创业实践的切身体会，通俗的描述，诙谐的文风，深入浅出，娓娓道来，给本来枯燥乏味的专业书平添了不少趣味和可读性。尤其点赞的是，本书采用了互联网时代下“众包”的写作方式，使得其内容更具思辨性，充实，可信。

——旅美天使投资人，慈善家，创业者 郭慧中 (Joy Guo)

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。无论投资者还是创业者，建议一定要读这本书！

——华康·移动医疗创始人 刘波

我一直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啊，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。我认为本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，能够看出来作者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，可以让读者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

“估值”和“讲故事”是每一个创业者的必修课，与其道听途说那些关于资本的谣言，不如静下心来看看dr.2先生的这本书，既不是枯燥无谓的说教，也不是一味暖心的鸡汤，它是由丰富的案例和方法总结出的“干货”。从dr.2一贯风趣幽默的语言中，你获得除了知识，还有更多。

——春雨医生创始人 张锐

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进行预测：比较长的一段时期负向现金流，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，不论是何种项目，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各种估值方法，还有一些天马行空的方法，主要供高成长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中一手交钱一手交货还是大不一样的。因为付钱买货，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。不过初创企业融资进行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，须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1000万的项目我谈到了300万对价，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，你拼命压价后所付出的300万非常可能不足以支撑该项目，如果创业者处于弱势地位被迫接受，最终你的这一投资很有可能真的变成了“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金，可是徐新经过评估对刘强东说，项目开展起来这点钱怎么够？先给你1000万美金，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，恨不得只出让百分之一的股权，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，因为你未来挣100亿又怎么样，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%都心疼不已，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，斤斤计较者都只能做小事，我们应该目光长远。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，应时刻记住，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，还要交待清楚各种公式的由来和推导过程。虽然是以故事的形式，其实每一个故事中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，作为案例进行检索。

撰写本书，尝试对估值这个复杂的问题进行讨论，抛砖引玉。该系列文章经过最初数月的网络连载后，大批读者提出了宝贵的意见和建议，并且指出了其中一些错误，鞭策我们更加深入地去学习和考证，在此深表谢意。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文章，如本书出版而全新撰写的最后几章，希望可以将文中很多的方法串联起来，融会贯通，力图将内容和逻辑架构完整。

本系列连载在写作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，本次出版的时候大致还是按照原来的顺序编排，有一些看似矛盾的观点，如商誉和计提等等，后来笔者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，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，特别是笔者秘书们默默的奉献，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

第一章

本章分期讨论了各种估值方法，主要供高成长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方法有：风险收益法，比较法，净现值法，调整后现值法和期权估值法。

1. 风险收益法

A同学是秀红资本的合伙人，他在2013年发现并跟进了“二百六”科技有限公司。该公司自称是由多名拥有海外留学背景的高学历人才创立的一家致力于X产业的高科技企业。经过一段时间实际考察，A同学和“二百六”科技有限公司管理层达成投资意向，期望能代表秀红资本获得20%~30%的股权（关于普通股和优先股的问题，结合投票权又涉及比较复杂的投资模型和不同国家地区的法律和监管适配，本文一律以普通股作为投资标的），根据投资额的不同，可以浮动。而“二百六”科技有限公司需要的资本额大致在2 000万元到4 000万元之间，而经过秀红资本的内部讨论，其认可的现金出资额大致在3 000万元左右，然后由A同学负责实施，计划在2014年向“二百六”科技有限公司投资3 000万元人民币。他正在考虑应该以一个多大的股权份额要求进行谈判。双方大致认可如下事实：公司可以长期正常运营，虽然几年内亏损但是业务能够持续增长，不过即使公司未来可以赚无数的钱，双方讨论决定以第5年的预测数据0.6亿元人民币利润作为评估基础。而目前市场上为数不多、但一直盈利的该行业同等规模类似的非上市企业平均市盈率为15倍。现在“二百六”科技有限公司有2 000万股由多名管理层和原始投资人持有，以此标的进行增资扩股以及投前估值和投后估值的计算。出于对3 000万元投资所面对的风险，A同学坚持要求至少50%的目标回报率。随后作出如表1-1所示的计算：

表1-1 计算数据表

□

结论：投入3 000万元现金，持有投后公司25%的普通股。看起来皆大欢喜是不是？别忙，故事还没有结束。

初步定价后，考虑企业的长远发展需要融资和引进高水平人才，综合平衡秀红资本的利益，在不考虑未来新一轮融资参与跟投的情况下，A同学又进行了如下业务和股份稀释推演，并对初始投资价格进行了修订：

A同学建议“二百六”科技有限公司聘请三位高级管理人员分别负责技术、财务和营销。以秀红资本的经验，这三位高管需要分掉10%的股权（分别为3%、3%以及4%）。预计公司也将会进行第二轮融资，这将会分掉总的另外20%的股权。秀红资本还认为在公司上市的时候（虽然已经有过了两轮投资和高级管理层的股份稀释），20%的普通股将会在公开市场上出售。为了弥补未来几轮融资而产生的股权稀释，她需要计算留存率。希望在IPO之后，秀红资本的股份总额仍不低于18%。鉴于此，A同学又修改了她的计算，如表1-2所示。

表1-2 修改后的计算数据表

□

结论：投入3 000万元现金，持有投后公司28.6%的普通股。经过一番讨价还价，最终成交。总体而言，资本相对于企业来说还是强势一些的。

这样就对该企业的投前估值和投后估值都进行了向下修订，换句话说，在评估基准值=第5年预期利润X市盈率这个公式下，预期利润或可比同类企业市盈率都向下修正，这样也为投资人留出了一定的安全边际。同时如果预期利润低于预期或者高于预期的某一个百分比（比如20%），就要修订之前的估值，这也是对赌协议的基础。如果管理层赢，投资人所占的股份减少，但是企业总价值大增，则双赢；如果管理层输，投资人获得部分额外股份或业绩补偿，则双输。

你或许质疑计算里所引用到的高贴现率（50%）。这也是对风险收益法最大的批评。私募基金对此做了以下辩护：

- 1) 高贴现率是为了弥补私营企业流动性不足的缺陷，投资人需要更高的回报来换取股份的低流动性。
- 2) 私募基金认为它们提供的服务是有价值的，承担的风险是巨大的，因而需要高回报率来回馈。
- 3) 私募基金认为企业家所做的预测通常含有水分，夸大其词，因而需要由高回报率来抵消夸大的部

分。

尽管私募基金的论断有一定的道理，但我们认为也有很多地方值得商榷。比如说：

- 1) 私募基金认为高贴现率是为了弥补私营企业流动性不足，但具体溢价多少，需要评估。
- 2) 我们认为私募基金提供的服务应该和市面上专业咨询公司的服务来比较并进行估值，服务的真实价值也可用相应价值的股权的形式来抵扣。
- 3) 我们并不认同贴现率和企业家夸大的预测挂钩，而是应该做好市场和企业的调查，就事论事。

不过任何事物能够存在就有其合理性，风险投资本身是一个失败率高的职业，只要双方均诚实守信、客观公正并自愿地达成协议，不是强买强卖，就应该认可并必须遵守。企业经营成功后，部分企业家会对媒体宣称：我最后悔引入风投或者我最后悔的就是上市，因为他们就出了些钱，什么事情都没有做，就分了这么多股份等等之类的言词都是非常丑陋的。为人从商都必须有契约精神。而实际上，没有风投入股的现金实力做支撑，无形资产为企业增值，或者投资了你的对手，那么这些企业家今天是否能够成功具有非常大的不确定性。同理，对风投也是如此。当形势判断错误或者宏观政策风险以及各种各样的原因导致企业失败，应该愿赌服输，即使对赌也要有底线、有节操并在契约下办事，而刻意动用各种资源让企业家倾家荡产、名誉扫地、摧残人性都是不道德的行为。

2. 比较法

比较法是给公司进行一个“大概的”估值的一种快速简便的方法。我们在其他有类似“特征”的公司里寻找比较对象。这些特征包括风险、增长率、资本结构以及现金流和时间节点等。

B同学是“二百六”科技有限公司的CEO。该公司在接受了秀红资本的投资后，实力大增。经过一段时间的运营和市场调查后，2013年3月，“二百六”科技有限公司董事会一致决议，由B同学负责收购同行业的竞争对手“二百七”公司。“二百七”公司是同行业在江苏省的著名私营企业，但董事长王老先生由于身体原因并且子女无意继承该公司业务，同时在飞速发展的X行业内不断有实力很强的挑战者出现，公司业务增长率开始平缓，于是有意将公司出售，然后退休。对于“二百六”科技有限公司来说，如果收购成功则将大大加强其技术实力和在华东地区的市场份额。3月18号，B同学正式向“二百七”公司递交了收购意向并进行排他性谈判。

当B同学离开王老先生的办公室之后，王老先生立刻召开会议，并要求公司的CFO小Z重新计算一下“二百七”公司的价值。进行实质性报价谈判。作为公司的CFO，小Z经常接触私募基金和投行，他们一直在寻求机会入股并争取将“二百七”公司IPO。根据其最新寄给小Z的一些同行业的调查报告的数据，小Z比较了广东省两家同行业上市公司H公司和P公司的业绩，如表1-3所示(2013年数据 百万元)。

表1-3 公司业绩比较

□

根据以上数据，小Z就可以计算出一些倍数，这样就可以推算出“二百七”公司的大概价值。如表1-4所示。

表1-4 “二百七”公司大概价值表

□

综合来看，小Z认为这些数据给公司的估值提供了很好的参考，但是市盈率的倍数一定要调整。这是因为H公司（资产负债率为33%）的杠杆率大大高于“二百七”公司(资产负债率为3%)。如果用P公司的市盈率（14.5）去估值的话，“二百七”公司的价值大约为4.35亿元（14.5*30）。根据以上分析，小Z大致认为“二百七”公司的价值在3.89亿和5.33亿之间。取中值4.5亿元左右作为评估基数。但是小Z也知道用上市公司来比较私营公司的时候要考虑资本的流动性。正是因为私营公司的股权缺乏流动性，估值也因此需要打个折扣，保守估计在20%到30%之间，取中值25%。综合判断后小Z认为“二百七”公司的价值大约为3.3亿元，经董事长王老先生批准后正式向“二百六”公司报价。B同学是第一次接触收购案，于是也进行了差不多的推演，觉得报价合理，准备接受，一切似乎皆大欢喜，双方都很满意，各取所需。

然而故事并没有结束，中途又起波澜，“二百六”公司的董事长T同学在董事会上否决了这一提案，并要求B同学重新准备谈判，进行报价。B同学很是不解地私下与T同学沟通，“我觉得报价很合理啊，还有足够的折扣，收购后我们不是会更加强大了吗？”“这个收购项目对我们公司有巨大的价值，我也是非常主张去做的，所以不是收购本身的问题，而是价格的问题。”“价格有什么问题呢？”B同学不解地问道。

首先我知道你是用了估值常用方法中的比较法，进行了细致的计算并经过了双方财务核查的确认，也给出了合理的折扣，但是比较法还有几个重要的方面，不知道你考虑过没有？

1. 比较几个公司之间的价值时需要更加全面地衡量，我想请问一下，P和“二百七”两家公司的销售额、利润和负债似乎差不多，但是你仔细看一下明细，P公司前五大客户和供应商都比较分散，可是“二百七”公司前五大客户占了整个销售额的一半，而80%的原材料供应都来自几个特定的供应商，从中你能看出什么问题？“是啊，需要考虑是否有关联交易和利益输送的问题，尤其在公司准备出售给其他人的时候，还要考虑其未来供货和销售风险的问题，大客户是否会随着收购后流失。”这里需要更细致的尽职调查和实地走访。

2. 另外你看，通过对二百七和其他两家公司的人才结构和薪酬福利情况对比，你能发现什么问题吗？

是啊，两家上市公司的人才结构更合理，水平更高，薪酬福利也高出一大块，虽然最后和二百七公司的现金流、利润率等财务数据差别不大，但是公司的估值因此而有区别。因为二百七公司为获得更大的利润，雇用了较多普通水平的员工，人才结构老化，而在比同行业其他公司的单位人力薪酬支出少15%的基础上，利润等财务数据才和其他公司相当，那么说明其内部管理、技术能力、产品创新或者市场营销上是有些问题的。未来的持续竞争优势存疑。

3. 关于私营企业还有一个无法回避的问题，就是创始人对企业的影响。王老先生是有很强的管理能力和营销能力的，在公司中有极高的权威和执行力，多年来大权独揽，勇于决策使得经营成本比较低并创造了佳绩。那么他离开后，团队的执行力和效率会不会下降？会否有一批骨干员工离开呢？我们能否顺利进行去中心化管理模式的替代呢？类似我们这样的科技企业，最重要的是人，如果很多骨干流失，那么只会剩下一堆电脑，有什么意义呢？

4. 还有技术储备、新产品研发、市场营销等多个方面都要进行全面比较，估值才能相对准确。

B同学被说服了，于是根据以上这些方面进行了调查，重新压低了报价，经过一轮轮的谈判，最后以2亿元的价格成功融资收购了“二百七”公司，并进行了整合。

以上的案例是对比较法的一个诠释，我们要认识到比较法有如下的局限性。

- 1) 首先，我们几乎不可能找到和完全同等类似的私营企业。也不可能知道其他私营企业是怎么估值的。
- 2) 和上市企业不同，私营企业也不大可能将它的财务信息、客户和市场等向外透露。
- 3) 和以贴现现金流模型为基础的估值方法比较，比较法似乎出入较大，多重因素的重叠使得这个比较变得很复杂。

更重要的是，我们也认为，以财务数据为基础的比较法比较难以适用于初创企业的估值，这主要是由于初创企业大多没有多少销售额和利润，但是成长很快。对这些初创企业用某些财务数据来估值毫无意义。以移动互联网产业为例，或许用户注册量和活跃度是更为重要的指标。用产业相关的倍数给初创企业估值要比用财务数据为基础的估值可能更加有现实意义。

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.cn>)

文档名称：《估值就是讲故事（财经夜读）》Dr.2 著.epub

请登录 <https://shgis.cn/post/345.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

