

svb



Silicon Valley Bank



浦发硅谷银行
SPD Silicon Valley Bank

市场态势报告

硅谷银行关于全球创新经济健康度和
生产力的行业洞察

2021年4季度

市场态势报告 2021年4季度

4 宏观经济：疫情影响持续

8 风投募资：呈两端分布态势

11 风投投资：各领域均打破纪录

15 标杆管理：回归增长轨道

22 流动性：值得警惕

26 国际市场：全球视野

概要

创纪录的一年

我们已经迈入2021年的第四季度，纵观全年科创圈动态，今年将是刷新纪录的一年。美国风投基金已募得880亿美元，超过2020年全年840亿美元的募资额，美国风投基金的可投资金规模达到前所未有的2120亿美元。与此同时，美国风投投资表现出同样的积极势头，投资额有望超过3200亿美元，几乎是2020年全年的两倍。随着投资创新公司的风投数量达到新高，投资规模、公司估值、营收倍数和独角兽的数量也纷纷突破纪录。退出交易依然保持强劲势头，过去12个月中，美国共有52家获风投融资的科技公司上市，总市值逾5000亿美元。预计到2021年年底，获风投融资的美国科技公司并购交易有望达到1200起。

即使这些数据令人振奋，科创生态圈依然难免负面影响。2021年，美国通胀率创下2008年以来的最高水平，美元持续走弱意味着美国创业企业处境艰难。随着芯片短缺、运输成本飙升，许多公司过度订购和囤积库存，进一步加剧了短缺问题。人才招聘与留用也是许多高成长公司面临的挑战之一。美国市场辞职率攀升至历史最高水平，并引发了包括科技公司的员工在内的“大辞职潮”。另外，美国人口“大迁移”也正在改变许多人的工作性质与地点，我们正进入远程办公的时代。当然，机遇与变化同在，数据表明高管级别按需随选的人才数量在增加，这对于初创企业是一个利好，他们的高管招聘不那么难了。

此外，全球科创风投市场保持谨慎。企业的重心并非盈利而是保持稳定的营收增长，投资者愿意以前所未有的高估值下注“最优秀”的一批公司。而应接不暇的投资、公司开支与退出事件的增加令市场踌躇。当然无论如何，科技创新蓬勃发展并日益渗透到人们生活的方方面面，一定程度上恰好印证了我们对创新经济的乐观态度。虽然我们预测四季度的投资增速放缓，但创新经济依然大面向好，健康发展。

Bob Blee

硅谷银行

公司金融部总经理



宏观经济 疫情影响持续

创纪录的一年为第四季度的增长放缓做准备

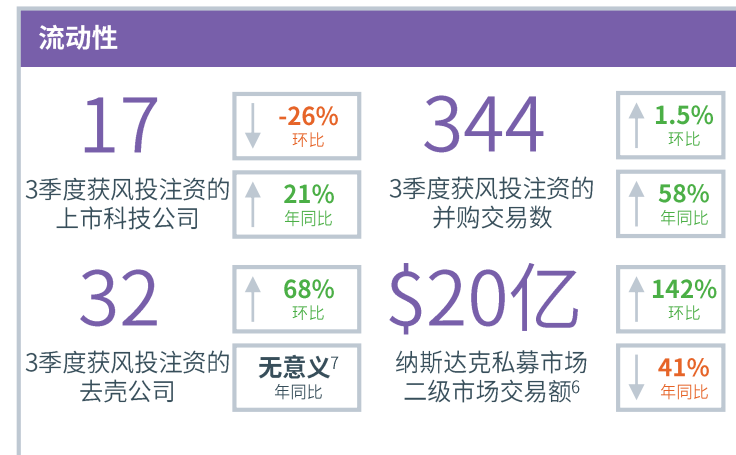
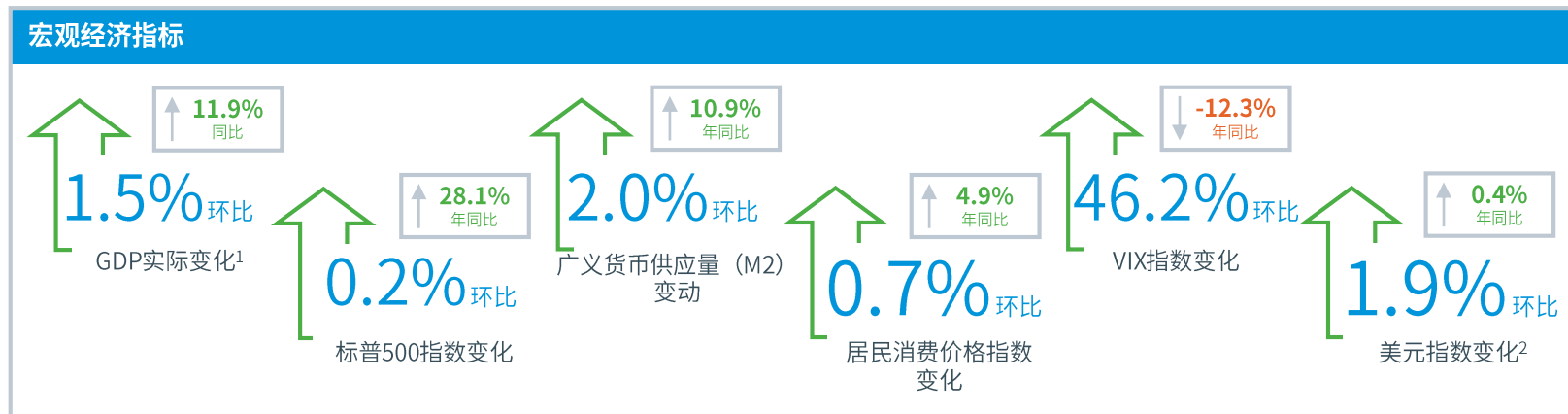
截至2021年三季度，图示美国宏观经济指标均上涨。部分经济指标的上涨并非利好，关于美国通胀率及美联储后续应对措施的担忧隐隐显现。风投规模有增无减，已创下了年度纪录。充裕的资本继续推动晚期公司的估值。尽管第3季度的估值中位数略有下降，但仍高于2020年的水平。

美国风投融资额连续第二个季度下降，这或许是募资开始放缓的一个信号。其中需要注意的一点是许多大型基金比计划提前完成了募资。2021年2季度的基金平均募资规模为1.18亿美元，3季度为7500万美元，因为美国43%的风投资金流向规模最大的前5%的基金，几起大规模的风投融资产生了大规模的影响。

美联储释放缩减购债的信号，美国10年期国债收益率因而悄然攀升。这是一个乐观的信号，表明美国经济总体上经受住了新冠疫情的冲击，并逐步缩减量化宽松规模。

三季度，获风投融资的科技企业IPO数量有所下滑，但仍超过了2019年和2020年的退出数量总和。由于活跃SPAC的数量庞大，“去壳”交易的数量也继续攀升，而并购交易的数量超出预期，截至三季度的交易总数超过了2020年。

2021年3季度美国创新经济指标一览（亿美元）



注：1) 实际GDP数据截止2021年2季度。2) 使用DXY指数衡量。3) “后期公司”按PitchBook定义分类。4) 可转债和优先股数量。5) 洲际交易所/美国银行美国高收益公司债指数期权调整利差。6) 纳斯达克私募市场是由硅谷银行、纳斯达克、花旗、摩根士丹利和高盛成立的合资企业。点击[这里](#)了解更多。7) 无意义。
资料来源：PitchBook、S&P Capital IQ和硅谷银行分析。

高通货膨胀

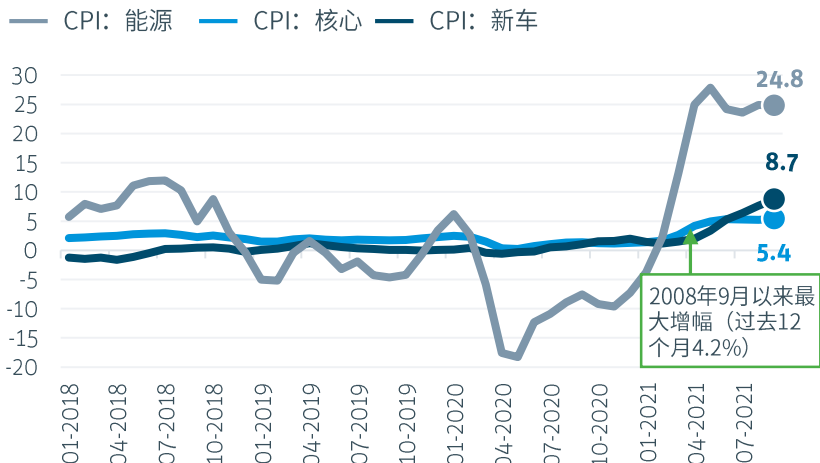
2021年，货币供给量增加、美元疲软、物流紊乱这三个经济因素共同导致了美国自2008年9月以来的最高通胀率。

疫情“大封锁”后，消费支出的激增引起了“牛鞭效应”，导致供应链上需求的增长超出预期。基于这一转变，加之中国港口实施疫检对航船货品隔离，运输时间延长，航运商不得不征用泊港的船舶。此外，美国国内码头工人和卡车司机短缺，许多港口出现拥堵。以西半球最繁忙的集装箱港口洛杉矶港为例，该港口的集装箱积压量已接近历史最高水平。进出口货运量不平衡也并没有缓解这一情况，却导致产能的浪费，因为美国离港的空集装箱数量在增加。

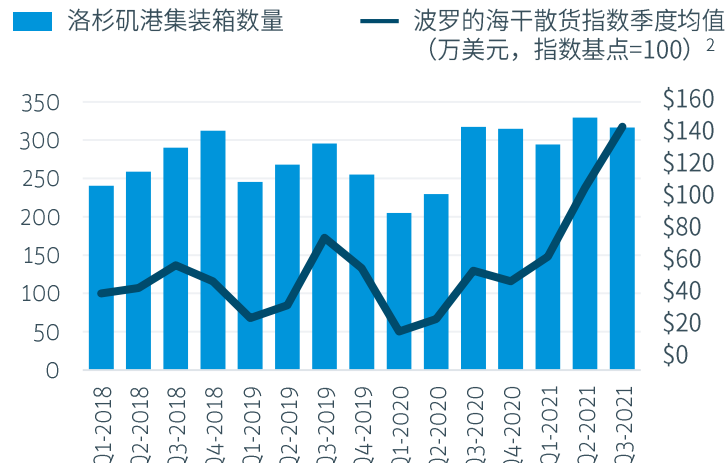
创新经济很多方面也受到上述因素的影响，例如，为美国贡献了近12%国内生产总值的半导体领域，因为汽车、计算机和医疗设备都依赖于芯片。

半导体的交付时间在2021年3季度已经延长至21周，而在新冠疫情前，交付时间为12周。对于硬件类初创公司而言，这会直接影响原材料和库存；而即使对于软件公司而言，这些供应链问题也会导致采购新员工办公设备有所延迟，或者云存储成本上涨。截至目前，供应链成本（和劳工薪酬支付）增加部分已被上涨的物价和投资资金所抵消，但是这一局面还能维持多久，一定程度上要看市场对物流紊乱现状持续时间的预期。

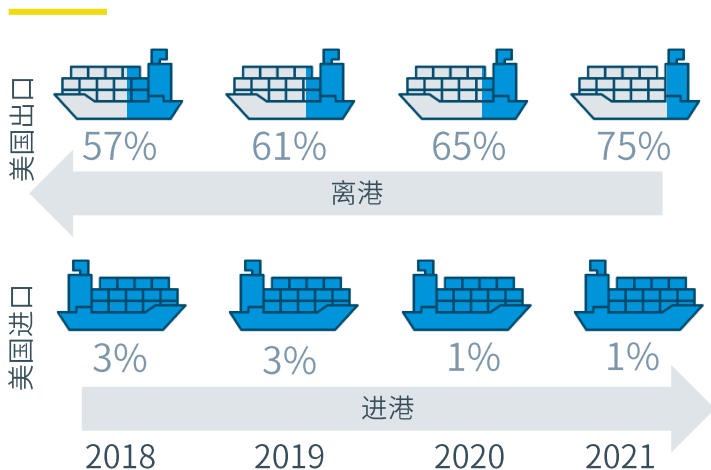
美国通胀率¹



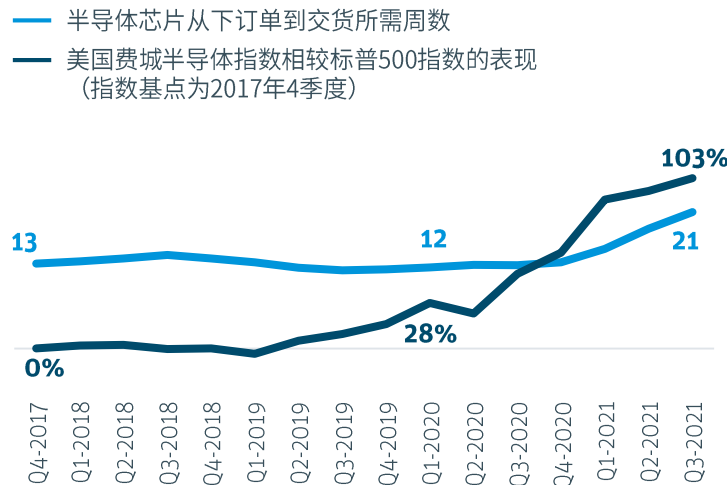
运输成本和集装箱数量



洛杉矶港每年每艘船空集装箱占比



半导体指数和运输时间³



注: 1) 同比、环比和季度调整变动。2) 波罗的海干散货指数为主要原材料海运价格提供基准。3) 下订单和交货所需周数季度均值。费城半导体指数相对于标普500指数表现的基点为100 (2017年4季度)。资料来源: FRED、洛杉矶港、Capital IQ、Susquehanna International Group、彭博社和硅谷数据。zhituquan

灵活办公让企业人才的发展突破办公室的物理空间界限

在新冠疫情期间，许多人的工作性质都发生了转变，这一点毫无疑问，而且远程办公已成为许多人的办公常态。在这一新的工作模式下，许多人逐渐意识到自己拥有更多更为灵活的选择，尤其是那些掌握了紧缺技术技能的人才；2021年至今，技术型人才的失业率是全国平均水平的近1/3。更为灵活的工作方式，加之员工本人对工作优先性考量的变化，都推高了美国辞职率并在8月21日创下历史最高纪录。

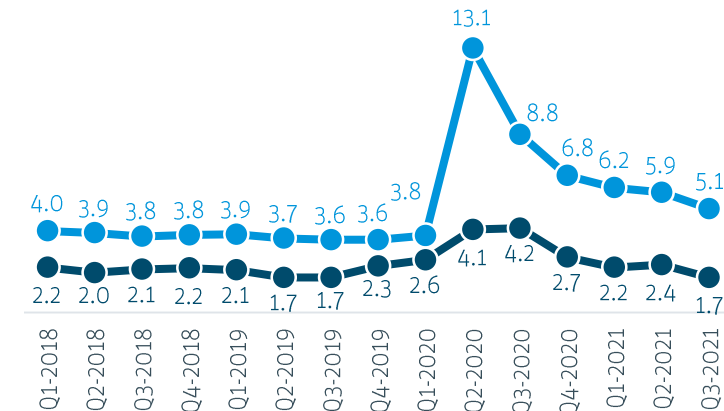
部分技术工人离开办公室远程工作，目前已经出现了人才从美国旧金山和波士顿等传统科技中心到奥斯汀、纳什维尔和夏洛特等新兴科技中心的加速迁移。随着就业机会的增多和大公司的迁移，这些新兴科技中心为技术型人才提供了更好的生活条件。

这一趋势对企业高管层产生了怎样的影响呢？为此，我们与Bolster合作并开展研究，Bolster是一家为高成长型公司匹配可信赖的灵活高管人才的平台。对于初创企业而言，能够在任何地方灵活办公越来越富有吸引力，Bolster调研表明，相对于全职雇员而言，首席执行官们对于董事及特定项目是否远程运作持开放态度。

由于辞职率似乎有继续攀升的趋势，Bolster发现对于代理、兼职和其他按需随选高管职位的需求有所增加。“对于初创企业而言，能招聘到兼职的高管人才是一个福音。阅历丰富的高管可以为刚刚起步的新公司带来颇多指导和管理经验，而这些公司可能无法负担或者还没有准备好聘用全职高管。”

美国失业率¹

● 非农失业率 - 季度均值
● 技术工人失业率 - 季度均值

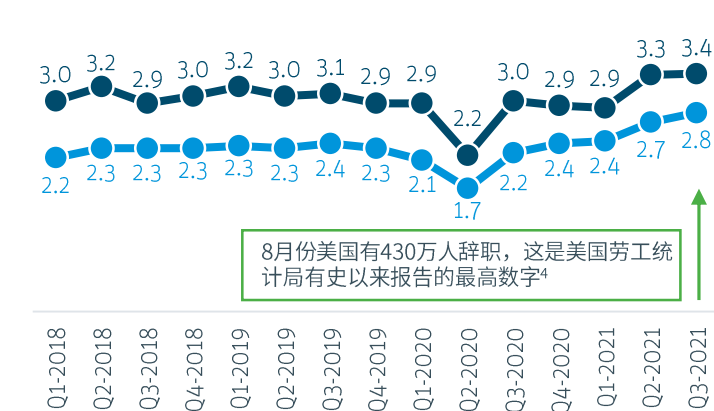


技术工人净迁移的城市²



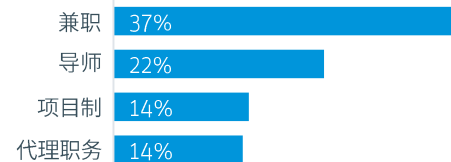
美国辞职率¹

● 辞职率 - 专业和商业服务 (包括技术工人)
● 辞职率 - 非农部门总辞职率

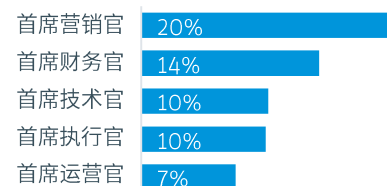


Bolster按需随选高管分析³

首席执行官最想要的热门高管类型



最受追捧的高管职务



最可能找到按需随选工作的高管



注：1) 辞职率和失业率为季度均值；数据截至2021年10月14日。2) 彭博社汇编的2020年4月至2021年5月LinkedIn数据。净迁移率基于已在所述都市区发生的每万名科技公司员工净流动数。行业由雇主分类定义为软件/IT公司。3) Bolster分析了过去一年(2020年9月至2021年9月)在其平台上进行搜索寻找按需随选高管人才的近450名首席执行官求职人员名单。4) 美国劳工统计局。

资料来源：美国劳工统计局、LinkedIn、彭博社、Bolster和硅谷银行分析。

官方微信：zhituquan

风投融资 呈两端分布态势

基金募资更快、更强、规模更大

2021年前两季度，美国风投募资额双双创下纪录，跨入第三季度，2021年的风投募资已超过2020全年规模。然后，募资步伐开始放缓，并可能在第四季度持续。尽管如此，2021年依然是风投募资额创下纪录的一年，预计募资规模将高出2019年107%，高出2020年40%。

美国利率水平依然处于历史最低位，信贷市场也并没有比通胀的情况好很多，因此，对收益率的追求推高资产大类投资。主要的LP增加投资额，带来了大量资金。这些资金的分布也在变化，一些大规模基金占据了更多市场份额，从2017年占比36%上升至现在的近50%。基金募资的速度也在加快，2021年，3000万至1亿美元规模基金的募资间隔月数为30个月，减少了21%。2020年，只有1亿美元以上规模的基金募资周期缩短，但在2021年，规模较小、资历较浅的基金，其募资周期也在缩短，这也许表明在2020年加倍投资知名基金后，LP们开始分散投资。

另一方面，因为来自大型基金的竞争加剧，市场上成立了很多专项或垂直基金。上述原因导致中型基金持续减少，预计这一趋势只会进一步延续，从而留下少数中型基金。

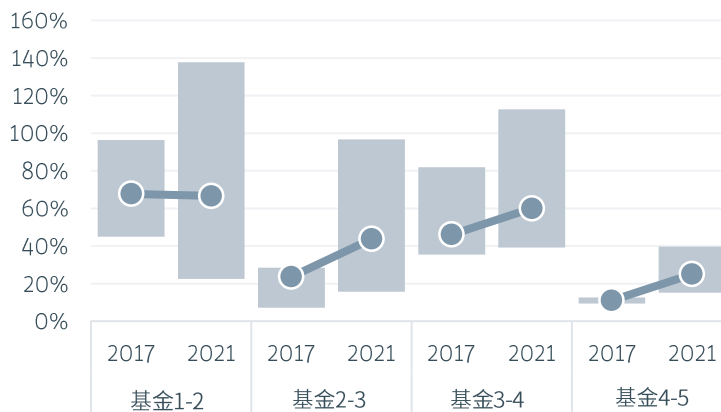
美国风投基金募资情况

■ 募资额 (亿美元) ● 基金数量 --- 推算数

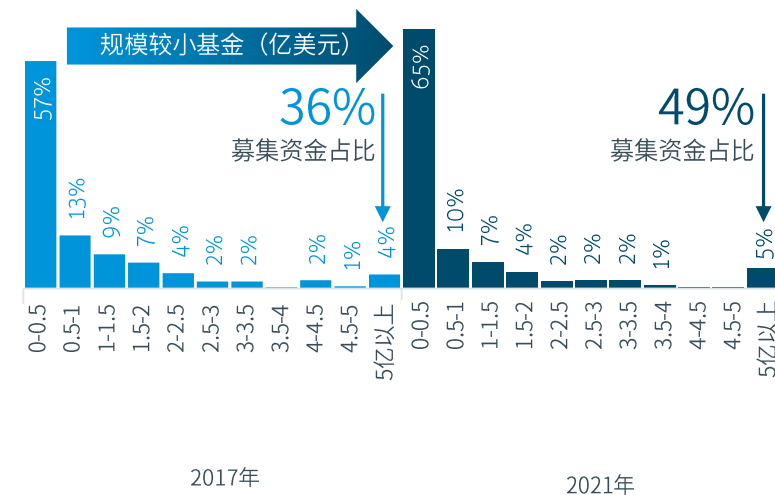


不同编号的基金^{1,2}规模变化情况

■ 中间50%公司 ● 中位数

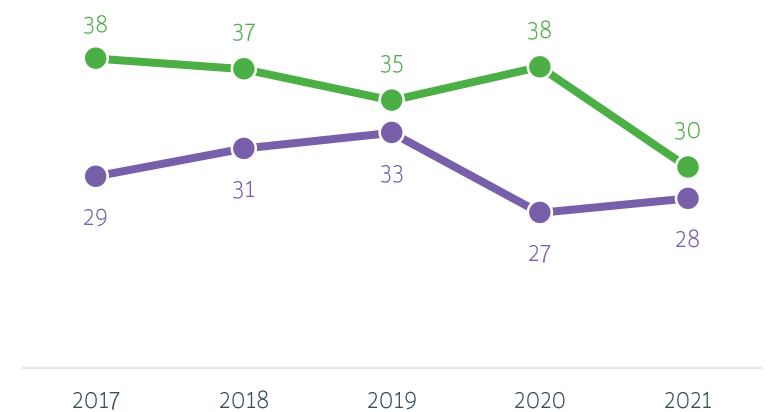


不同规模基金分布情况¹



基金募资间隔时间中位数^{1,3} (月)

● 3000万-1亿美元基金 ● 1亿美元以上基金



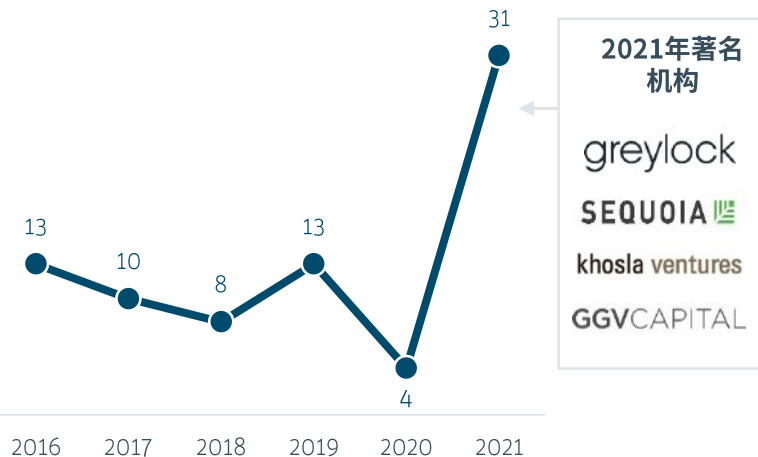
巨型种子基金来袭

美国机构投资者对早期公司“虎视眈眈”，几家著名机构正在募集非常大规模的种子基金。随着机构资本流向大型种子基金，新兴基金管理人不得不采取差异化的方式募资。许多新兴基金管理人正将目光投向新的创新经济中心，如传统科创中心以外最受欢迎的佛罗里达州、新泽西州和德克萨斯州。这些基金管理人也在投资策略上另辟蹊径，瞄准气候科技、加密货币或DEI等领域。

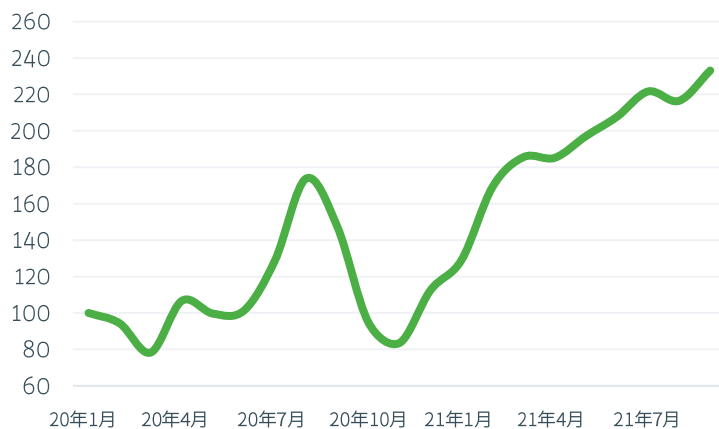
除了来自大型种子基金的竞争，新兴基金管理人也不乏竞争。我们注意到，进入创投生态圈的新机构投资者数量刷新纪录。但因为许多机构仍在募资阶段，基金募资数据尚未反映出这股势力。这类基金募资的优势在于，将5%的资金用于投资新兴基金管理人。

大型种子基金的崛起和大型投资者向下游转移，使得新兴基金管理人更难参与交易。大型基金占居绝大部分的市场份额，仅有少量留给其他投资者。因此，许多创始人把他们的股份出售给能够提供战略发展价值的投资者。对投资项目的激烈争夺推高了交易规模与公司估值，迫使新兴基金管理人建立特殊目的公司（SPV），以便后续融资轮次中行使按比配股的权利。

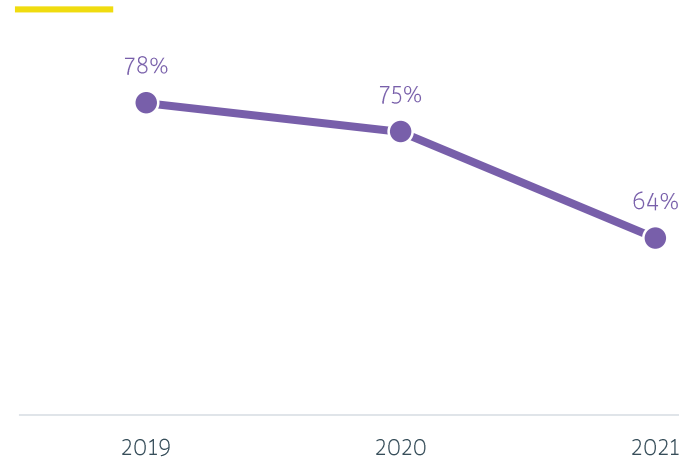
不同年份的5亿美元以上种子基金



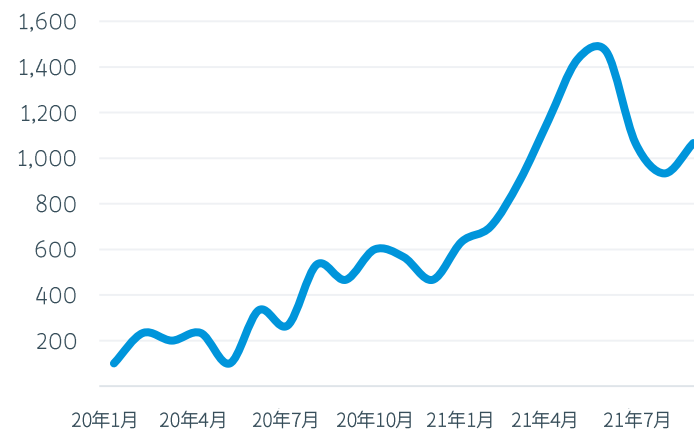
硅谷银行新兴基金管理人指数²



主要科技中心新兴基金管理人占比¹



新兴基金管理人特殊目的机构指数³



注：1) 主要科技中心为加州、马萨诸塞州和纽约州。2) 用硅谷银行的新兴基金管理人实践数据编制机构设立和基金成立（同等权重）指数。3) 在最近3个月机构总数中成立特殊目的机构（SPV）的数量，2020年开始时指数基点值为100。
资料来源：硅谷银行专有数据、Preqin和硅谷银行分析。

风投投资 各领域均打破纪录

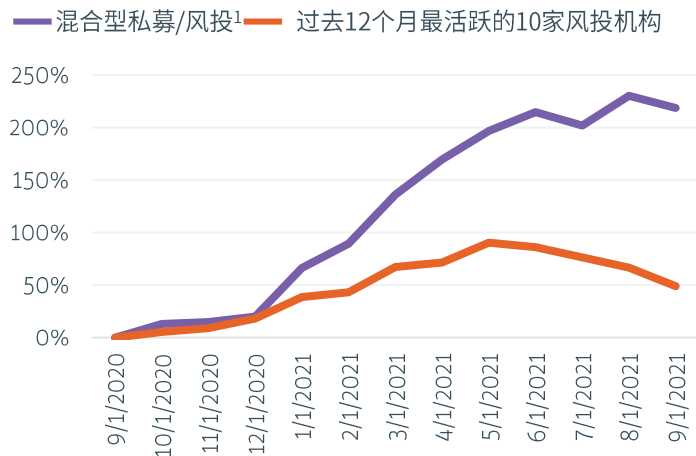
不断变化的风投市场格局

以老虎环球基金为代表的一批投资机构正在采取一种新的风险投资方法。他们不会像传统风投机构一样展开深入尽职调查并缓慢而有条不紊地进行投资，相反，他们积极主动为公司提供大量资金，同时很快地完成尽职调查并发放投资意向书，并且不会在股权投资交易完成后过多地参与公司发展事务。

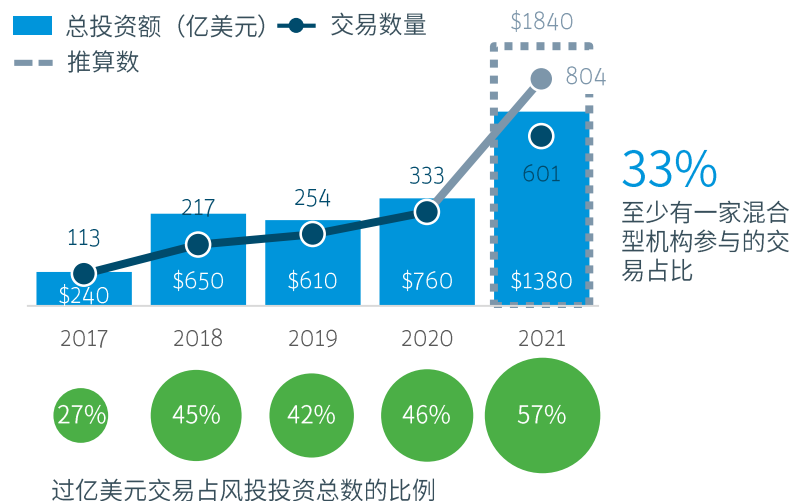
这类“混合型”投资机构部署资金的速度甚至比最活跃的传统风投基金还要快，就像标普500指数中的大科技公司一样，这类投资机构在美国风险投资市场中的占比较大。这类机构的与众不同之处，恰恰在于其部署资金的速度以及交易规模。2021年，混合型投资机构交易活跃，截至2021年3季度，过亿美元规模的交易数量从2020年的333宗跃升至601宗。到2021年底，我们预计1亿美元以上的交易数量将较2020年增长141%。

混合型机构的主导地位日益增强，传统的风投模式是否正在被颠覆？老虎环球基金的风投模式类似于指数投资，优先考虑发展势头而不是基本面，优先考虑多样化投资组合而不是集中下注。这一策略能够奏效需要大规模基金快速投资，这也就是为什么我们观察到市场上正在募资的大型基金数量在增加。进行快速投资需要投资机构进行战略与文化转型，因而实现这一点可能比大规模募资更难。基于这些原因，许多风投机构可能会选择往下游走，转移至传统风投收益仍受重视的早期企业，只要不夹在其中、进退两难。

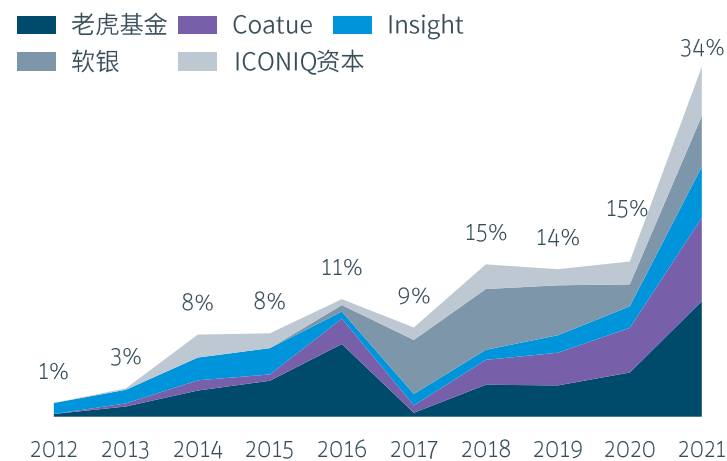
不同类型投资机构的投资速度



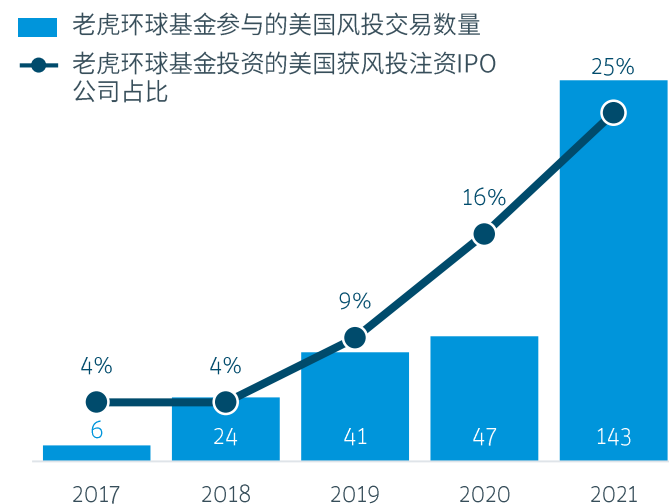
过亿美元的美国风投交易



混合型机构投资占美国风险投资的比例¹



老虎环球基金被投企业中IPO占比



注：1) 模糊了传统私募基金和风投基金之间界限的投资机构；这些机构包括ICONIQ Capital、软银集团、Insight Partners、Coatue Management和Tiger Global Management。
资料来源：PitchBook和硅谷银行分析。

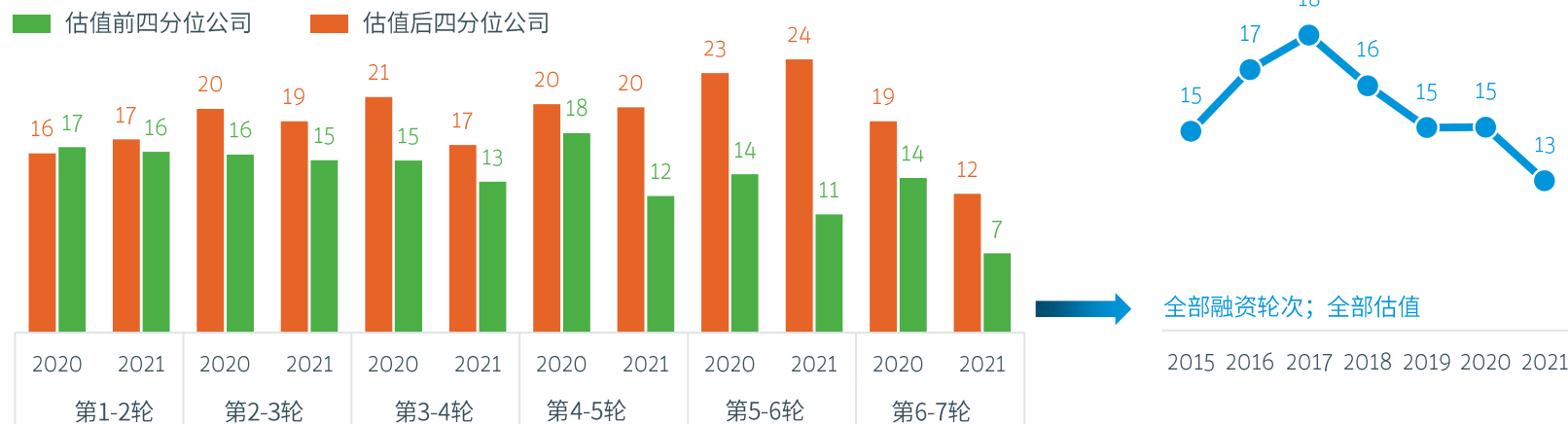
基金版 “速度与激情”

风投的步伐正在加快，突出表现在融资轮次的间隔时间正在缩短。对于估值最高和最低四分之一的初创企业而言，前两轮融资的间隔时间保持不变，因为它们现在还处于公司发展生命周期的早期阶段，市场的领导者还尚未明确，所以还没有得到大量资本的青睐。对于那些已经完成数轮风投融资的公司而言，在2020年和2021年间，融资轮次的间隔时间明显缩短。在这些成熟的公司当中，融资间隔月数在估值最高的公司间差异最大，它们的融资速度比估值最低的公司快70%-120%¹。

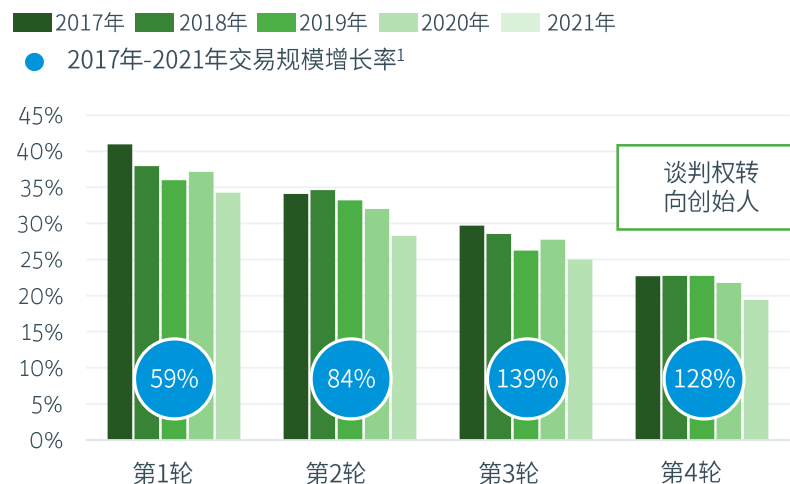
各轮融资中股权收购占比的中位数逐年下降，与此同时，交易规模却大幅增加，这表明企业创始人手握更多的交易谈判权。虽然这可能是一个残酷的现实，但保持投资（估值）势头是确保未来基金能够更快（而且可能也更容易）募资的关键。

资本纷纷追逐“最好”的项目，造就了估值狂热。与2021年前所未有的估值增长速度相比，前几年估值的逐轮增长几乎是“佛系生长”。当然，一些人对此表示担忧，更长远地发展取决于企业下一轮投资者的买单意愿，最终还取决于公开市场或收购方的买单意愿。

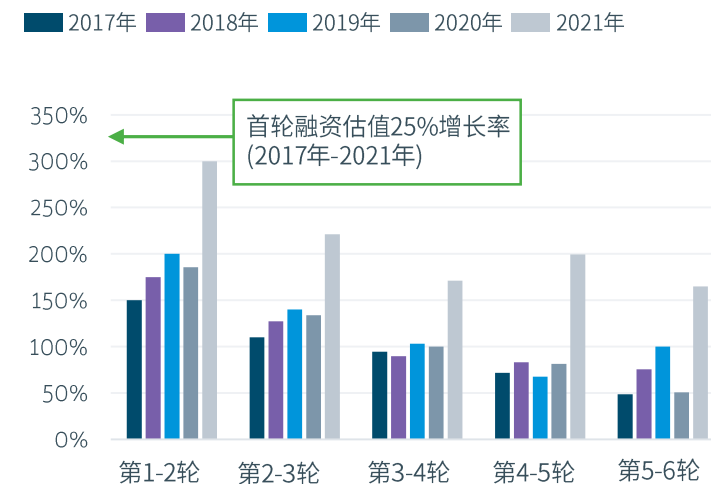
美国科技公司各轮融资间隔月数中位数



美国科技公司各轮融资股权收购比例中位数¹



美国科技公司各轮融资的估值增长率中位数²



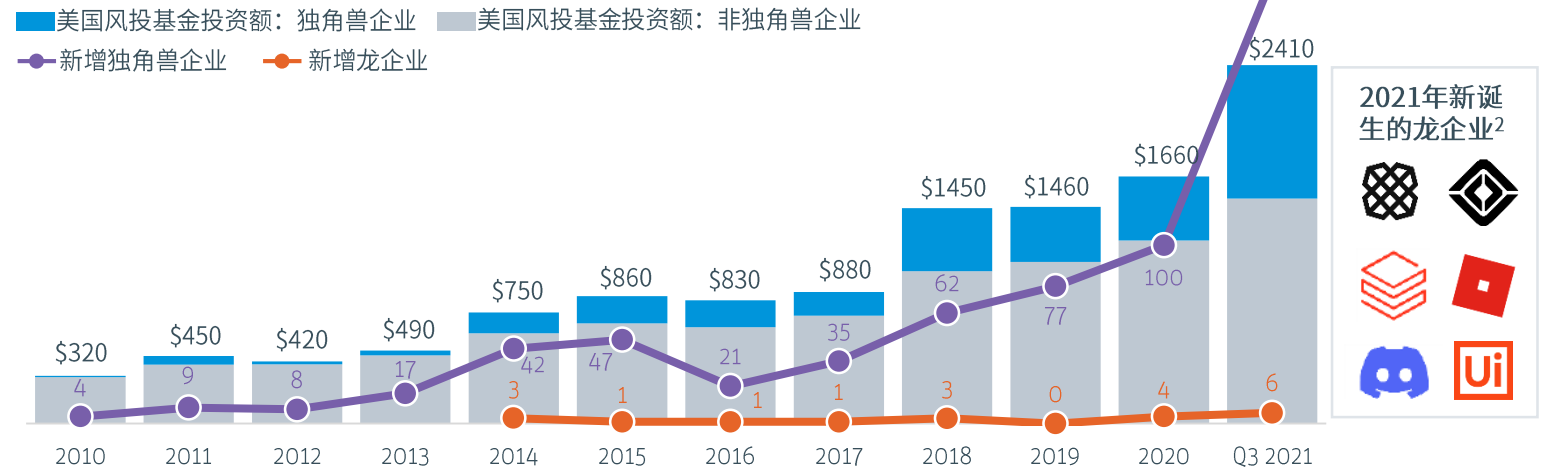
进入“龙”企业时代

谈及获风投注资的公司，独角兽的叫法现在似乎已不合时宜了。创新经济中，独角兽企业已屡见不鲜；2021年初至今，近900亿美元的资金流入创纪录数量的独角兽企业，占当期总投资额的37%。受老虎环球基金等混合型投资机构以及来自私募股权基金、企业创投和家族办公室等非传统投资的推动，独角兽企业数量与风投投资同步飞涨。因此，如今的独角兽企业发展景象与几年前不可同日而语，以交易规模中位数为例，A轮公司的交易规模增加了一倍，D轮公司增加了两倍。

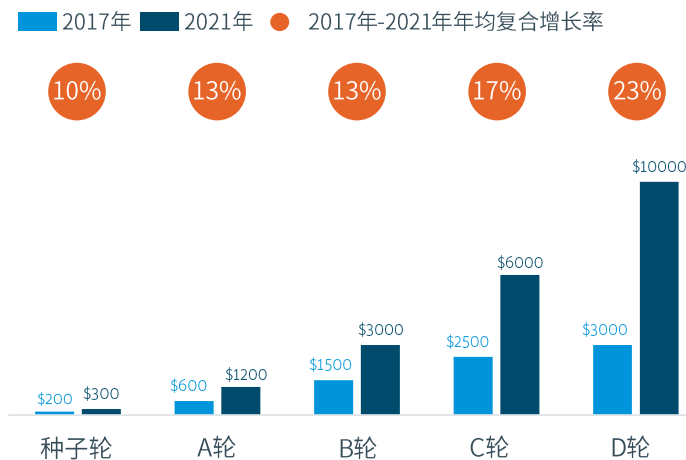
因为并未有估值降温的迹象，“龙企业”正迅速成为评判获风投注资初创企业第一梯队的新标准。与艾琳·李在2013年首次提出“独角兽”一词时的本意相同，“龙企业”是指估值达120亿美元、由风投注资的公司，用以区分和标志出成功的初创企业。

独角兽企业的总市值达到创纪录水平，其中有近2000亿美元市值的公司可能在未来12个月内进入公开市场。更多企业在成为独角兽后的四到五年内退出。我们预计退出将会加速，因为获风投注资科技公司的IPO交易此前很长一段时间内都一直趋缓。近期，随着IPO市场的活跃和新冠疫情情况平稳，如果有逾2000亿美元市值的独角兽更早进入公开市场也不足为奇。

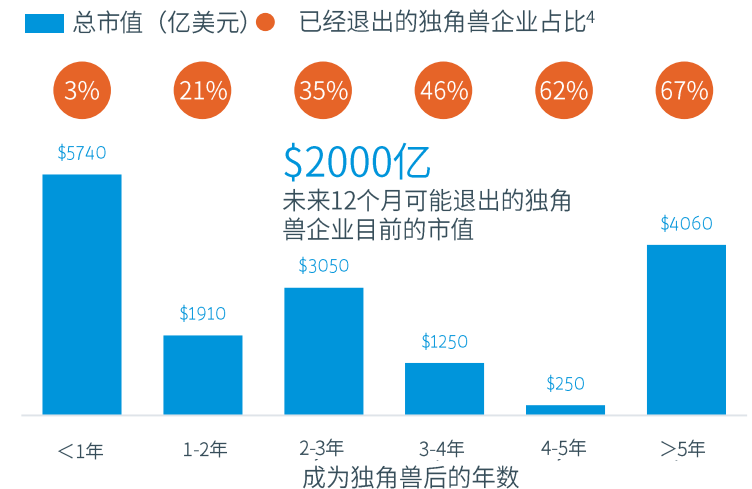
独角兽企业、龙企业¹和美国风投基金投资（亿美元）



美国风投基金交易规模中位数（万美元）



独角兽企业价值³和各退出年限的占比



注：1) 估值达到120亿美元获风投注资的私有公司。2) 2021年造就的龙企业有Plaid、Rivian、Databricks、Roblox、Discord和UiPath。3) 价值基于公司最近已知的私募估值。4) 按成为独角兽后的年数已经退出的独角兽占比；自第一家独角兽企业出现以来的历史价值。
 资料来源：PitchBook和硅谷银行分析。

标杆管理 回归增长轨道

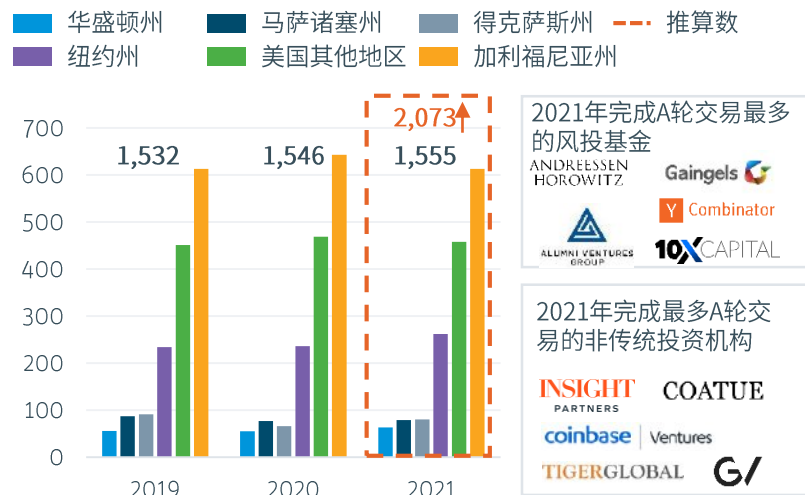
科创企业A轮融资情况

市场上的流动资金十分充裕并创下纪录，风投机构间的竞争使得A轮融资的数量和规模均有所增加。美国加利福尼亚州的A轮交易数量在各州中占比最高，但其他州的交易额也在迎头赶上。2020年至2021年，加州的A轮投资额占比下降了21%，美国其他地区和纽约州分别提高了5%和12%。作为新兴的科技中心，乔治亚州2021年的A轮投资额达到8亿美元。

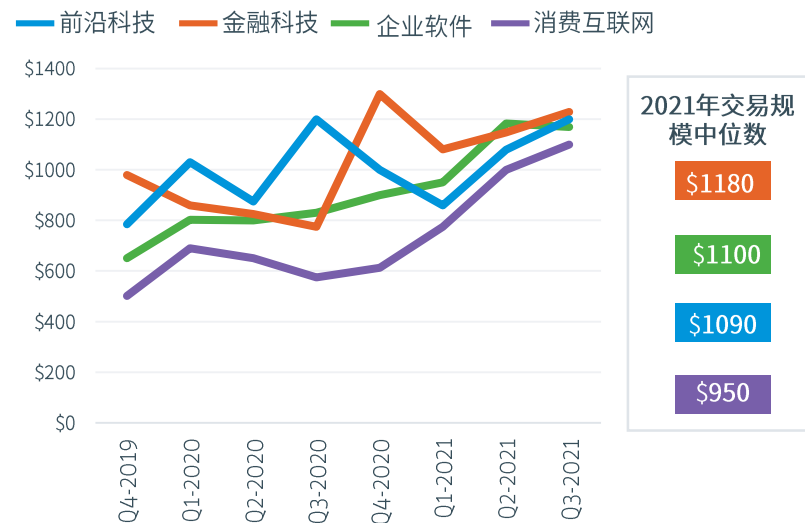
2021年，A轮融资规模中位数跌至900万至1200万美元间。消费赛道公司的融资规模在新冠疫情爆发时出现下滑后，经历了最大幅度的增长。而改变消费者居家行为的公司推动了疫情后的风投交易，尤其是对电商和数字内容创业公司的投资。同样，市场上对个人财务与财富管理解决方案的需求，以及对公支付流程革新需求推动了金融科技领域投资的飙升。

根据硅谷银行专有数据，我们以2019年完成A轮融资的公司为样本，分析了美国疫情期间企业的工资支出变化情况。由于企业为抵御资金长期低迷的情况而削减开支，各行业的工资支出在2020年1季度和2季度之间均出现了下滑。自那时起，金融科技公司一直最为积极地扩大招聘，充分利用新常态带来的发展机遇。自2020年4季度经济复苏以来，金融科技公司的员工增长尤为强劲，新应用场景不断涌现。收到疫情援助支票的美国消费者们兴致高涨，注意力转向个人理财、财富管理和股票/加密货币投资等领域。传统金融机构为避免市场竞争的冲击，与金融科技初创企业积极开展合作，开发新产品、提升客户的数字化体验。总而言之，早期科创企业的招聘呈现上升趋势。

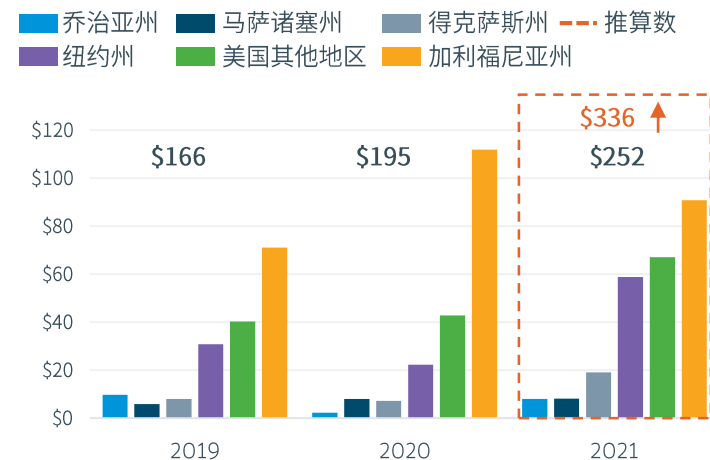
美国各州科技公司的A轮交易数量¹



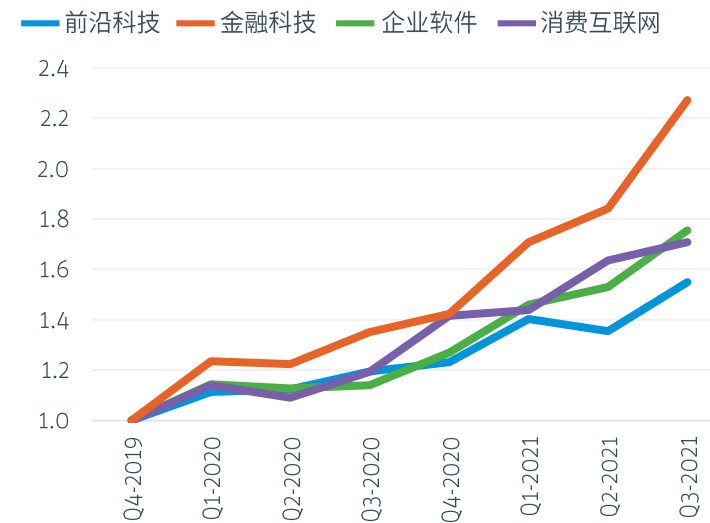
美国各行业科技公司的A轮交易规模（万美元）¹



美国各州科技公司A轮投资额（亿美元）¹



2019年完成A轮融资的美国科技公司工资支出指数²



注：1) 美国获风投融资的科技公司。2) 硅谷银行专有数据，2019年完成A轮融资的公司工资支出百分比变化情况，从2019年4季度开始指数基点为1。
资料来源：硅谷银行专有数据、PitchBook和硅谷银行分析。

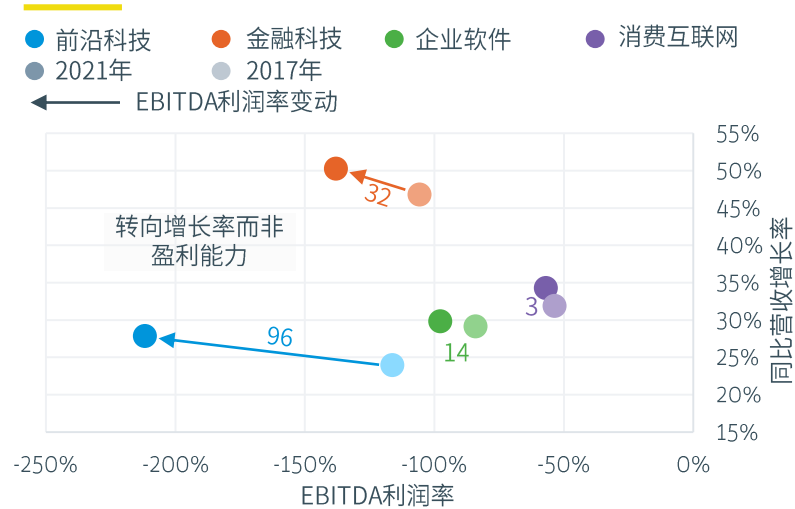
要想赚钱就得花钱

在过去五年里，企业的盈利能力呈下降趋势，所有科技领域的EBITDA利润率都在下降。而2020年却是一个例外，因为各公司都做了准备应对疫情带来的不确定性，并通过融资和削减开支建立起了现金储备，旨在搭建起18至24个月的现金跑道。2021年，私有科技公司的资金储备接近创纪录水平。在削减开支之后，公司又开始有所支出，盈利开始下降。

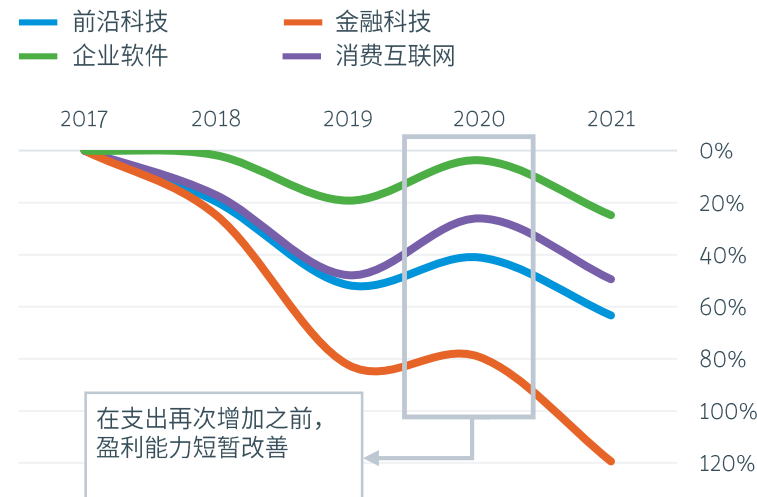
五年前，主要科技领域的营收增长率较低，利润率较高。今天，公司重新关注营收增长率，以利润率换取高增长，因为投资者资金充裕，公司的快速增长能够以高估值积累充足资金，从而进一步推动公司发展。随着营收增长率的提高，甚至企业的估值倍数也会提高，因为估值提升的速度超过营收增长的速度。

晚期金融科技公司的表现一直十分突出，在保持营收倍数可控的同时，实现各领域中的最高营收增长率中位数（50%）。相反，晚期前沿科技公司的EBITDA利润率中位数降幅最大（-32%），营收增长率中位数最低（28%），体现在最大增幅的营收倍数。与此同时，企业软件和消费互联网领域受到更多限制，在营收增长和利润率的发展趋势上十分相似。

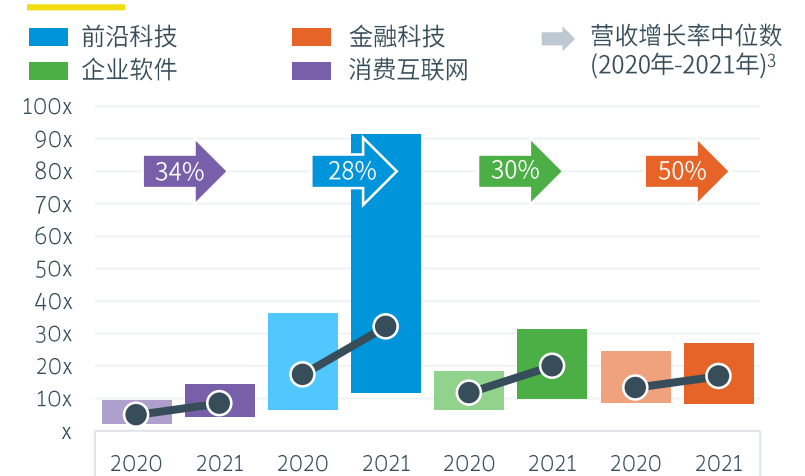
各领域EBITDA利润率¹与营收增长率



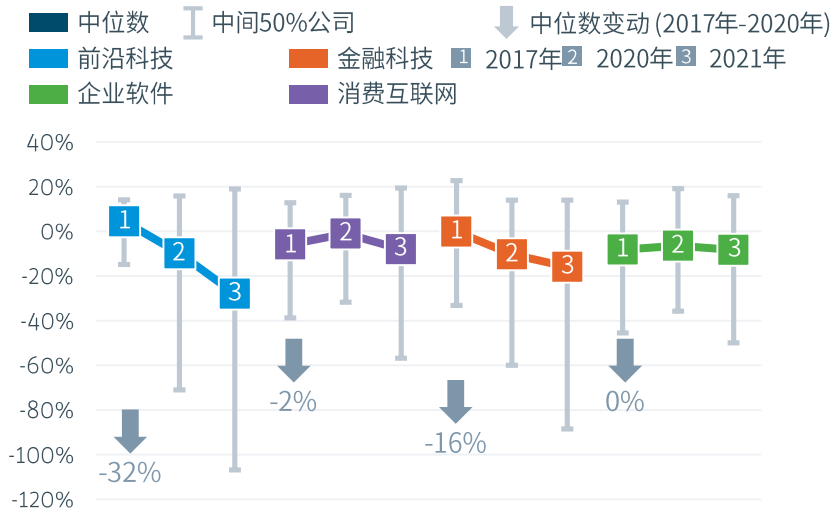
各领域EBITDA轨迹指数⁴



各领域美国后期科技公司营收倍数²



各领域营收超过5000万美元的美国公司 EBITDA利润率中位数



注：1) 对于EBITDA为负数的公司。2) 晚期融资：B+轮融资和/或公司成立五年以上进行的融资。3) 2021年同比增长率采用最近财务报表中的营收计算。4) 美国科技公司的年度EBITDA指数基点为零，以2017年以来的变化百分比进行报告。
资料来源：硅谷银行专有数据、PitchBook和硅谷银行分析。

美国前沿科技领域 创投近况

前沿科技公司的发展应该区别看待，这类公司往往需要更长时间来实现营收，而一旦公司取得成功，他们的业务就更具有竞争力。这类公司的现金流一般受制于里程碑事件，起伏不定。

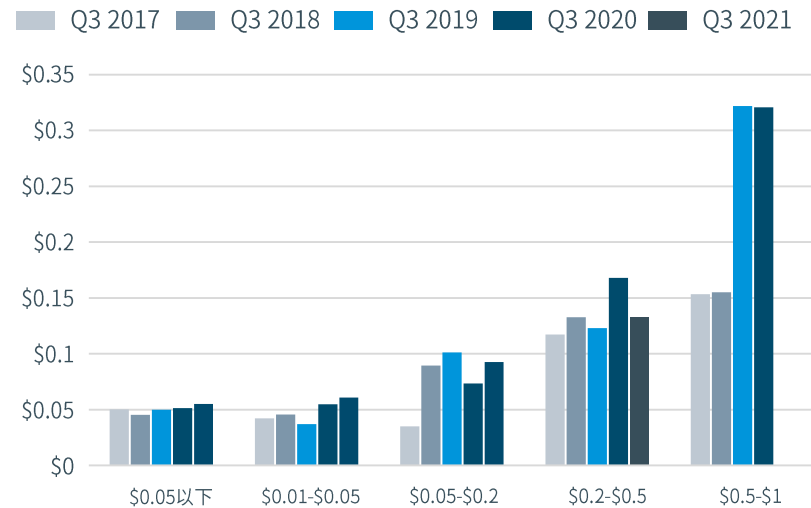
2020年到2021年，美国国防开支并未放缓，这是航空航天领域的福音，而很多其他行业在经历了艰难的2020年之后，也逐步回到正轨。由于创新生态系统的赛道转变，半导体、电动汽车部件以及对5G技术相关投资已经明显进入佳境。

美国航运延误、高关税、制造成本上升和劳动力短缺导致的供应链紊乱，是最为显著的不利因素。公司正在通过大量现货材料采购、增加库存以及重返美国或墨西哥实现生产地域多元化等方式缓解这一问题。公司利用库存抵押得到的贷款来解决这些支出。

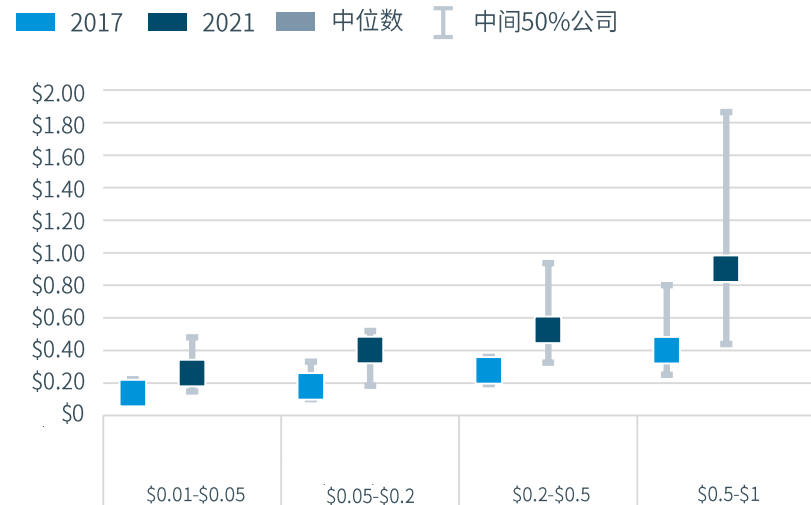
为了准备上市，一些后期公司招兵买马，人力成本上升造成了不小的资金压力。SPAC为许多无法通过其他方式上市的前沿科技公司提供了新路径。但是，随着监管趋紧和投资者热情褪去，这条退出路径可能开始收窄。

规模较小的公司在现金管理方面一直比较保守，现金跑道逐渐延长。这些企业如果不能达成里程碑事件，非传统融资渠道资金枯竭，那么未来的融资能力则令人堪忧。

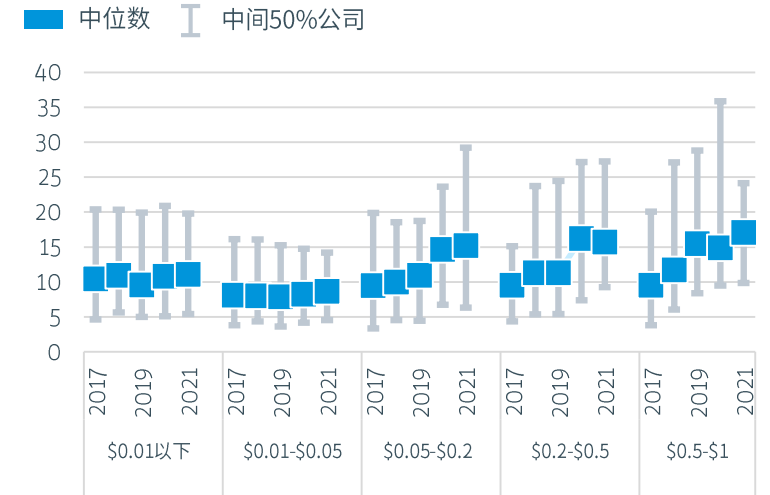
各营收水平前沿科技公司资金余额中位数 (亿美元) ¹



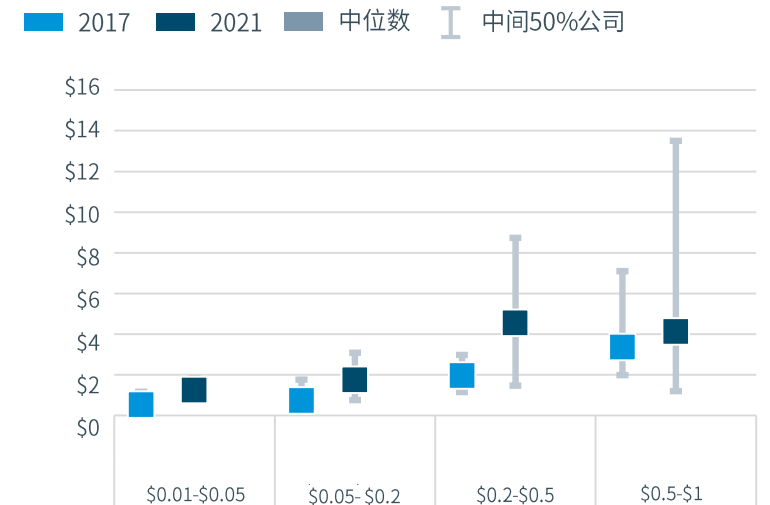
各营收区间公司交易规模 (亿美元)



各营收水平公司的现金跑道 (亿美元)



各营收区间公司投后估值 (亿美元)

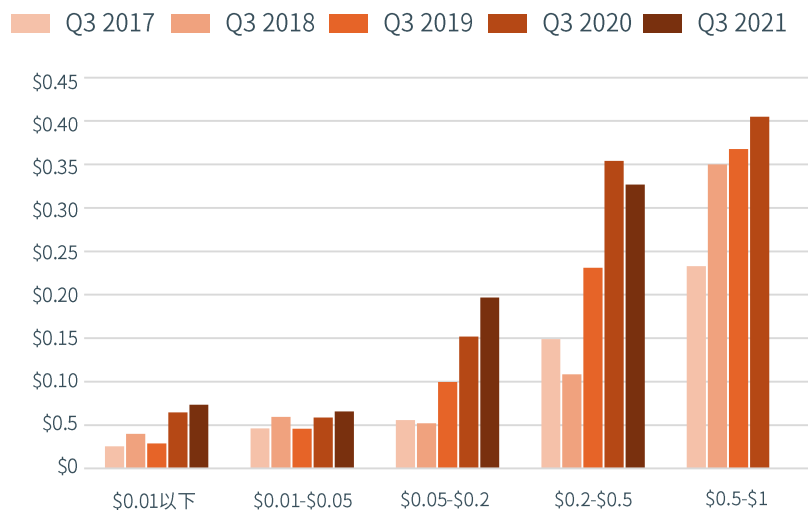


美国金融科技领域 创投近况

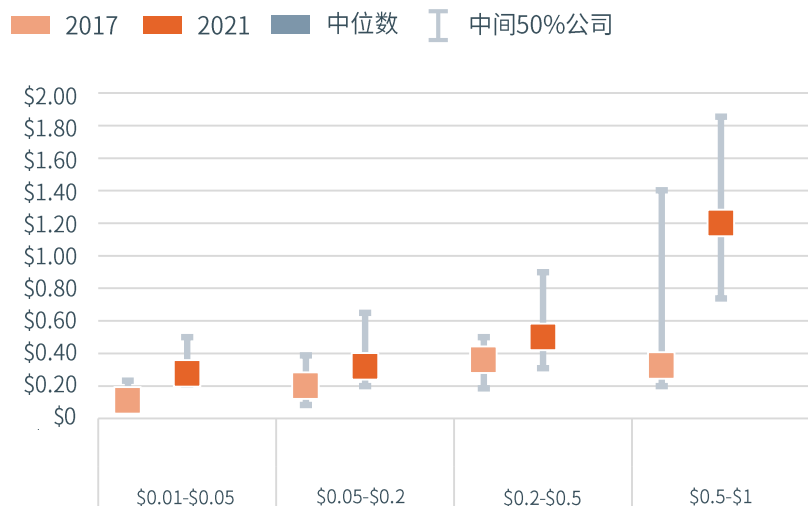
新冠疫情推动了电子商务、个人理财、零售投资和加密货币领域的增长。智能手机的广泛应用也带动了数字技术的普及。2021年，智能手机用户数占全球总人口的81%，而2016年仅为49%。原本没有银行账户的和没能充分享受银行服务的人得到了更好的金融服务。企业则持续采用数字支付和非接触式支付。

在所有科技领域中，金融科技公司的营收增长最快。有利的宏观环境，加上营收的大幅增长和风险投资的整体增加，该领域的投资动力强劲。相同营收规模的公司，交易规模和估值大幅增加，尤其是晚期阶段的公司，估值和交易规模在过去五年里几乎翻了两番。然而，估值的增加并没有体现在高营收倍数上。2021年，晚期金融科技公司交易营收倍数中位数为17倍，2020年为13倍，但低于企业软件和前沿科技公司。强劲的融资动力使金融科技公司的资金储备水平优于其他所有领域，许多金融科技公司拥有健康的现金跑道。虽然位于最低营收区间的公司（100万至500万美元）现金跑道通常较短（中位数为10个月），但大多数晚期公司至少有16个月的现金跑道，较2020年的两年多有所下降。虽然金融科技公司的现金余额和营收均有所增长，但支出也增加了。金融科技公司的EBITDA水平在所有领域中是最低的，过去五年中，EBITDA利润率中位数下降了16个百分点。

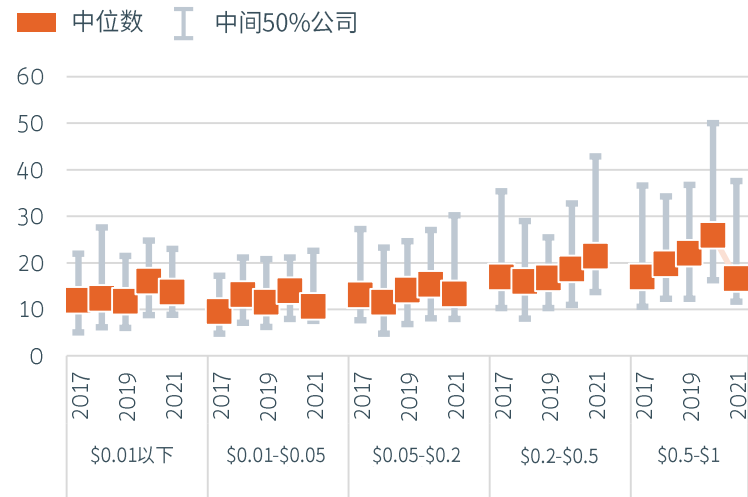
各营收水平公司资金余额中位数（亿美元）¹



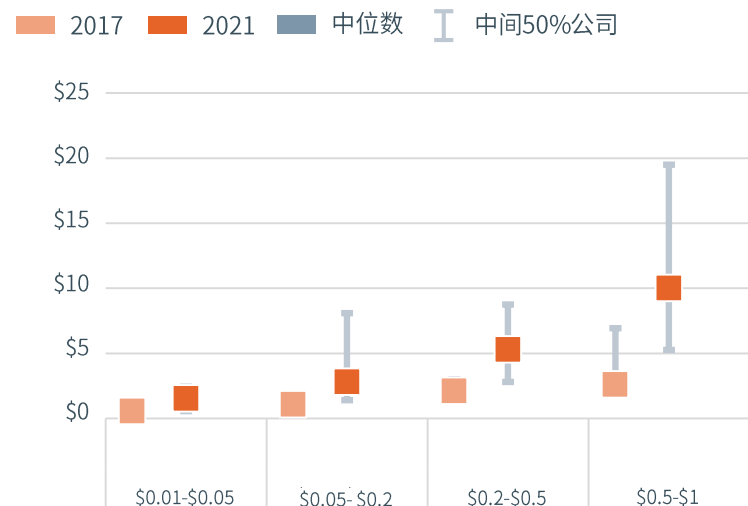
各营收区间公司交易规模（亿美元）²



各营收水平公司的现金跑道（亿美元）¹



各营收区间公司投后估值（亿美元）¹



美国企业软件领域 创投近况

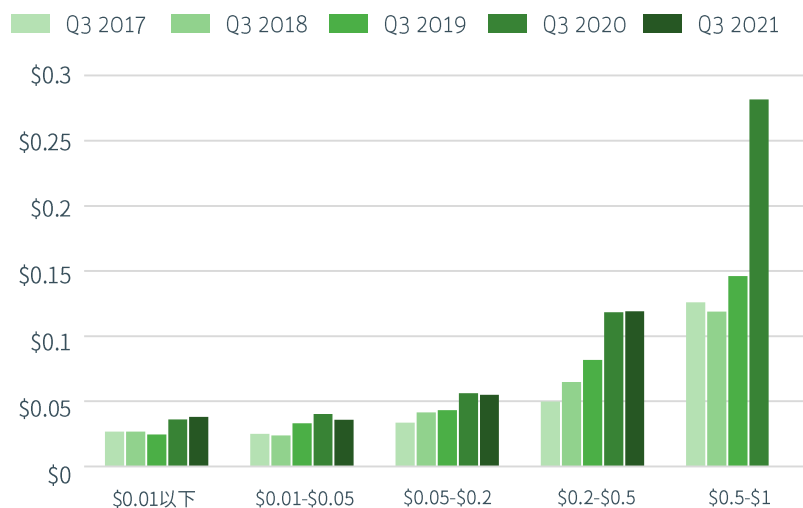
伴随远程办公和“线上线下”相结合等办公模式转变，通信和协作软件公司发展势头正盛。网络安全也变得极其重要。2021年上半年，全球网络安全初创企业获得了115亿美元的风险投资，而2020年上半年仅获得47亿美元。针对SolarWinds和Kaseya公司的供应链攻击以及微软Exchange的零日漏洞被黑客利用等事件，都表明一个安全漏洞足以让一家公司陷入瘫痪。²

为了引进人才，扩大市场份额，并获得互补产品，资金充裕的企业正越来越多地寻求小规模附属性收购。企业加码扩大销售和工程团队的规模，招聘一直是推高支出的最主要因素之一。除了通过收购其他创业公司实现人才收购，越来越多初创企业也开始从大企业挖人。

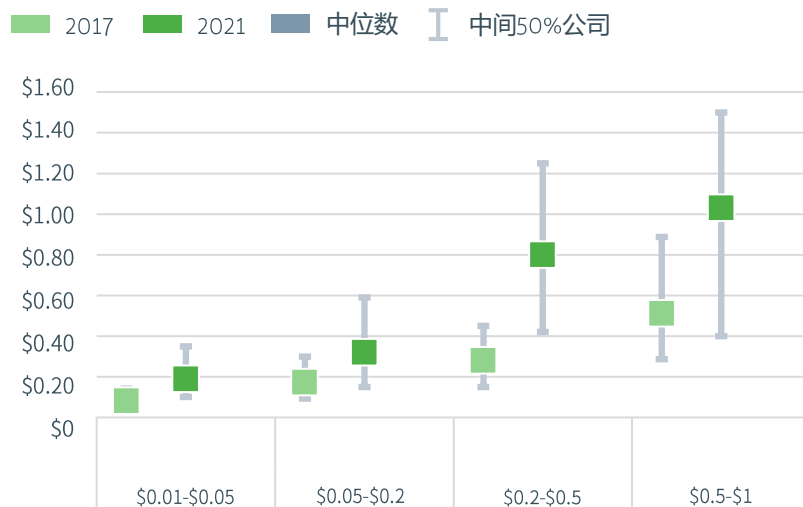
企业面临的发展阻力各不相同，如：升级现有解决方案、人才竞争、客户预算削减，或者开发适应市场需求的产品等。

资金方面，从2017年到2021年，2000万至5000万美元营收公司的交易规模出现了最高幅度的激增，仅次于5000万至1亿美元营收的金融科技公司。

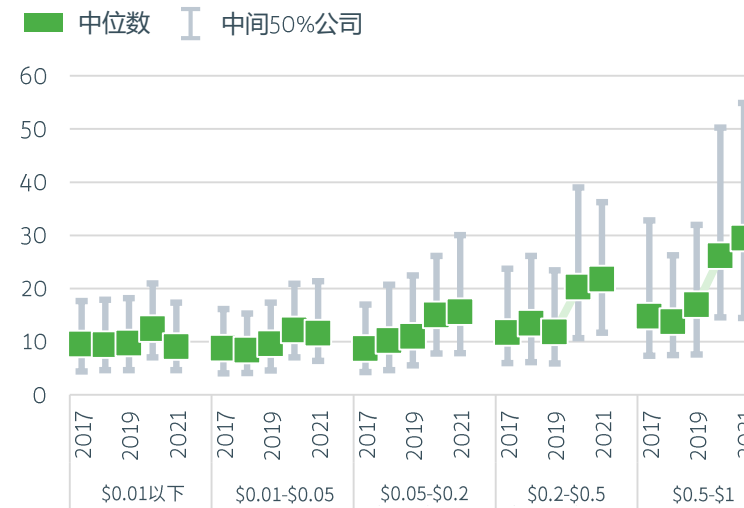
各营收水平公司资金余额中位数（亿美元）¹



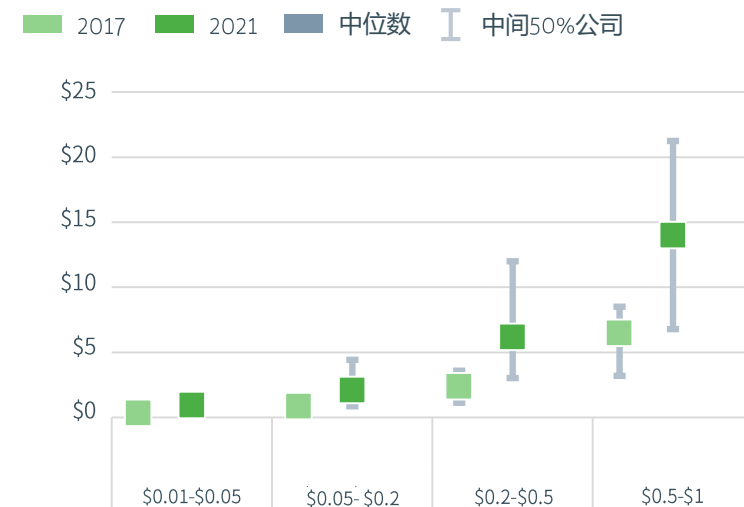
各营收区间公司交易规模（亿美元）



各营收水平公司的现金跑道（亿美元）



各营收区间公司投后估值（亿美元）



注：1) 2021年3季度，\$5000万-1亿营收区间公司的数据不完整，无法进行统计学意义上的分析。
资料来源：硅谷银行专有数据、ENISA、PitchBook和硅谷银行分析。

美国消费互联网 创投近况

美国疫情大流行时，消费领域的盈利能力恢复最快。2020年，消费互联网领域的EBITDA利润率略低于零，企业削减了开支，电商、教育科技和游戏等子领域受益于疫情而营收有所增加。

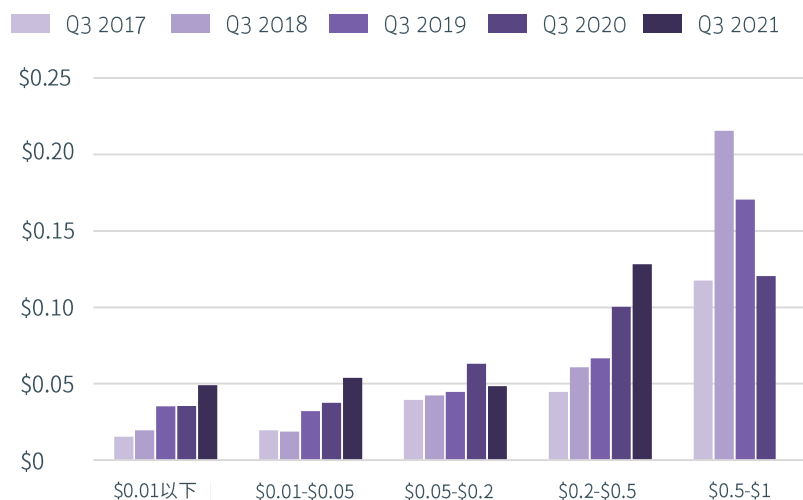
疫情期间，美国电商公司销售额飙升。全球范围内，2020年全年电商销售额高达4.3万亿美元，超出2019年27.6%，并且预计到2024年将超过6.4万亿美元。人们对手机的依赖前所未有；2021年，每部智能手机的月平均流量超过10GB，在线上视频、远程办公、手机游戏和增强现实/虚拟现实的推动下，预计手机的月平均流量使用将在2026年达到35GB。

苹果操作系统iOS 14的更新对多年来依赖Facebook和Instagram获取客户的初创品牌来说是一大阻力。他们通过内容优化和推广渠道拓展扭转了这一局面。

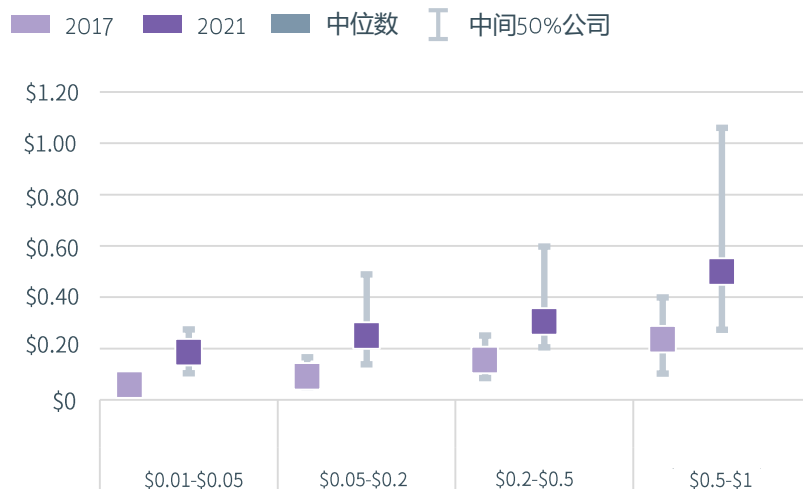
营收增加和支出的削减让2020年该领域各营收区间公司的现金跑道得以延长。随着企业再次增加开支，现金跑道已经缩短至疫情前的水平。晚期（营收在5000万至1亿美元间）消费互联网公司的现金跑道在该领域中是最低的。

消费领域的投资动力强劲，晚期消费互联网公司投后估值翻倍（交易规模也翻倍），营收倍数中位数因而从2020年的5倍增加到2021年的9倍，几乎翻了一番。这样的增长倍数在该领域中还是最低的，大部分其他子领域的增长倍数都在十几倍到三十几倍的水平徘徊。

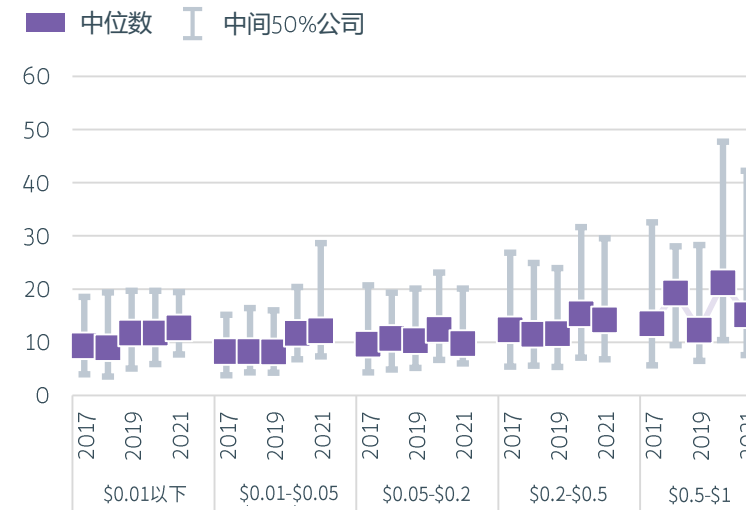
各营收水平公司资金余额中位数（亿美元）¹



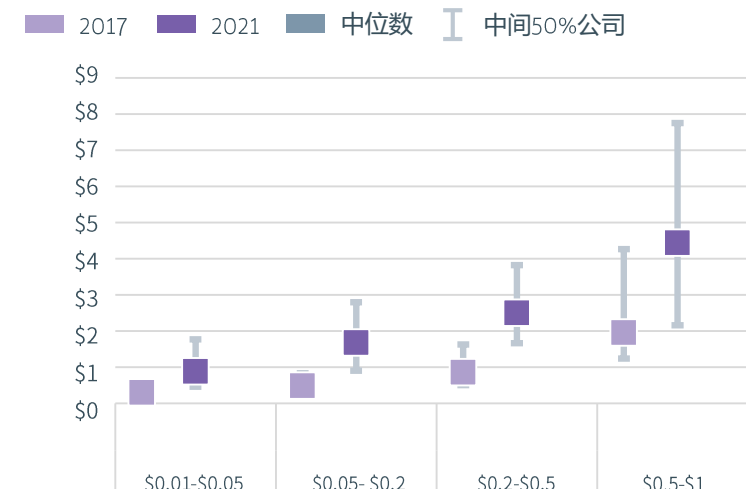
各营收区间公司交易规模（亿美元）



各营收水平公司的现金跑道（亿美元）



各营收区间公司投后估值（亿美元）



注：1) 5,000万至1亿美元区间的2021年3季度数据不完整，无法进行统计学意义上的分析。
资料来源：硅谷银行专有数据、PitchBook、Statista、爱立信和硅谷银行分析。

流动性 值得警惕

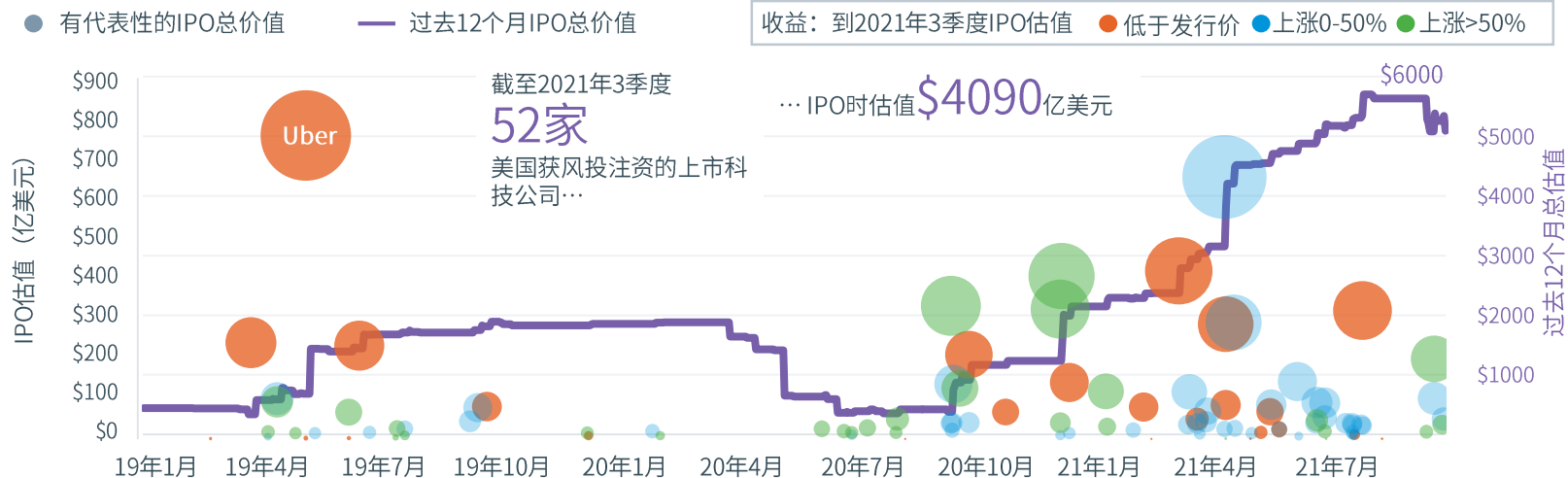
美国IPO市场满是泡沫

Wework 2021年10月的上市在一定程度上象征资本大跃进周期的结束。时光回溯至2019年，继Uber和Lyft公开市场表现疲软之后，曾经是众多渴望IPO公司关注焦点的Wework因为公司经营治理等问题而撤销了招股说明书，推迟IPO一度成为头条新闻。

第4季度尚未开始之际，美国市场共有52家获风投融资的科技公司上市，2021年已然成为获风投融资公司IPO数量创纪录的一年。2021年第一家IPO的Affirm在3季度末的股价上涨了143%；3季度美国获风投融资最大的IPO公司Robinhood估值320亿美元，其当季末交易价格略高于38美元的发行价。截至3季度末，2021年共有6起直接上市，是2020年的两倍。直接上市的Coinbase估值为860亿美元，创下2021年IPO公司之最。截至3季度，美国2021年完成IPO的52家获风投融资的科技公司中，25%的交易价格高于其发行价。

积极的市场表现传递IPO窗口开放的信号，给市场带来信心，并刺激了一系列交易。公开市场的投资者已经表现出对科技股的偏好，标普500指数的前八大权重都是科技股，苹果公司是领头羊。美国2020年上市的公司营收倍数明显高于此前上市的公司，而营收增长低于2019年上市的公司，与2018年上市的公司相当，高成长性科技股泡沫重重。

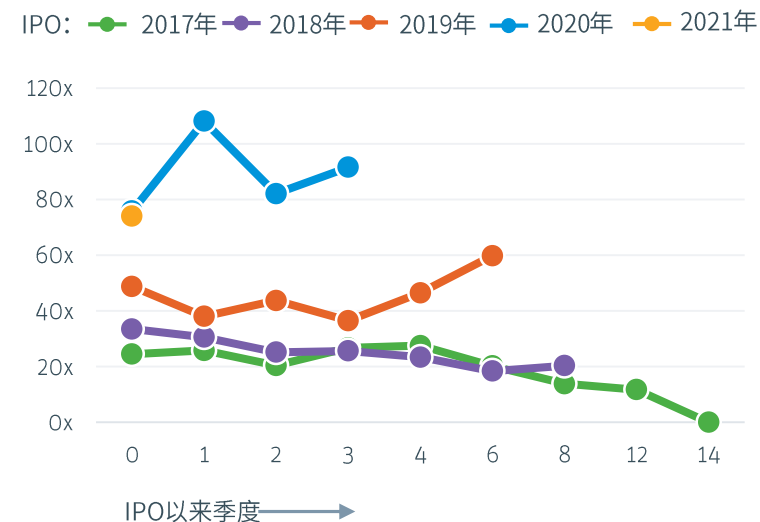
美国获风投融资的科技公司IPO¹



IPO以来营收增长率中位数



IPO以来营收倍数中位数



SPAC前路茫然

2021年3季度是SPAC和去壳公司交易的低迷期。SPAC的发行远远低于2021年1季度的高点，当时有293宗IPO，而2021年3季度只有79宗。这导致3季度总共有455家SPAC寻找标的公司。令人担忧的是，去壳活动已经放缓，部分原因是创纪录的IPO和并购活动减少了标的公司数量。这种情况因SPAC和收购方的股票表现而进一步恶化。

公开市场表现不佳导致私募股权投资已上市公司（PIPE）收紧，2021年2月至9月间交易量下降了94%。为了激励PIPE投资者，发行人不得不出调整，提高SPAC的回报收益率，并给予下行保护，如在价格下跌到一定幅度时增发股票。

SPAC寻找标的公司的时间正在缩短，普遍为12至15个月，或者可选择延长三个月。目前仍有90家从2020年开始寻找标的公司的SPAC。随着期限迫近，对标的公司的争夺和PIPE融资难度加大可能导致清算（将投资返还给股东）的情况明显增加。

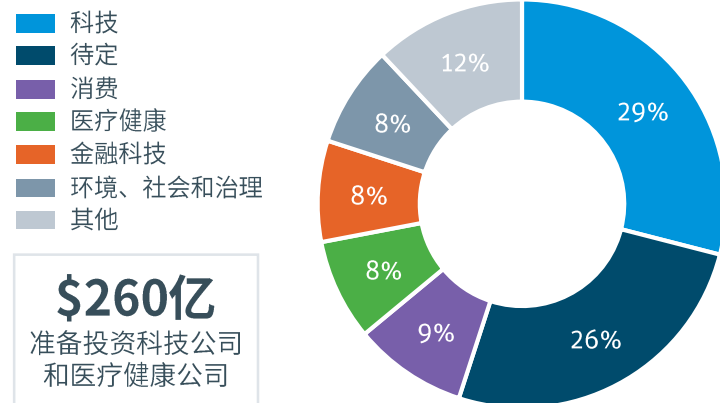
SPAC和去壳交易



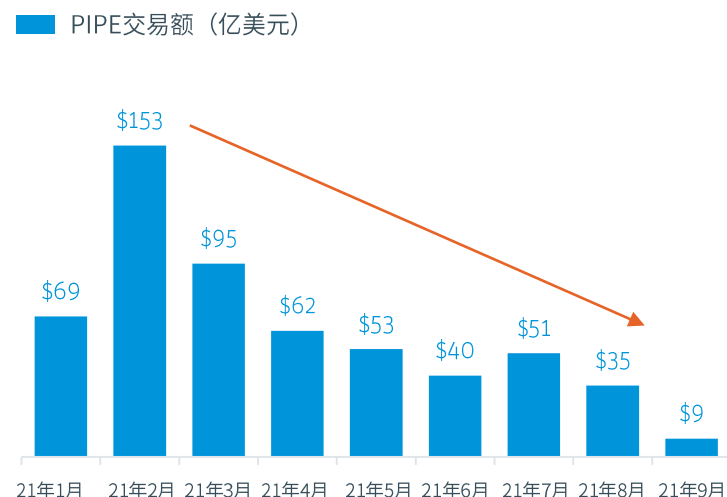
SPAC指数收益率¹



各行业SPAC IPO储备情况



SPAC PIPE出资承诺



注：1) SPAC指数是由SPACInsider制作的SPACdex收益率追踪器。该指数完全由尚未完成合并的SPAC组成。一旦完成合并，将从SPACdex中删除SPAC。指数基准日为2020年1月7日。
资料来源：SPACInsider和硅谷银行分析。

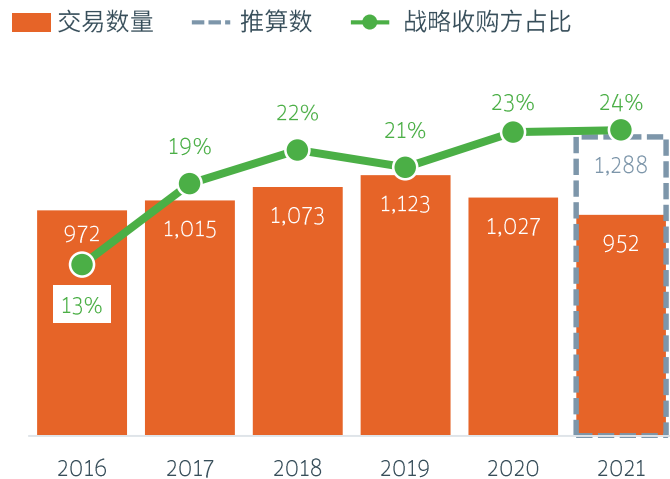
美国初创企业通过并购交易寻求增长

美国的并购交易数量在2020年有所下滑，但在2021年又有所回升，截至2021年3季度，并购交易近7000起，总交易额为1.5万亿美元。美国获风投融资的并购交易量占比不高，但也呈现回升的趋势，有望在2021年年底达到1288宗交易。对于获风投融资的公司而言，战略投资者正在成为收购队伍中主力。

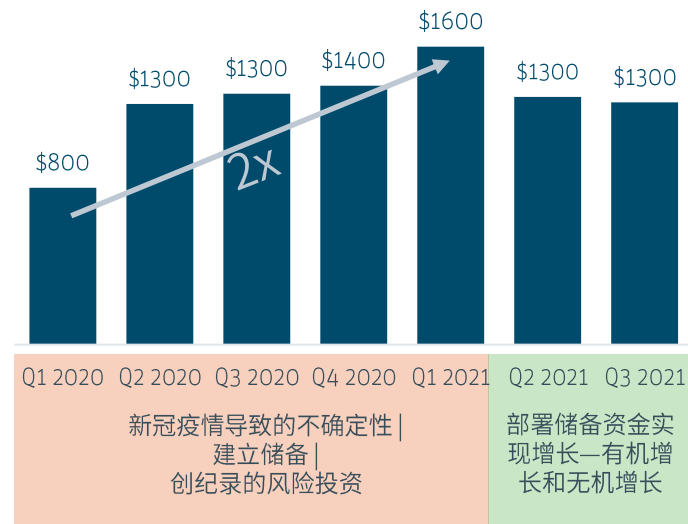
有趣的是，获风投融资的公司正日益成为全球范围内的收购方。处于成长阶段的公司希望扩大产品范围，吸纳人才并拓展新市场，截至2021年3季度，获风投融资的公司完成了600多起收购。这些公司利用前所未有的可用资金规模提升资金储备，并部署部分用于企业外延式发展。

进行收购的获风投融资公司的估值往往非常大（超过10亿美元）或非常小（低于1亿美元）。与大科技公司的做法类似，估值较小的收购方可能是借机巩固团队或招人。反垄断披露信息显示，谷歌、脸书、亚马逊和微软收购的大多是估值较小的公司——50%的公司估值低于1000万美元，80%低于5000万美元。

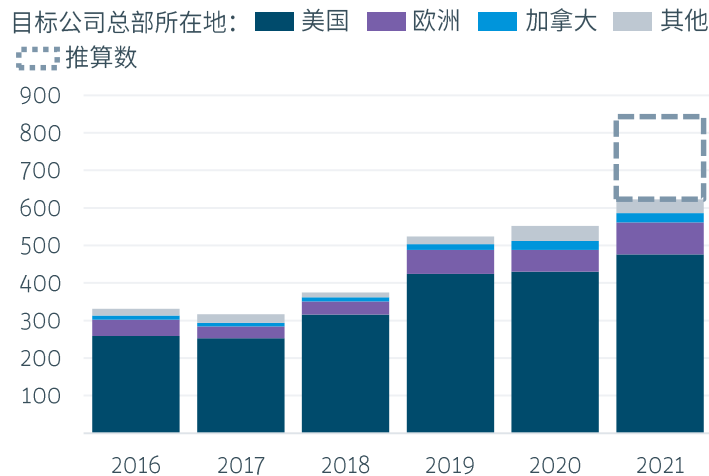
美国获风投融资公司的并购交易



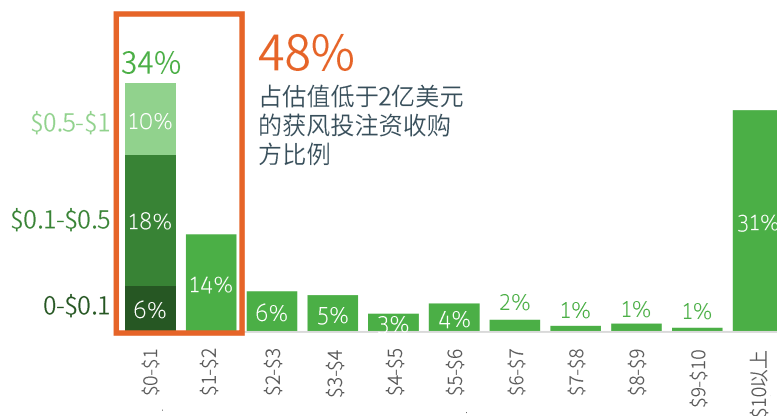
美国成长型¹科技公司现金余额中位数（万美元）



美国获风投融资的收购方



2021年不同估值区间获风投融资的收购方（亿美元）



国际市场 全球视野

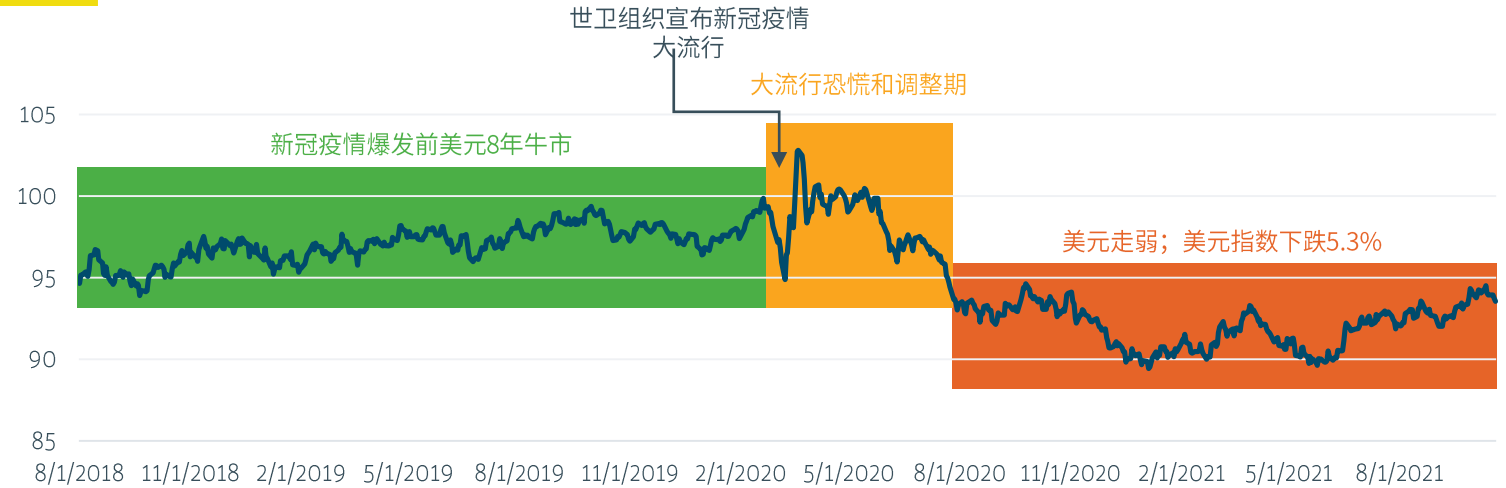
美元走弱影响本国创新发展

新冠疫情前，美国的创新经济领域受益于强势美元；这些创新企业绝大多数是美元的净卖家，比例为3:1。然后新冠疫情爆发，起初，避险需求使美元走强，但随着美国的财政与货币刺激政策向市场注入了数万亿美元，避险情绪减弱，美元也开始走弱。如今，疫情已持续有19个月，在持续低利率、风险偏好改善、贸易和财政赤字持续创纪录的大环境下，美元可能会开始多年的长期下跌。

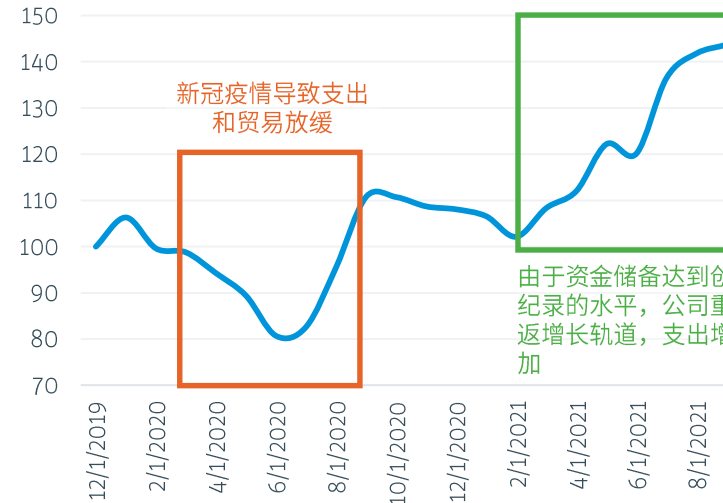
在新冠疫情爆发初期，贸易与跨国交易停滞、企业削减运营支出，那时许多企业恰巧错过了美元的强势期。许多企业现在拥有前所未有的资金量，并开始计划在海外部署资金，拓展新市场，购买外国商品、服务和公司。例如，在2021年的并购交易中，美国获风投融资的收购方中24%涉及了国外标的公司。

借助硅谷银行专有数据，我们估算了新冠疫情后美元贬值对进行非对冲现货交易的科技与医疗健康领域公司有何影响。分析发现，截至2021年3季度末，一般的公司平均损失了4.6万美元¹，而前5%最活跃的货币交易者的损失高达110万美元。可以说，如果没有一个动态的对冲策略则可能导致巨大损失。

美元指数 (DXY)



美国科技公司和医疗健康公司的国外支出指数² 与新冠疫情爆发前相比外汇成本增加情况^{2,3}



- 1 科技/医疗健康公司是美元的净卖家
- 2 与新冠疫情爆发前相比美元指数下跌5.3%
- 3 随着公司开始支出，外汇交易量增加
- 4 相对于新冠疫情爆发前的外汇汇率，2021年末套期保值的公司产生额外成本



注：1) 2021年1月1日至2021年9月30日。2) 采用现货交易用美元购买10国集团和中国货币的买家；指数（基点值100）基准日为2019年1月12日。3) 相对于新冠疫情爆发前的成本，采用2018年11月20日至2019年2月19日（疫情爆发前时段）和2020年7月1日至2021年9月30日（疫情爆发后时段）的平均汇率核算。
资料来源：硅谷银行专有数据、彭博社和硅谷银行分析。

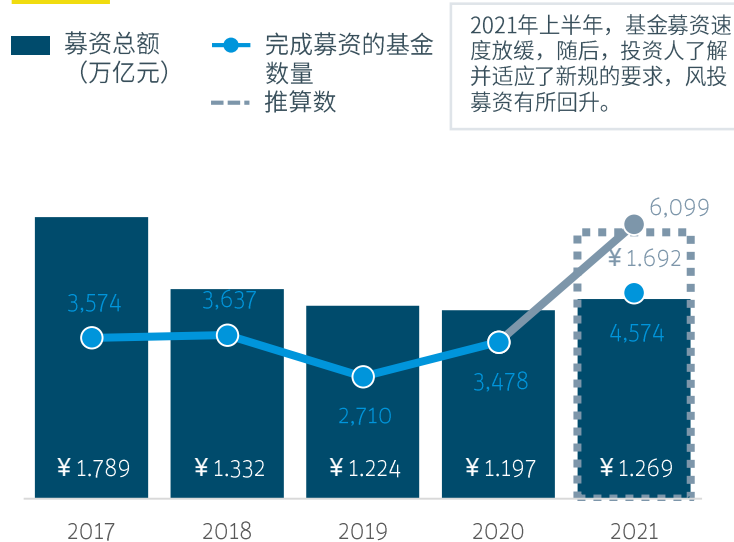
中国推动高质量经济发展

中国正将经济重心从消费品转向硬科技领域，如清洁能源、生物科技、医疗健康等，这也需要投资、人才、政府举措方面的支持。中国密切关注城市化进程放缓、人口老龄化与城乡收入分化的同时，取得了宏观调控与GDP增长的良好平衡。2021年前三季度，中国国内生产总值同比增长9.8%，数字经济规模达39.2万亿元，占GDP比重为38.6%。中国优先推动高质量的经济的发展而非高杠杆的房地产投资。

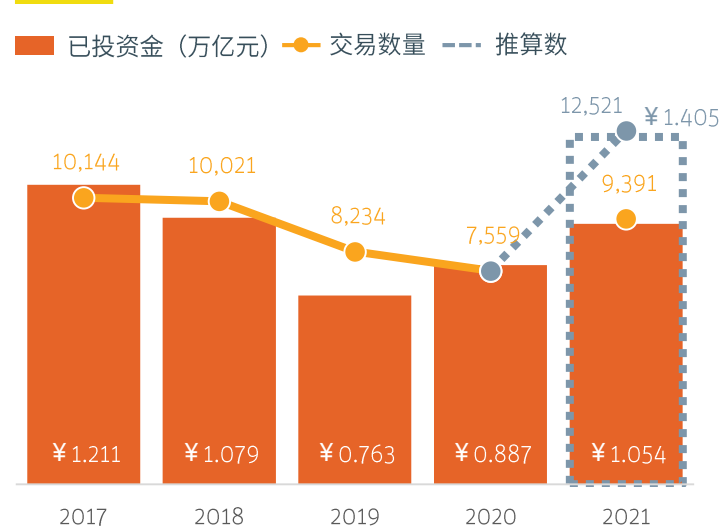
2021年7月，中国施行“双减”政策，限制学科类教育培训，与此同时加强对大型科技公司的监管。这一系列举措的目的之一是增加社会公平性。

尽管监管趋紧，中国依然积极引进境外投资。合格境外有限合伙人（QFLP）试点区域正不断扩大，这一政策旨在让合格的境外投资机构在中国境内将资金兑换为人民币。自2010年QFLP试点政策在上海率先落地以来，一直都广受市场关注，北京、天津、青岛、深圳、广州、苏州、贵州省、福建省、辽宁省、海南省等地也陆续落地试点政策。

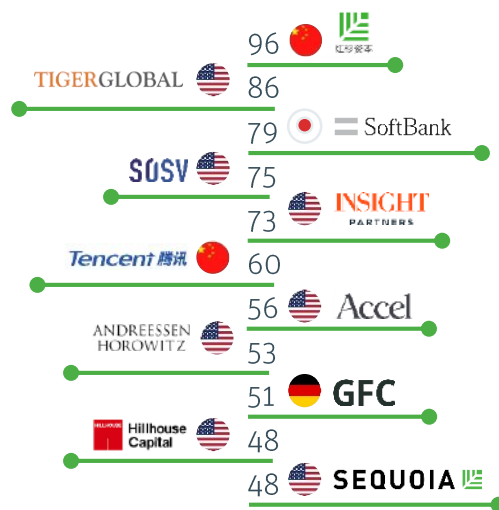
中国风投基金募资情况



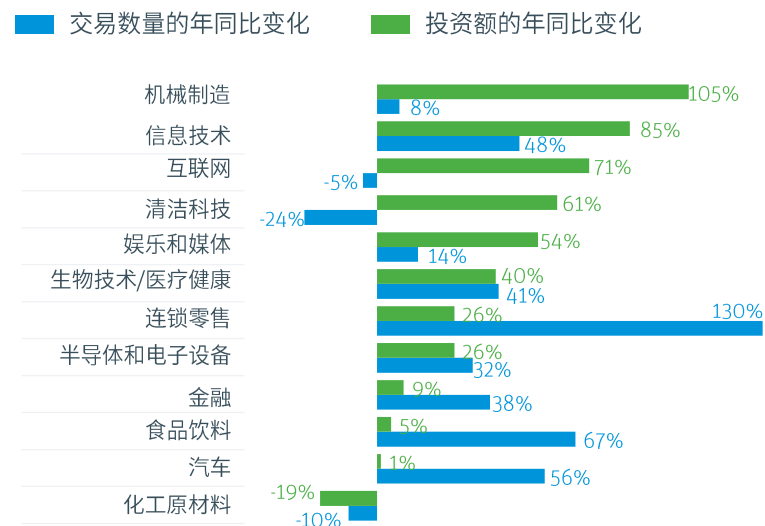
中国公司获风投注资情况



中国头部投资机构¹



风投融资的行业转变情况



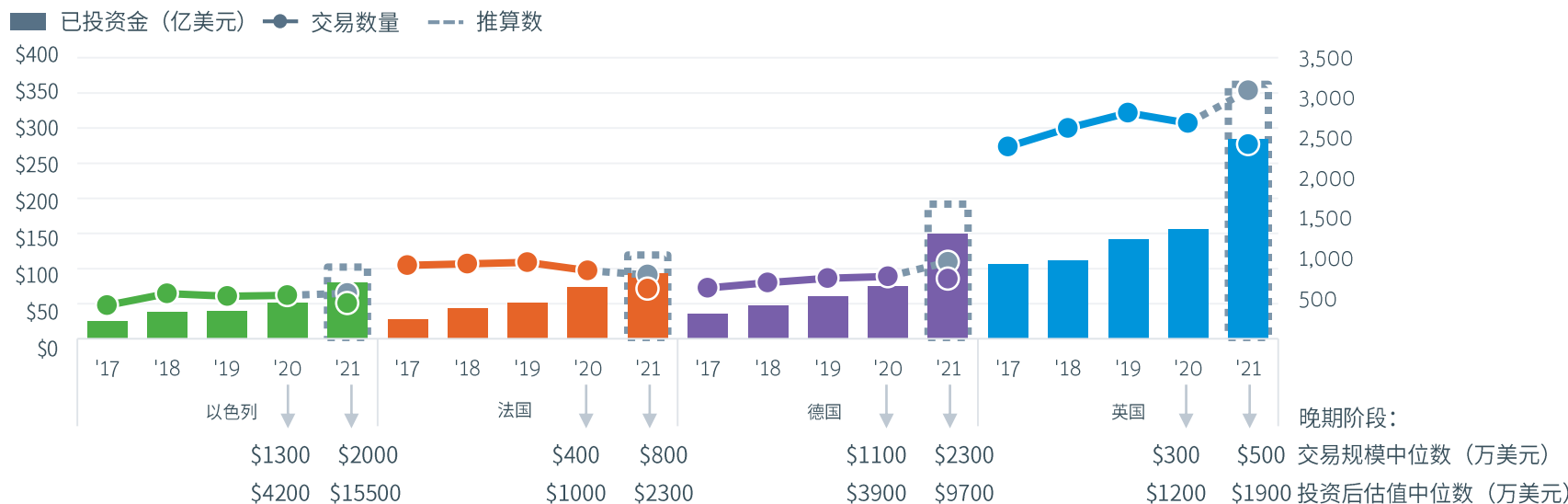
欧洲、中东和非洲地区风投破纪录

2021年是欧洲、中东和非洲（EMEA）地区风险投资创纪录的一年。3季度，欧洲风投的总投资额为240亿欧元，是历史上第二高的季度纪录。EMEA的晚期交易占主导地位，占3季度总交易额740亿欧元的近74%。2021年前3季度的退出交易超过1150亿欧元，已经创下纪录，是2020年全年退出价值的近五倍。独角兽公司达72家，超过了中国的独角兽企业总数。

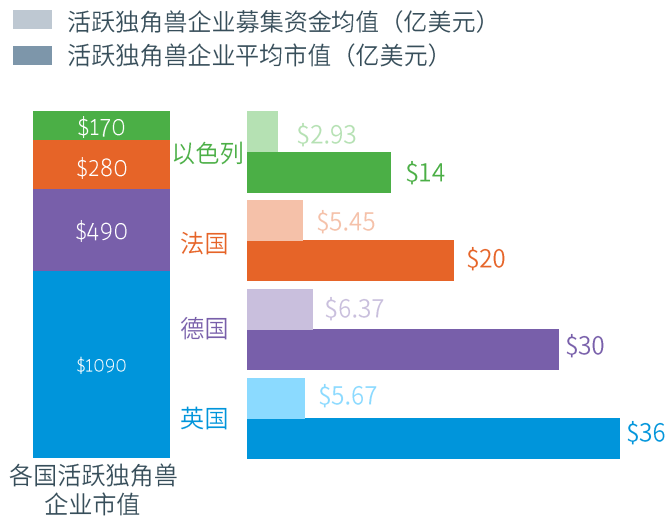
风险债已成为欧洲企业的创始人寻求延长现金跑道、减少股权稀释的融资方式；自2020年以来，风险债交易数量增加了78%。美国债务基金与欧洲当地投资者共同提供资金支持，交易定价更具竞争力，成交率更高。

虽说美国把风险债引入了欧洲，但两者的法规影响力却恰恰相反。欧盟对商业模式有治外法权的影响，因为世界各地的企业通常单方面采用欧盟法规。2021年9月，美国-欧盟贸易和技术委员会（TTC）起草了一份备忘录，概述了“就双方各自的科技平台治理办法交换意见，在可行的情况下求同存异”的计划¹。完整计划将于2022年才能发布，将对全球创新领域产生巨大影响。2018年5月生效的欧盟《通用数据保护条例》框架（GDPR）改变了企业处理数据的方式。欧盟竞争事务专员Margrethe Vestager一直是打击垄断性商业模式和无约束资本主义的重要人物。例如，欧盟成员国率先按15%的全球最低税率征收公司税，2021年10月，全球136个国家和司法管辖区已对此达成共识。

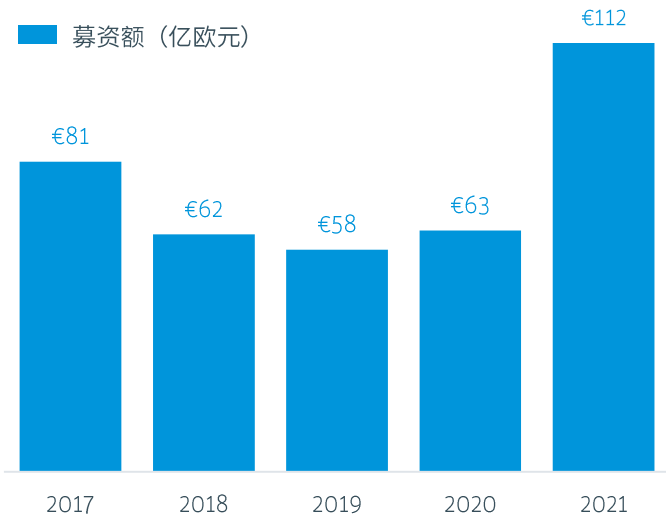
部分国家的风投情况



活跃独角兽企业现状



欧洲初创企业风险债交易



作者



Bob Blee

硅谷银行
公司金融部总经理
bblee@svb.com



Nick Candy, 特许金融分析师

硅谷银行
市场洞察总监
ncandy@svb.com



Eli Oftedal

硅谷银行
市场洞察高级研究员
eoftedal@svb.com



Liz Cahill

硅谷银行
市场洞察高级研究员
lcahill@svb.com



免责声明

1. 本报告包含的资料，包括但不限于报告中的统计信息，仅供参考。报告的部分内容基于我们认为可靠的第三方来源提供的信息，我们并未对这些信息进行独立核实。因此，我们不确保这些信息的准确性和完整性。这些信息不应该作为税务、投资、法律或其他咨询参考，也不应该作为投资决策或其他决策的依据。在作出任何投资决定之前，请获取相关和具体的专业建议。与本报告相关的任何信息都不可以理解为取得或处置任何投资或者参与任何其他交易的招揽、要约或建议。
2. 所有的信贷产品和贷款均须经过承保、信用和抵押物审批。本报告包含的所有信息仅供参考，不明示或暗示任何保证。利率、条款、计划和承保政策如有变化，恕不另行通知。这不是贷款承诺。条款和条件适用。
3. SVB Private Bank是硅谷银行的一个部门。SVB Private Bank提供银行业和贷款产品与服务。贷款和信用卡须经过信用和/或抵押物审批。可提供融资，各州情况有所不同。限制可能适用。
4. SVB Leerink LLC是SVB金融集团成员公司。SVB Leerink LLC提供的产品和/或服务未向联邦存款保险公司或任何其他联邦政府机构投保，也为得到硅谷银行或其关联人的保证。SVB Leerink LLC是美国金融业监管局和美国证券投资者保护公司的会员。
5. 为了执行您的财富计划，我们与税务、保险和信托与法律服务领域的非关联第三方专业机构合作。Founders Circle Capital是第三方，不是硅谷银行或SVB Wealth Advisory, Inc.的关联人。硅谷银行与Founders Circle Capital没有直接关系，也没有责任或关联关系。作为SVB金融集团的成员公司，硅谷银行在Founders Circle Capital中有间接财务利益，因此，向Founders Circle Capital引荐客户时有间接利益。Founders Circle Capital是注册投资顾问，不是美国联邦储备系统的银行或成员。
6. 本报告所列除硅谷银行以外的公司，以及本“免责声明”页所列关联实体、非银行关联人和附属机构，均属独立第三方，与硅谷银行金融集团没有关联关系。
7. 财富规划以及投资和股票期权策略通过SVB Wealth Advisory, Inc.提供，该公司是注册投资顾问，也是硅谷银行的非银行关联公司。
8. 外汇交易风险巨大，如果汇率出现不利变动，短期内就会产生损失。汇率可能剧烈波动，受许多经济、政治和社会因素以及供求状况和政府干预、控制和调整措施的影响。金融工具投资风险巨大，包括可能损失投入的本金。进行外汇交易之前，您应当向自己的税务、财务、法律等领域的顾问征求建议，只依据自己的目标、经验和资源进行投资决策。
9. 注册投资顾问SVB Asset Management是硅谷银行的非银行关联人，也是SVB金融集团的成员。
SVB Securities是硅谷银行的非银行关联人，SVB金融集团的成员，以及美国金融业监管局和美国证券投资者保护公司的会员
SVB Wealth Advisory是注册投资顾问，硅谷银行的非银行关联人，以及SVB金融集团的成员。
10. 预测均基于主观评估和假设。因此，不应将任何预测、推测或分析视为事实，也不应作为未来成果的准确预测加以依赖。

投资产品：

未向联邦存款保险公司或任何其他联邦政府机构投保	不是银行存款，没有银行担保	可能失去价值
-------------------------	---------------	--------



免责声明

1. 硅谷银行是根据加拿大《银行法》批准的外国银行分支机构。
2. SPD、SHANGHAI PUDONG DEVELOPMENT BANK和浦发银行有限公司分别和共同是上海浦东发展银行股份有限公司在中国的商标，经许可使用。浦发硅谷银行是SVB金融集团加利福尼亚州银行子公司和商业银行业务硅谷银行与上海浦东发展银行的合资企业。
3. 硅谷银行未获得在丹麦开展银行业务或开展任何其他受监管活动的许可。
4. 硅谷银行在英格兰和威尔士注册于英国伦敦EC2A 1BR Finsbury广场14-18号的Alphabeta，编号为FC029579。硅谷银行由加州商业监督部和美国联邦储备银行授权和监管，受审慎监管局的授权（号码为577295），须遵守金融行为监管局的规定和审慎监管局的限制规定。有关审慎监管局对于我们进行监管的详细资料可应需提供。
5. 硅谷银行德国分行是硅谷银行的一个分支机构。硅谷银行系根据美国联邦加州法律成立的公共有限责任公司（Aktiengesellschaft），注册办事处位于美国加州的圣克拉拉，在加州州务卿注册，编号为C1175907，首席执行官（Vorstand）：Gregory W Becker，董事会主席（Aufsichtsratsvorsitzender）：Roger F Dunbar。硅谷银行德国分行的注册办事处位于美因河畔法兰克福，在美因河畔法兰克福的地方法院注册，编号为HRB 112038，分行主任（Geschäftsleiter）：Christian Hoppe和Dayanara Heisig。
6. 硅谷银行和SVB金融集团英国有限公司未获得在爱尔兰开展银行业务或开展任何其他受监管活动的许可。SVB金融集团英国有限公司在英格兰和威尔士注册于Alphabeta, 14-18 Finsbury Square, London EC2A 1BR, UK，注册号为5572575。
7. SVB Israel Advisors Ltd.是SVB金融集团的子公司。SVB Israel Advisors Ltd.和SVB金融集团均未获得在以色列开展银行业务或提供其他金融服务的许可，也未从事无需许可的银行活动。银行服务由联邦存款保险公司成员硅谷银行提供。硅谷银行不受以色列银行的银行监管员监管，而是受美国联邦储备银行和加州金融保护和创新局的监管。
8. 如果您不想再收到SVB金融集团或硅谷银行的营销信息，您可以[取消订阅](#)。请阅读我们的[隐私政策](#)。如果您对我们的隐私政策有任何疑问或担忧，请通过电子邮件与我们联系：privacyoffice@svb.com。

©2021 SVB金融集团。版权所有。SVB、SVB金融集团、硅谷银行、MAKE NEXT HAPPEN NOW和V形标志是SVB金融集团的商标，经许可使用。硅谷银行是联邦存款保险公司（FDIC）和联邦储备系统的成员。硅谷银行是加州银行金融集团（Nasdaq: SIVB）的加州银行子公司。



关于硅谷银行

硅谷银行（SVB）致力于服务创新企业及其投资人近40年，帮助他们快速推进大胆创想。硅谷银行通过其全球创新中心的团队提供定制化的金融服务和专业解决方案。硅谷银行的业务包括商业银行、国际金融服务及私人银行服务，全面服务全球创新者的独特需求。

参见上页完整免责声明。

©2021 SVB金融集团。版权所有。SVB、SVB金融集团、硅谷银行、MAKE NEXT HAPPEN NOW和V形标志是SVB金融集团的商标，经许可使用。硅谷银行是联邦存款保险公司（FDIC）和联邦储备系统的成员。硅谷银行是加州银行金融集团（Nasdaq: SIVB）的加州银行子公司。

 www.svb.com

 @SVB_Financial

 Silicon Valley Bank

 @SVBFinancialGroup