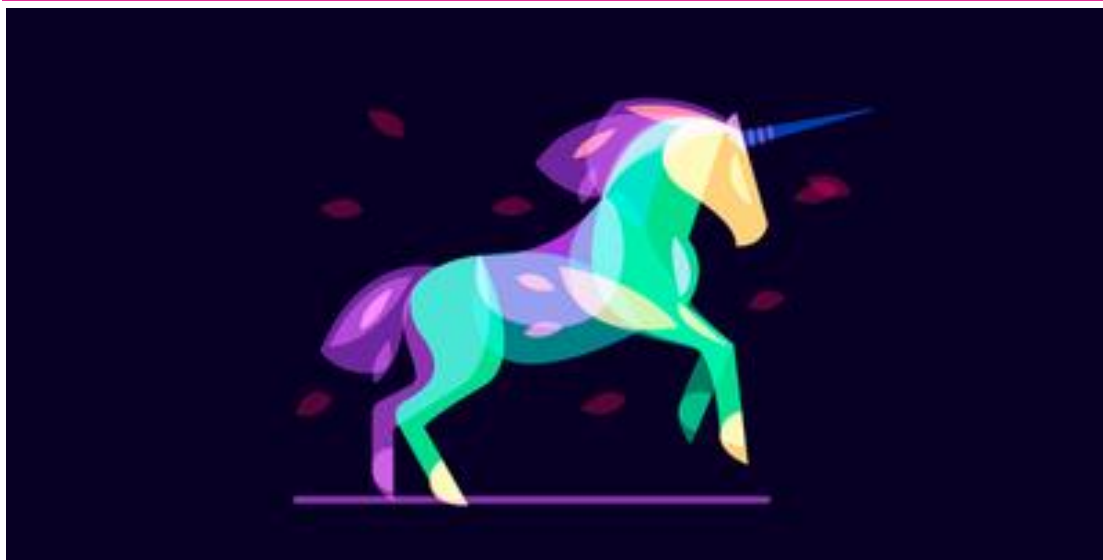


【全球獨角獸觀測系列】

細說獨角獸 2018 IPO 的悲喜劇



2018 年全球資本市場頻出新政策爭奪新經濟獨角獸企業，掀起一波獨角獸 IPO 的熱潮，尤其是中國在 2018 年下半年早期資本市場收緊，獨角獸光環逐漸褪色之際，為了獲得更多的資金挹注，迫使中國獨角獸前仆後繼的上市。然而在 2018 年美國聯準會多次升息、全球貿易衝突、區域經濟成長放緩的大背景下，2018 年全球主要股市愁雲慘澹，集體下跌，多國創金融危機以來最差表現，進而影響獨角獸上市的表現。當然這些曾經風風火火的獨角獸上市成績有悲有喜，套句巴菲特的名言「只有當潮水退去的時候，才知道是誰在裸泳」，本文透過收集與分析相關的數據，為大家揭開這齣全球獨角獸 2018 IPO 悲喜劇的內幕，看誰跌最深，誰是股價節節高昇的「係金 A」獨角獸。

2018 年吹起的獨角獸 IPO 狂歡潮

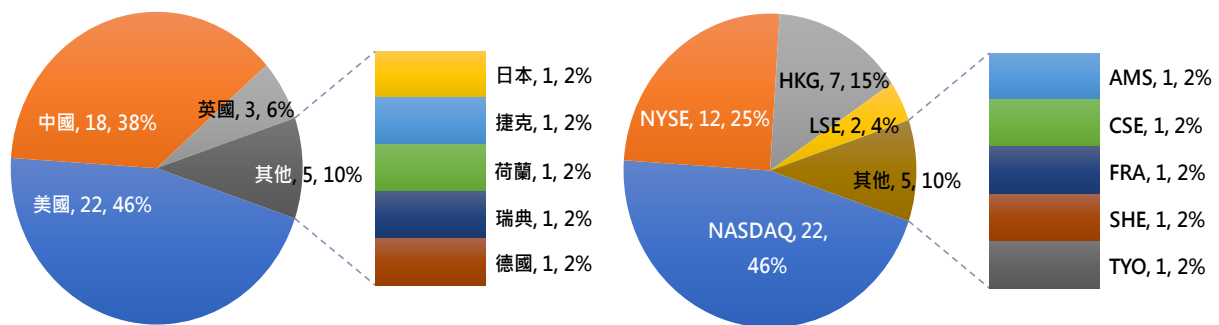
根據安永《改革與創新—IPO 市場的新動能》報告，估計 2018 年全球 IPO 達 1,365 宗，雖件數較前一年減少 20%，但集資金額穩步上揚，增加 7% 至達 2,051 億美元。集資金額上升主要與越來越多獨角獸上市和出現大型 IPO 項目有關。大型 IPO 項目增加推升香港全年集資額，並超越紐約證券交易所，同時在 IPO 件數亦領跑全球，成為「雙料冠軍」。

2018 年對獨角獸是重要的一年，不僅是全球誕生 112 家獨角獸企業，創歷年新高，同時，也是獨角獸 IPO 上市的狂歡年，根據本文收集 Crunchbase 與 CB Insights 公布的獨角獸 IPO 數據，剔除數據不完整的名單，共有 48 家獨角獸在 2018 年 IPO 上市。

美股從 2008 年金融危機復甦之後展開最長的一輪暴漲，到 2018 年已歷經 10 年牛市，而港股也是連續多年上漲，大部分板塊估值處於歷史高位，因此，對獨角獸而言，寧可選擇趕搭牛市上車，也不想熊市上市；另一點，有些獨角獸們也真的到了必須上市的節點，不過，造成這一波獨角獸上市潮還有一些原因，待後面再來探討。

(一) 美國與中國共有 40 家獨角獸爭相上市 上市地點以那斯達克 22 家與紐約證交所 12 家最多

2018 年上市的 48 家獨角獸所屬的國別，依序為美國 22 家、中國 18 家、英國 3 家、日本、捷克、荷蘭、瑞典與德國各有 1 家。至於 48 家獨角獸 IPO 上市的地點，以美國那斯達克(NASDAQ)上市 22 家與紐約證交所上市 12 家最多，在香港、英國倫敦證交所上市的獨角獸分別有 7 家與 2 家，其他上市的地點還有阿姆斯特丹證券交易所(AMS)、加拿大證券交易所(CSE)、德國法蘭克福證券交易所(FRA)、中國深圳證券交易所(SHE)、日本東京證券交易所(TYO)，均有一家獨角獸企業上市，見圖 1，至於 IPO 名單詳見表 1。

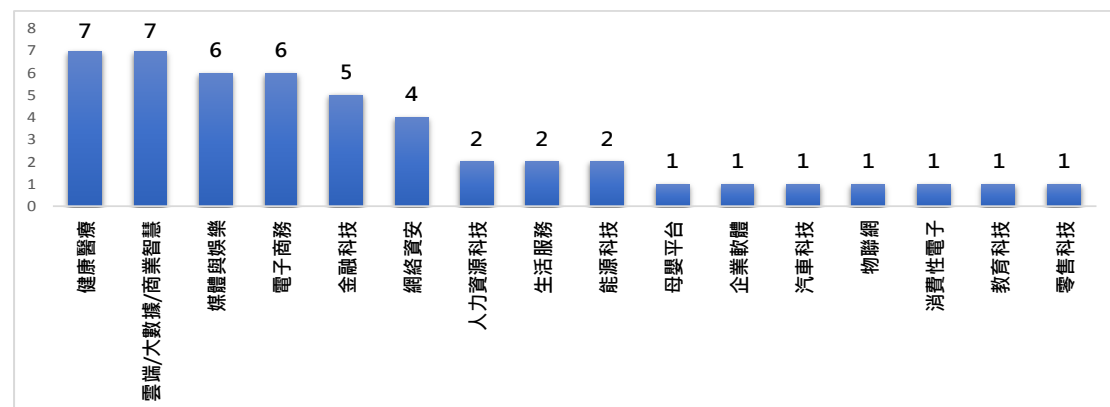


資料來源：Crunchbase 與 CB Insights 資料庫，本文整理。

圖 1、2018 年上市之獨角獸產地與上市地點

(二) IPO 獨角獸以健康醫療、雲端/大數據/商業智慧、媒體與娛樂、電子商務最多

IPO 獨角獸中，以健康醫療、雲端/大數據/商業智慧各有 7 家最多，其次媒體與娛樂、電子商務各 6 家，金融科技 5 家、網路安全 4 家、人力資源科技、生活服務、能源科技各有 2 家，母嬰平台、企業軟體、汽車科技、物聯網、消費性電子、教育科技、零售科技各有 1 家，見圖 2 所示。



資料來源：同圖 1。

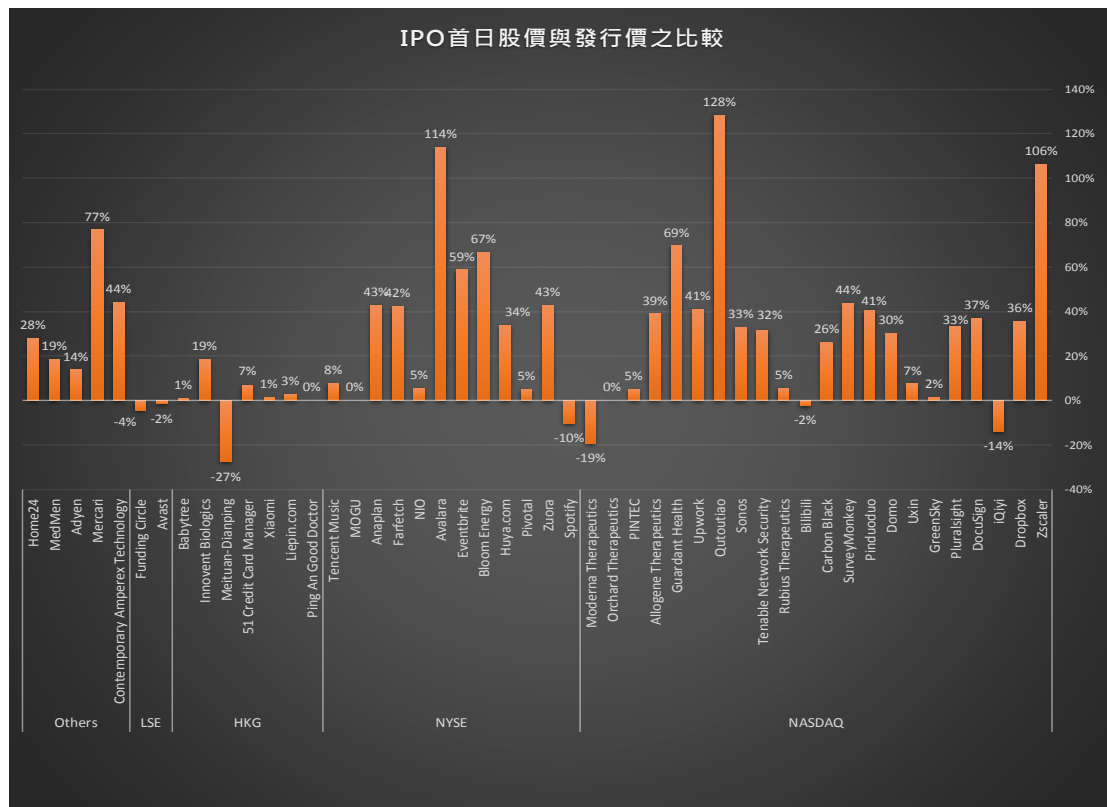
圖 2、2018 年上市之獨角獸行業類別

IPO 後表現如何？

(一) 獨角獸 IPO 起手勢：IPO 首日收盤股價與發行價之比較

1. 48 家獨角獸 IPO 當日有 7 家破發

首先，觀察 48 家獨角獸 IPO 首日收盤股價與發行價的漲跌幅，共有 7 家破發，包括：媒體與娛樂有 3 家破發，如中國影音視頻網站愛奇藝(iQiyi)、彈幕影片分享網站哔哩哔哩(Bilibili)與影音串流平台瑞典 Spotify，生活服務類(美食外送)的美團點評(Meituan-Dianping)、健康醫療的 Moderna Therapeutics、網路安全 Avast 與金融科技(借貸平台)Funding Circle。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

圖 2、獨角獸 IPO 首日收盤價與發行價之比較

2. 以美團點評(-27%)與 mRNA 療法 Moderna Therapeutics(-19%)上市首日股價下跌最多，Zscaler、趣頭條(Qutoutiao)與 Avalara 則是開出發行價翻倍的好成績

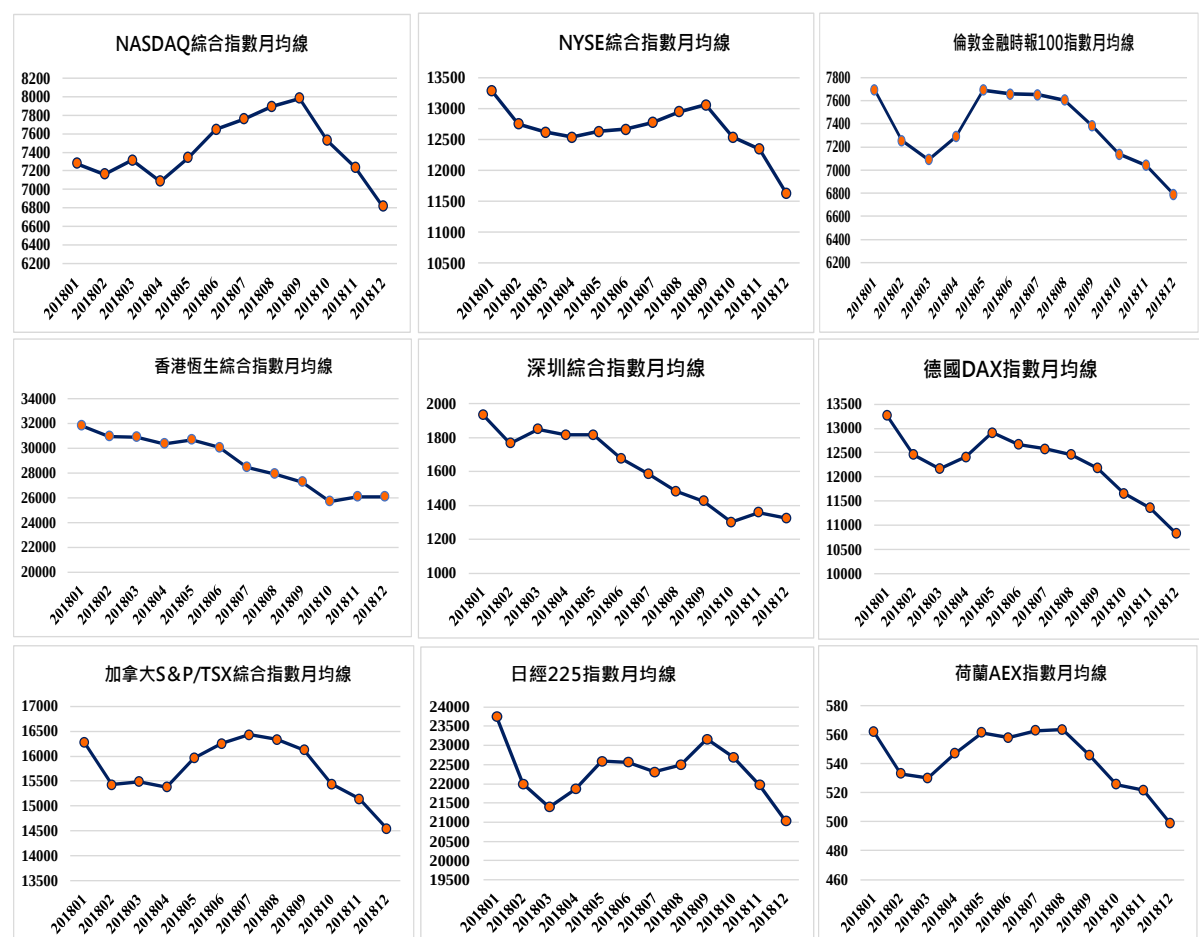
7 家破發的獨角獸中以中國新經濟的重要代表美團點評下跌 27%最深，其次是創下史上最大生技 IPO 的 mRNA 療法獨角獸 Moderna Therapeutics，風光上市的首日卻以下跌 19%作收，封關日更是一路下跌接近 34%。相反地，也有極度風光上市獨角獸，分別是在美國上市的美團資安獨角獸 Zscaler、中國行動新聞內容平台趣頭條(Qutoutiao)與美國稅務會計軟體 Avalara，IPO 首日上市，收盤股價就開出翻倍的好成績。

3. 倫敦證交所上市的 2 家獨角獸 Avast 與 Funding Circle 首日都出現破發現象

在那斯達克(NASDAQ)上市的 22 家獨角獸中 3 家破發(14%)；紐約證交所(NYSE)上市的獨角獸有 12 家，1 家破發(8%)；香港證交所(HKG)上市的 7 家獨角獸有 1 家破發(14%)；比重最高的是英國倫敦證交所上市的 2 家獨角獸 Avast 與 Funding Circle 都出現破發，見圖 3 與表 1。

4. 首日破發與上市月份並無太大相關性

由於 2018 年美國聯準會多次升息、全球貿易衝突、區域經濟成長放緩的大背景下，2018 年下半年起，特別是十月後全球主要股市大跌，多國創金融危機以來最差表現。不過，在那斯達克(NASDAQ)上市破發的 3 家獨角獸，僅有 1 家是在 12 月上市，其餘 2 家是 3 月上市。紐約證交所上市破發的獨角獸 Spotify，是在 4 月上市。Meituan-Dianping 於 9 月在香港證交所上市，的確處於股市下挫的劣勢；另外二家在英國倫敦證交所上市首日破發的獨角獸，分別在 5 月與 9 月上市，僅有 9 月上市時股市處於直直落的格局，5 月尚在股市平穩走勢中。因此，整體而言，獨角獸 IPO 首日破發與上市月份並沒有密切相關性。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

圖 3、獨角獸 IPO 首日收盤價與發行價之比較

表 1、獨角獸 2018 年 IPO 名單一覽表

名稱	國別	類別	IPO 地點	IPO 日期	發行價	上市首日 股價	2018 封關 日股價	單位
Zscaler	美國	網絡資安	NASDAQ	3/16	16	33 (106.25%)	39.21 (145.06%)	USD
Dropbox	美國	雲端硬碟	NASDAQ	3/23	21	28.48 (35.62%)	20.43 (-2.71%)	USD
iQiyi	中國	媒體與娛樂-影音平台	NASDAQ	3/29	18	15.55 (-13.61%)	14.87 (-17.39%)	USD
DocuSign	美國	數位簽名	NASDAQ	4/27	29	39.73 (37.00%)	40.08 (38.21%)	USD
Pluralsight	美國	教育科技	NASDAQ	5/17	15	20 (33.33%)	23.55 (57.00%)	USD
GreenSky	美國	金融科技-借貸平台	NASDAQ	5/24	23	23.36 (1.57%)	9.57 (-58.35%)	USD
Uxin	中國	電子商務-二手車平台	NASDAQ	6/27	9	9.67 (7.44%)	4.86 (-46.00%)	USD
Domo	美國	大數據分析/商業智慧	NASDAQ	6/28	21	27.3 (30.00%)	19.63 (-6.52%)	USD
Pinduoduo	中國	電子商務-團購網	NASDAQ	7/26	19	26.7 (40.53%)	22.44 (18.11%)	USD
SurveyMonkey	美國	線上調查	NASDAQ	9/26	12	17.24 (43.67%)	12.27 (102.25%)	USD
Carbon Black	美國	網絡資安-端點安全	NASDAQ	4/10	19	23.94 (26.00%)	13.42 (-29.37%)	USD
Bilibili	中國	媒體與娛樂-彈幕影片分享網站	NASDAQ	3/28	11.5	11.24 (-2.26%)	14.59 (26.87%)	USD
Rubius Therapeutics	美國	健康醫療-紅血球細胞治療	NASDAQ	7/18	23	24.25 (5.43%)	16.08 (-30.09%)	USD
Tenable Network Security	美國	網絡資安	NASDAQ	7/26	23	30.25 (31.52%)	22.19 (-3.52%)	USD
Sonos	美國	智慧音箱	NASDAQ	8/1	15	19.91 (32.73%)	9.82 (-34.53%)	USD
Qutoutiao	中國	媒體與娛樂-行動內容平台	NASDAQ	9/13	7	15.97 (128.14%)	6.35 (-9.29%)	USD
Upwork	美國	人力資源科技-自由工作者媒介平台	NASDAQ	10/2	15	21.18 (41.20%)	18.11 (20.73%)	USD

Guardant Health	美國	健康醫療-液體活檢	NASDAQ	10/4	19	32.2 (69.47%)	37.59 (97.84%)	USD
Allogene Therapeutics	美國	健康醫療-免疫腫瘤治療法	NASDAQ	10/11	18	25 (38.89%)	26.93 (49.61%)	USD
PINTEC	中國	金融科技-金流解決方案	NASDAQ	10/25	11.88	12.49 (5.13%)	10.47 (-11.83%)	USD
Orchard Therapeutics	英國	健康醫療-基因療法	NASDAQ	10/31	14	14 (0.00%)	15.73 (12.36%)	USD
Moderna Therapeutics	美國	健康醫療-mRNA 療法	NASDAQ	12/6	23	18.6 (-19.13%)	15.27 (-33.61%)	USD
Spotify	瑞典	影音串流平台	NYSE	4/3	165.9	149.01 (-10.18%)	113.5 (-31.59%)	USD
Zuora	美國	大數據分析	NYSE	4/12	14	20 (42.86%)	18.14 (29.57%)	USD
Pivotal	美國	雲端 PaaS 平台	NYSE	4/20	15	15.73 (4.87%)	16.35 (9.00%)	USD
Huya.com	中國	直播平台	NYSE	5/11	12	16.06 (33.83%)	15.48 (29.00%)	USD
Bloom Energy	美國	燃料電池	NYSE	7/24	15	25 (66.67%)	9.98 (-33.47%)	USD
Eventbrite	美國	線上票務平台	NYSE	9/19	23	36.5 (58.70%)	27.81 (20.91%)	USD
Avalara	美國	稅務會計軟體	NYSE	6/12	21	44.94 (114.00%)	31.15 (48.33%)	USD
NIO	中國	電動汽車	NYSE	9/12	6.26	6.6 (5.43%)	6.37 (1.76%)	USD
Farfetch	英國	電子商務-時尚	NYSE	9/21	20	28.45 (42.25%)	17.71 (-11.45%)	USD
Anaplan	美國	雲端軟體服務	NYSE	10/12	17	24.3 (42.94%)	26.54 (56.12%)	USD
MOGU	中國	電子商務	NYSE	12/5	12	14 (16.67%)	20.49 (70.75%)	USD
Tencent Music	中國	音樂串流平台	NYSE	12/12	13	14 (7.69%)	13.22 (1.69%)	USD
Ping An Good Doctor	中國	健康醫療-數位醫療	HKG	5/4	54.8	54.8 (0.00%)	27.6 (-49.64%)	HKD
Liepin.com	中國	人力資源科技	HKG	6/29	31.6	32.5	29	HKD

						(2.85%)	(-8.23%)	
Xiaomi	中國	消費性電子	HKG	7/9	16.6	16.8 (1.20%)	12.92 (-22.17%)	HKD
51 Credit Card Manager	中國	金融科技-借貸平台	HKG	7/13	8.5	9.1 (7.06%)	4.32 (-49.18%)	HKD
Meituan-Dianping	中國	餐飲外送	HKG	9/19	69	50.04 (-27.48%)	43.9 (-36.55%)	HKD
Innovent Biologics	中國	健康醫療-製藥	HKG	10/24	13.98	16.58 (18.60%)	24.1 (72.39%)	HKD
Babytree	中國	母嬰平台	HKG	11/27	6.8	6.87 (1.03%)	6.87 (1.03%)	HKD
Avast	捷克	網絡資安	LSE	5/10	250	246 (-1.60%)	284 (13.60%)	GBX
Funding Circle	英國	金融科技-借貸平台	LSE	9/28	460	440 (-4.35%)	345 (-25.00%)	GBX
Contemporary Amperex Technology	中國	鋰電池	SHE	6/10	25.14	36.2 (43.99%)	73.8 (193.56%)	CNY
Mercari	日本	電子商務-二手拍賣	TYO	6/19	3,000	5,300 (76.67%)	1,842 (-38.6%)	JPY
Adyen	荷蘭	金融科技-支付	AMS	6/13	400	455 (13.75%)	475.05 (18.76%)	EUR
MedMen	美國	大麻零售品牌	CSE	5/29	4.17	4.95 (18.71%)	3.85 (-7.67%)	CAD
Home24	德國	零售/電子商務	FRA	6/15	23	29.4 (27.83%)	11.11 (-38.60%)	EUR

註：()為與發行價比較的漲跌幅，橘色網底為破發。

資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

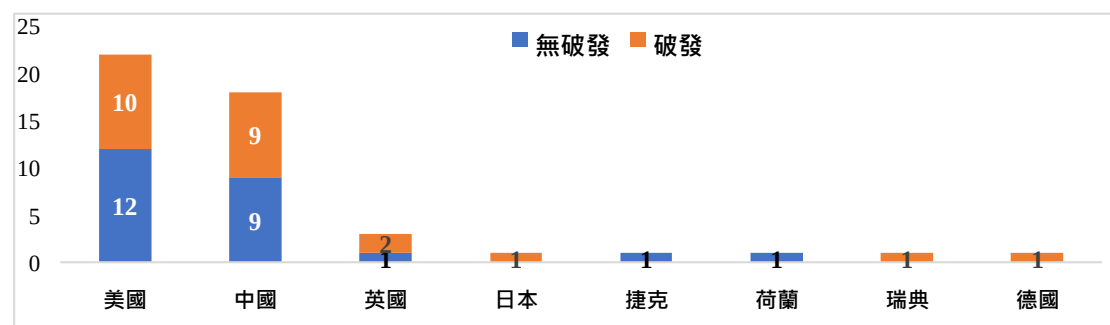
(二) 2018 年 IPO 封關日股價與發行價之比較

1. 一半的獨角獸在封關日股價跌破發行價

接著觀察 48 家獨角獸在各證交所封關日收盤股價與發行價的漲跌幅，發生破發的家數擴增至 24 家，換句話說，2018 年上市的獨角獸中，有一半在封關日股價跌破發行價，由於全球股市普遍在 2018 年第四季低迷不振，多少也影響獨角獸在封關日的股價表現，不過個股封關股價表現不一。封關日破發的獨角獸中，來自美國的獨角獸有 10 家，中國有 9 家，英國 2 家、日本、瑞典與德國各 1 家。若就比數比重來看，中國 18 家在境外與海外 IPO 的獨角獸中，有 9 家在封

關破發，比重高達 50%，其中 5 家在港交所上市，4 家在那斯達克上市。美國 22 家獨角獸中，有 10 家(45%)破發。

針對中國獨角獸高比例的破發現象，金融時報認為許多中國號稱的科技公司「高科技含金量」不足。以小米來說，雖自稱為互聯網企業，但根據 2018 年第二季財報可以看見，互聯網服務只佔小米 8.8% 營收，其實小米還是一間賣硬體的公司。金融時報也點出「科技」標籤會使得市場高估公司的市盈率，一般投資者認為科技公司會有較高的市盈率，但今年卻有不少「虧損上市」的公司。如 2018 年上市規模位居第三的美團點評來說，光是 2017 年就淨虧損 189 億人民幣。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

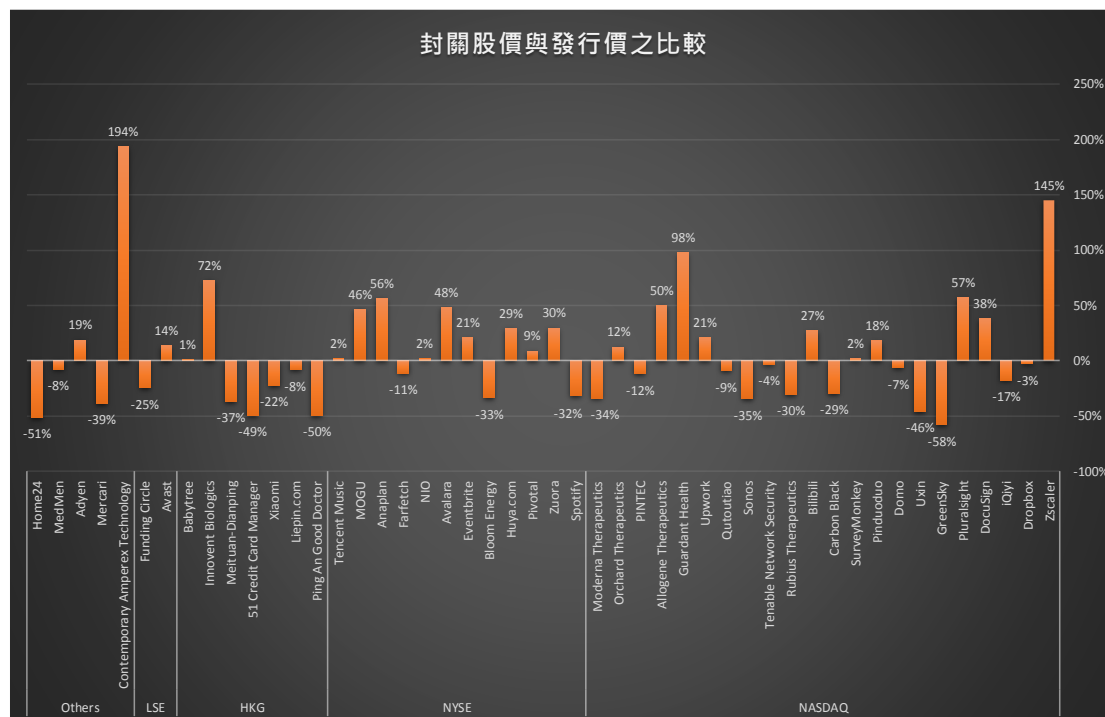
圖 4、2018 年各國獨角獸封關日破發之概況

2. 港交所獨角獸破發比重高達 71%，那斯達克破發比重也達 55%

在 48 家獨角獸上市的九個證交所中，NASDAQ 綜合指數全年下跌 3.88%，相對跌幅較少，而 NYSE 綜合指數全年下跌 11.20%、英國 FTSE 100 指數下跌 12.48%、香港恆生指數下跌 13.61%、加拿大 S&P/TSX 綜合指數下跌 11.64%、日經 225 指數下跌 12.08%、2018 荷蘭 AEX 指數下跌 10.41%、德國 DAX 指數下跌 18.26%，下跌最深的是深圳綜合指數，2018 年跌幅高達 33.25%。不過，雖深圳綜合指數表現最差，但不代表在深圳證交所上市的新能源科技寧德時代 (Contemporary Amperex Technology) 股價也是如此，相反地，寧德時代上市後迎來八個連續漲停板，2018 年封關日以 73.8 人民幣作收，較發行價漲了 194%。

香港證交所(HKG)上市的 7 家獨角獸就有 5 家破發，比重高達 71%，全數均為中國獨角獸，包括：平安好醫生(Ping An Good Doctor)、獵聘網(Liepin.com)、小米(Xiaomi)、51 信用卡(51 Credit Card Manager)與美團點評(Meituan-Dianping)，僅有信達生物製藥(Innovent Biologics)與寶寶樹(Babypree)二家高於發行價，使得因「擁抱新經濟」華麗轉身為 2018 全球 IPO 王的港交所，被調侃成「熊抱新經濟」的窘境。面對中國獨角獸們身陷「破發」洪流，近期港股市不斷探底難辭其咎，因為 2018 年港交所整體新股破發率就超過 80%。中國經濟學家宋清輝指出，估值過高，股市低迷是這些獨角獸破發的主因。中國過多的企業 IPO 讓港股市場供給激增，導致港股市場極度承壓，這也是這些企業上市後，股價大多都破發的原因之一。其次，在中國金融去槓桿、資金鏈緊張的大環境下，資金取得已成為企業生死存亡的關鍵。因此，許多獨角獸企業明知在股市下行之際並非上市的好時機，但為了取得資金，即使上市後要面臨股價下殺，仍得硬著頭皮上市，亦是眾多獨角獸企業難躲這一波「破發潮」的原因。

破發率次高為那斯達克的 55%，上市的 22 家獨角獸有 12 家破發。英國倫敦證交所上市 2 家獨角獸中有 1 家破發，比重 50%，雖 Avast 在 IPO 首日破發，但後來在九月時股價上揚，封關日股價以高於發行價的 14% 作收。至於其他五個證交所上市的獨角獸，除了 Adyen 外，Mercari、MedMen、Home24 在封關日都跌破發行價，見圖 5 與表 1。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

圖 5、獨角獸在 2018 年封關日收盤價與發行價之比較

3. 金融科技是獨角獸封關破發家數最多且破發率最高的領域，主要是受投資人對 P2P 借貸公司失去信心

在 24 家破發的獨角獸中，以金融科技與電子商務各 4 家最多，其次是健康醫療、媒體與娛樂各 3 家，破發率分別為 80%、67%、43%與 50%。

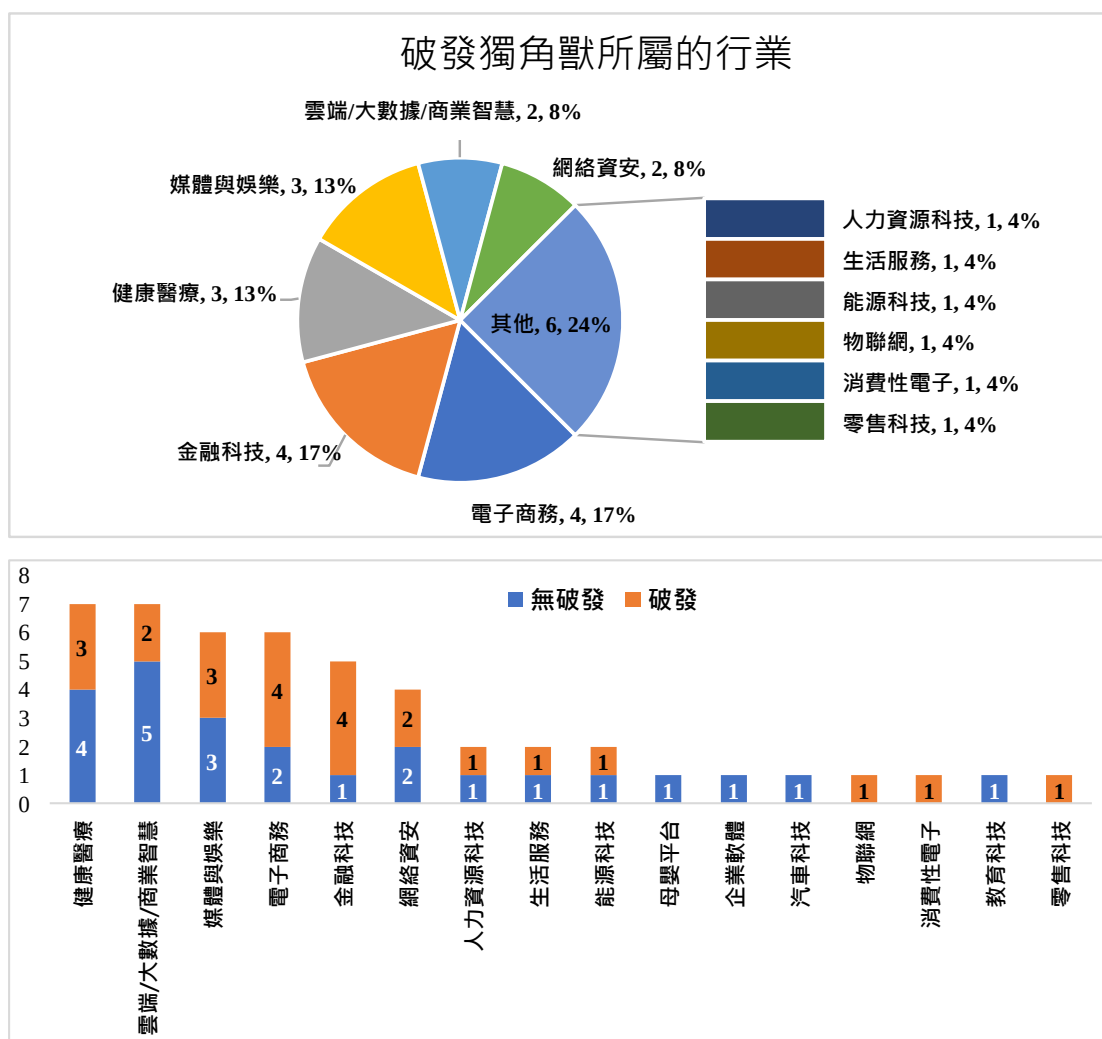
值得注意的是，2018 年全球新增的獨角獸以金融科技獨角獸家數最多，沒想到金融科技卻也是 2018 年 IPO 獨角獸中封關日出現破發家數與比率最高的領域，破發的獨角獸企業包括 3 家借貸平台 GreenSky、51 Credit Card Manager、Funding Circle，另一家中國金流解決方案 PINTEC(品鈦)，PINTEC 旗下擁有讀秒、一點基金、積木盒子、企樂匯等子公司，其中積木盒子是 P2P 借貸公司。國際投行研究報告指出從品鈦上市招股說明書，其實說穿了就是披著科技外衣的 P2P 借貸公司。過去幾年裡，已經上市的 LendingClub、Prosper 等 P2P 借貸平台發展並不順，部分原因是它們出現了傳統金融公司常面臨的問題，如違約率上升、融資額不足等，再加上近年來中國 P2P 網貸平台爆發骨牌式倒閉潮，投資人對線上借貸平台尚未重燃信心，紛紛看衰 P2P 借貸公司，所以不難理解為何金融科技會成為獨角獸 2018 年 IPO 破發家數最多的行業。

至於電子商務獨角獸的表現，6 家獨角獸 IPO，其中僅有 2 家封關股價高於發行價，分別是中國團購領頭羊拚多多(18%)與在 12 月 5 日在美國紐約證交所上市的蘑菇街(70.75%)，其他 4 家

封關均破發，包括：德國 Home24(-51.47%)、中國二手車電商 Uxin(-46%)、日本的二手商品電商 Mercari(-38.6%)與英國時尚電商 Farfetch(-11.45%)，破發比重為 67%。

成立於 2011 年的蘑菇街經歷了多次轉型，現在的定位是成為最領先的時尚目的地，為年輕女性提供衣服、鞋子、箱包、配飾和美妝等等適合年輕女性的平價商品。在 2018 會計年度，觀看直播的月行動端活躍用戶數比前一年同期猛增 98.3%；透過直播完成購買的用戶中，30 天內複購率達到 84.3%；直播共帶來成交額 17 億元，約占總成交額的 11.8%。儘管數據不差，但從招股書來看，蘑菇街在面臨著持續虧損、現金流淨流出也一直增加。自 2017 財年年初至 2019 財年（2018 年 4 月 1 日-2019 年 3 月 31 日）上半年，蘑菇街現金流淨流出共達到 15.59 億元。2019 財年上半年期內，現金流及其等價物僅剩 9 億元，同比減少 27%。由於目前一級市場募資困難，這也是蘑菇街直接上市的原因。不過，由於蘑菇街 IPO 之時身段放得極低，發行價僅 14 美元，僅為兩年前募資時價格水準的一半，也因此股價迄今都能維持發行價之上，沒有出現破發。

拼多多是一成立於 2015 年的社交電商也是團購網平台，在 2018 年 7 月 26 日上市時估值高達 240 億美元，是一超級獨角獸企業。根據招股書揭露，拼多多截至 2018 年 3 月 31 日的 12 個月中的年活躍用戶達到 2.95 億，而截至 2017 年 12 月 31 日的 12 個月，年活躍用戶為 2.45 億，這意味著拼多多單季用戶成長 5,000 萬。另外，Yahoo Finance 財報數據揭露，拼多多在 2017 年第三季營收為 4.23 億人民幣，至 2018 年第三季營收已達 33.7 億人民幣，成長率接近 700%。如此高的發展速度，主要得益於團購的模式。雖然 2018 年第三季拼多多仍虧損 11 億人民幣，但已較第二季 65 億人民幣的虧損收窄。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

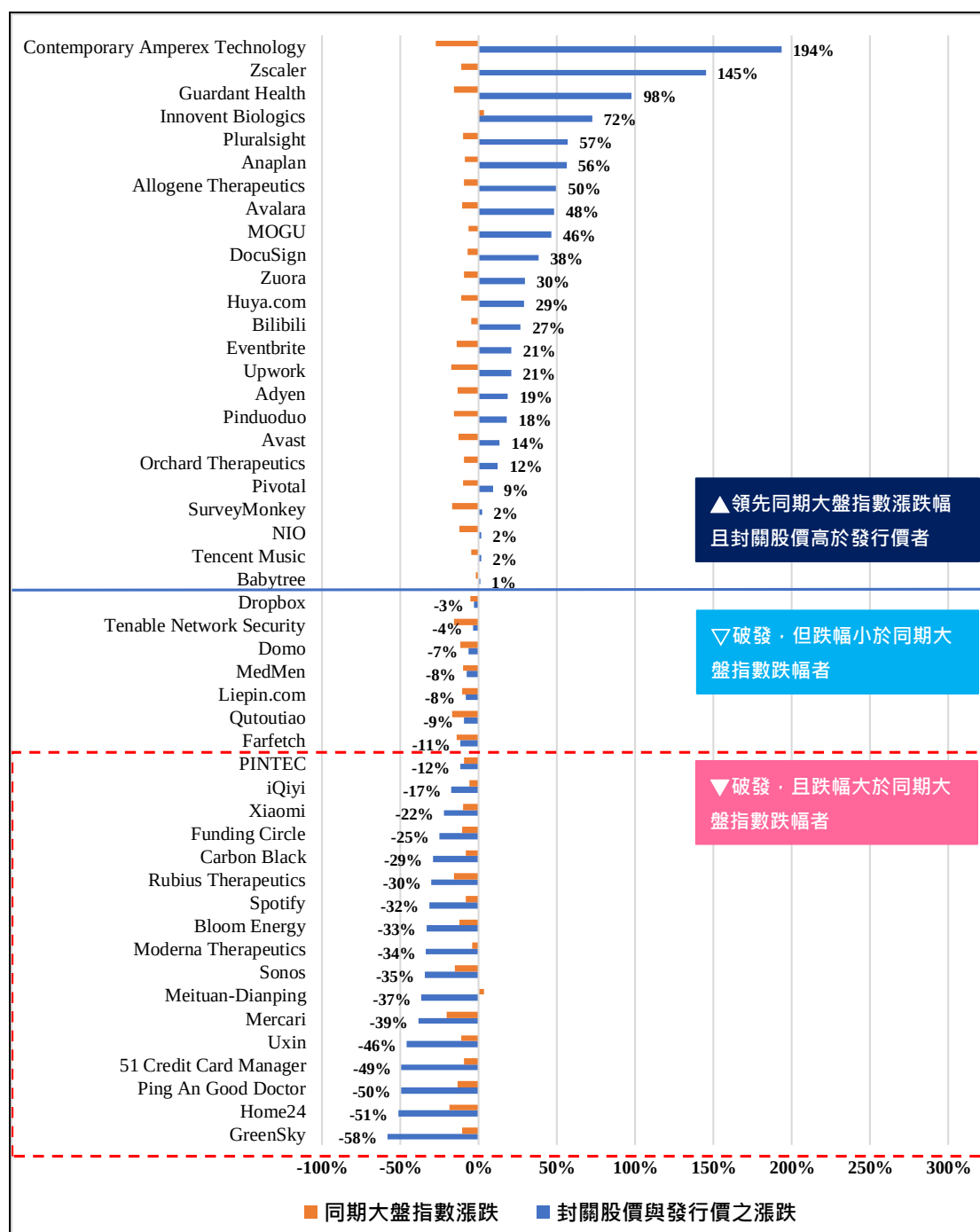
圖 6、2018 年各行業獨角獸封關日破發的行業家數分布

4. 與同期大盤指數漲跌幅相比

(1) 漲跌幅分布：24 家獨角獸封關股價高於發行價，領先大盤變化；24 家破發的獨角獸中有 7 家跌幅小於大盤跌幅，17 家跌幅高於大盤跌幅

為排除整體金融市場環境不佳所造成的下跌因素，本文計算不同時間 IPO 的獨角獸的發行價與封關日收盤股價之漲跌幅，與同期間大盤指數變化做一比較，若封關時未破發且漲跌幅跑贏同期間大盤指數漲跌幅者，代表市場對其股價給予較佳的評價。

2018 年共有 24 家獨角獸封關股價高於發行價，領先大盤變化；17 家獨角獸封關時股價破發且跌幅高於同期大盤，表示落後於大盤指數變化。另外，亦有 7 家封關時破發，但跌幅小於大盤跌幅，亦即仍優於大盤表現，見下圖所示。



資料來源：Crunchbase、CB Insights、Yahoo Finance、路透社，本文整理。

圖 7、2018 年各行業獨角獸封關日股價漲跌與同期大盤漲跌比較

(2) 封關跌幅前五大獨角獸企業

2018 年共有 17 家獨角獸封關時出現破發且跌幅高於同期大盤跌幅(即落後大盤)，包括超級獨角獸小米與美團點評。跌幅最大的前五名分別為，美國借貸平台 **GreenSky**(-58%)、德國電子商務平台 **Home24**(-51%)、中國線上醫療諮詢與健康管理平台平安好醫生(Ping An Good

Doctor)(-50%)、中國借貸平台 51 信用卡管理(51 Credit Card Manager)(-49%)、中國二手車平台優信(Uxin)(-46%)，這五家股價腰斬或跌幅超過四成以上。

• GreenSky

跌幅最深的 GreenSky 成立於 2006 年，向消費者提供家庭裝修、太陽能、醫療保健和其他用途的貸款，而 GreenSky 信貸計畫的融資由聯邦保險、聯邦和州特許金融機構提供。根據招股書揭露，截至 2018 年 3 月 31 日，GreenSky® 的平台上約有 12,000 名活躍商戶，並且從公司成立至 2018 年 3 月 31 日止，約有 170 萬消費者使用 GreenSky® 的平台完成了貸款，共融資超過 120 億美元。從財報上來看，GreenSky 營收從 2014 年的 1.10 億美元上升至 2017 年的 3.25 億美元，近年來 GreenSky 淨利都是正的，且呈現穩定成長。唯 2018 年第三季的營收成長力道明顯減弱，不如預期，並表示第四季交易量將從第三季下降 11%，並下調稅前息前折舊攤銷前盈餘(EBITDA)。華爾街分析師認為家庭裝修支出可能接近高峰，而利率上升使得消費貸款成本上升，與替代品相比，GreenSky 的定價競爭力較弱，使得 GreenSky 股價從發行價的 23 美元，下滑至 2018 年底的 9.57 美元，跌幅高達 58%。



• Home24

跌幅第二高的德國領先的純家居和生活電子商務平台 Home24，Home24 總部位於柏林，在全球擁有 1,000 多名員工，該公司活躍於七個歐洲市場：德國、法國、奧地利、荷蘭、瑞士、比利時和義大利。Home24 擁有 500 多家製造商的 100,000 多種商品，提供獨特的大小家具、花園家具、床墊和照明。從已揭露的財報來看，Home24 2018 年第二季與第三季營收呈現停滯不前，且較第一季營收減少 17%~21%，迄今淨利仍呈現虧錢，現金流量亦呈現不足的現象，處於燒錢擴張的狀況，上市後股價一路下滑，到封關時股價已減少 51%。



• 平安好醫生

跌幅第三高的為平安好醫生，自 2018 年 5 月上市以來，一直備受關注。其擁有傳統醫療結合 AI 大數據的美好願景，也一直積極探索各種新的路線，如在烏鎮推出首個無人診所。截止 2018 年年底，已經完成線下醫療資源與線上醫療資源的匹配，且在高端醫療方面佔領一席之地。平安好醫生 App 覆蓋醫院 3,100 家、其中三甲醫院超過 1,000 家、藥店 7,500 家，能夠提供「找名醫」服務的三甲主任醫師 2,100 名。根據 2018 年 6 月 30 日發布的半年報，平安好醫生營業收入 11.23 億人民幣，較 2017 年同期成長 150.3%；期內淨虧損 4.44 億元，同比減少 2.6%。然而作為中國互聯網醫療的標竿企業，在前兩年依靠平安集團的 B2B 採購，貢獻了絕大部分收入，但除此外，平安好醫生雖投入大量的營銷，但始終面臨無法改善其低頻使用需求以及如何將用戶量的擴張與活躍度的提升進行有效轉化問題。因此，平安好醫生靠著互聯網與 AI 結合醫療的新奇熱度並沒有戰勝投資者的理智，上市之後平安好醫生的股價一路下跌，在 2018 年封關日，平安好醫生股價較發行價已經跌了將近一半。



• 51 信用卡

跌幅第四高的為 51 信用卡，由於中國祭出強勢監管的大旗，對於消費金融的新政對包括帳戶託管以及信貸利率都做了嚴格規定，使得網路借貸行業面臨下行走勢。51 信用卡上市前一天，官方將 IPO 發售定價為 8.5 港元/股，此為指導價區間 8.5 元至 11.5 元的下限。低價發行，實際市值也相應縮水，外界預估為 13 億美元，而此前市場給出的市值預估在 20 億美元。2018 年 7 月 13 日上市當日收盤價為 9.1 港元，儘管 2018 年 8 月 30 日發布的半年報，營收較去年同期成長 50.16%，淨利也由虧損轉正，但股價仍一路下跌至 2018 年 12 月 20 日觸及 3.67 港元低點，雖 12 月 31 日封關時回升至 4.32 港元，相對於發行價已經腰斬(-49.18%)，並且低於 C 輪募資的成本價。



• 優信

跌幅第五高的為優信(UXIN)，為一家二手車電商平台，成立於 2011 年 9 月，2017 年初，優信完成 5 億美元 D 輪募資，創辦人曾表示，預計 2017 年實現獲利，但實際上財報顯示，優信 2017 年虧損從 2016 年的 13.9 億人民幣擴大至 2017 年的 27.5 億人民幣，而 2017 年的營收僅為 19 億美元。優信在 A 股借殼失敗、赴港上市無果後，2018 年 6 月 27 日，優信終於在那斯達克完成 IPO，但卻是流血上市的獨角獸。以發行價計算，優信的後期投資者就已經虧損。在還沒有盈利，仍是負數的經營現金流(2017 為-18 億人民幣)，上市之後優信的股價表現更加令人心寒，在 2018 年 12 月 4 日股價下探至 2.86 美元，幾乎 2015 年之後投資優信的所有投資者都虧得一塌糊塗。但 2018 年 12 月 6 日，優信宣佈與淘寶簽署戰略合作協定，雙方在二手車 B2C、B2B、金融及整合供應鏈方面，展開全方面深入的戰略合作。此後優信股價半個月漲了兩倍，一舉收復發行價，但好光景維持沒有幾天，封關日股價仍較發行價下跌-46%。



(3) 封關漲幅(相對發行價)最高前六名

封關日收盤股價高於發行價 50% 以上共有六家，分別是在深圳證交所的寧德時代 (Contemporary Amperex Technology)，股價上漲 194%，其次是那斯達克上市的 Zscaler，較發行價上漲了 145%，第三到六名依序是在那斯達克上市的 Guardant Health(98%)、港交所上市的信達生技製藥(Innovent Biologics)(72%)、那斯達克上市的 Pluralsight(57%)與紐交所上市的 Anaplan。

• 寧德時代

漲幅最高的為中國新能源動力電池龍頭企業寧德時代，成立於 2011 年，其產品已廣泛應用於新能源產業以及北京、上海、南京、廣州、深圳等幾十個城市的新能源汽車；2017 年寧德時代的鋰電池銷售高居全球第一，達 11.85 GWh。BMW 也在 6 月 28 日宣布，將向寧德時代採購價值 10 億歐元的電動車電池，寧德時代將在德國打造工廠，就近供應 BMW 所需。根據招股書揭露，寧德時代 2015 年、2016 年及 2017 年營業收入分別為 57.03 億元、148.79 億元及 199.97 億元，年均複合成長率高達 87.26%；淨利潤分別為 9.51 億元、29.18 億元和 41.94 億元，年均複合成長率更高達 110.05%。在這些亮麗數據支撐下，寧德時代在 2018 年 6 月 10 日在深圳證交所上市，發行價為人民幣 25.14 元，開盤不久攻上首日漲幅上限 44%，以人民幣 36.2 元（新台幣 170 元）收盤，上市後開出八個連續漲停板。2018 年封關日以人民幣 73.8 元作收，為發行價的 2.9 倍。



• Zscaler

漲幅第二高的為 Zscaler，為美國加州雲端網路安全公司，成立於 2006 年，主要業務為出售雲端安全軟體，其軟體可使 IT 部門監控企業網路上的所有流量，同時為其提供保護。Zscaler 在 2018 年 3 月 16 日在那斯達克 IPO 上市，成為了 2018 年以來第一家掛牌交易的矽谷科技獨角獸公司，發行價為 16 美元，高於預期的範圍。Zscaler 在首日交易中股價(33 美元)暴漲 106%。在 2018 年封關日更是以 39.21 美元作收，較發行價上漲 145%。由於 2018 財年(2018/7/31)營收較去年同期大幅成長 51%至 1.9 億美元，虧損則由 2017 財年減少 11%至 400 萬美元，加上營運現金流在 2018 財年由負轉正，投資人看好其前景，2019 年後的股價已上攻 48 美元。



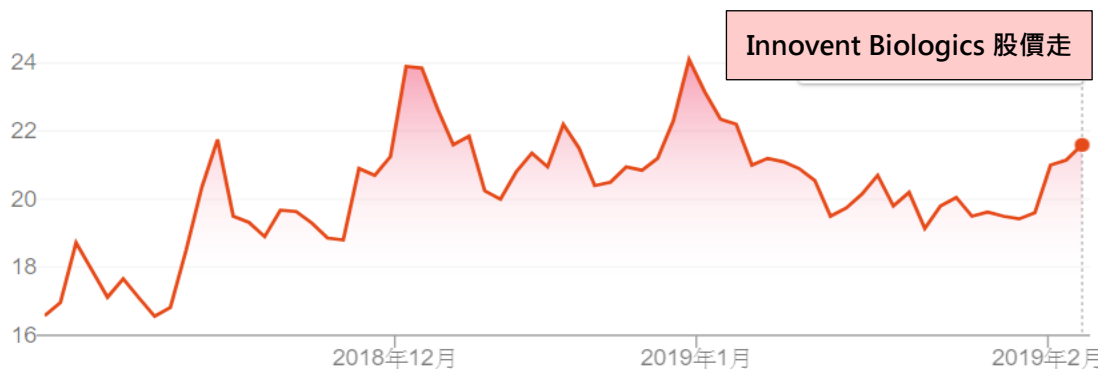
• Guardant Health

漲幅第三高的為 Guardant Health，成立於 2012 年，為美國加州癌症液體活檢公司，該公司擁有輔助診斷、復發檢測和早期篩檢的多款產品。該公司於 2014 年推出其第一款檢測產品 Guardant 360，可檢測分析 73 個基因，售價 5400 美金，這項檢測主要針對晚期實體瘤進行基因檢測，以輔助醫生選擇最佳標靶治療方案。根據公開說明書顯示，截止 2018 年 7 月，Guardant 360 樣本數量已超過 70,000 份，使用客戶達 5,000 多名腫瘤學家、40 多家藥業(包括阿斯利康、默沙東、輝瑞和 BMS 等)，以及 27 家美國國家綜合癌症醫學中心。根據財報，Guardant 在 2017 年營收由 2016 年 2,520 萬美元成長 98%至 4,980 萬美元，收入的大部分來自其 Guardant 360 的銷售額。2018 年上半年，Guardant 檢測有 3,610 萬美元的收入，高於 2017 年同期的 1,870 萬美元。該公司預測晚期癌症液體活檢檢測在全美約有 60 億美元市場，癌症復發檢測市場約 150 億美元以及癌症早篩市場約 180 億美元，雖然有大量競爭者，但發展前景可觀。Guardant 於 2018 年 10 月 4 日那斯達克證交所 IPO 上市，發行價訂為 19 美元，首日收盤為 24.3 美元，上漲了 69.47%，封關日更 37.59 美元作收，較發行價成長 98%。



• 信達生技製藥

漲幅第四高的為信達生技製藥(Innovent Biologics)(72%)，2011年成立於中國江蘇，信達生物製藥致力於開發、生產和銷售用於治療腫瘤等重大疾病的創新藥物。目前信達的產品尚未獲准進行商業銷售，今年上半年虧損人民幣 5,760 萬元，是繼歌禮 (1672-HK)、華領 (2552-HK)、百濟神州 (6160-HK) 後，第四檔在香港上市而尚未獲利的生物科技 IPO。信達生物在 2018 年 10 月 24 日以 13.98 元港幣發行價在港交所 IPO 上市，自上市後股價一路攀升，在 2018 年的最後一個交易日收在 2018 年度的最高價 24.1 元港幣，在短短兩個月的時間內上漲了 72%，是四大未盈利生物製藥公司上市至今，唯一一家收漲的公司，顯示出該公司在資本市場受捧的熱度。



• Pluralsight

漲幅第五高的為 Pluralsight，2004 年成立美國猶他州，是一家教育科技公司，透過訂閱業務模式，Pluralsight 為個人和企業客戶提供線上專業技術培訓課程，包括網路安全、大數據架構與構建，製造與設計、專案管理、JavaScript、HTML/CSS、iOS 以及 Git 等，Pluralsight 公司根據其視頻觀看頻率向其課程作者支付版稅。據不完全統計，僅 2014-2016 年間，Pluralsight 完成 8 件對教育機構的收購，目的是想透過收購小型公司來完善職業 IT 教育培訓完整生態鏈。根據財報，Pluralsight 在 2017 年營收為 1.67 億美元，虧損 7300 萬美元，2018 年前三季合計營收已達 1.65 億美元，虧損則擴大至 8600 萬美元，亦即營收成長，虧損也持續擴大中。Pluralsight 於 2018 年 5 月 17 日以 15 美元發行價在那斯達克 IPO 上市，封關日股價收在 23.55，收漲 57%。



• Anaplan

漲幅第六高的為 Anaplan，成立於 2006 年，為美國舊金山雲端軟體開發商，號稱 Excel 殺手，公司推出一款雲端計算的應用軟體與微軟 Excel 競爭。Anaplan 提供了一款先進的財務計畫和模型工具，像試算表一樣易於使用，而且可以做到 Excel 無法完成的任務，例如團隊協作等。它還提供了一系列模組式的預設工具，幫助企業追蹤銷售、資本支出、利潤規模和員工等，例如用戶可以查看增加更多員工會給銷售帶來何種影響，會給某個業務部門的利潤帶來何種影響。根據 Anaplan 最新財報，2018 年第三季營收為 6,200 萬美元左右，較 2017 年同期成長 40%，但虧損持續擴大中。Anaplan 於 2018 年 10 月 12 日紐約證交所 IPO 上市，發行價訂為 13 美元，封關日以 26.54 美元作收，較發行價上漲 56%。



結語

2018 年全球掀起獨角獸 IPO 的狂潮，中國、美國科技公司或所謂新經濟公司大量申請上市，然而迎來的不是高唱勝利凱歌，卻是破發頻頻的悲歌。中國獨角獸 IPO 有一半破發，美國破發比率也高達 45%，這是一個很重要的訊號和跡象，透露出延續了將近十年的燒錢經濟時代已經結束。

在 2018 年美國聯準會多次升息、全球貿易衝突、地區成長放緩的大背景下，2018 年全球主要股指愁雲慘澹，進而影響獨角獸上市的表現。但為何獨角獸們要選這個時點急著上市呢？大致可歸納以下幾點：（1）美股前由大型科技股引領的牛市已經持續近 10 年，2018 年 10 月美股持續暴跌，也被認為市場到達歷史大頂後將會出現調整。港股也是連續多年上漲，大部分板塊估值處於歷史高位，對獨角獸而言，至少要抓住牛市尾端上市，誰也不想擁抱熊市。（2）中國去槓桿政策的大環境下，一級市場資金明顯出現短缺，加上市場對嚴重虧損、現金流不佳的互聯網公

司的偏好也在下降中，迫使這些新經濟企業不得不選擇上市赴二級市場募資。(3) 全球資本市場頻出新政策爭取獨角獸 IPO，如港交所 2018 年 4 月 24 日發佈 IPO 新規，允許受「同股不同權」雙重股權結構公司上市以及尚未盈利的科技公司赴港上市，港股想借此改革，積極引流。

綜合而言，48 家獨角獸 2018 年 IPO 上市出現一半破發的現象，原因不外乎是在估值過高，使得發行價也過高，透支了未來的成長空間。另一方面，部分公司業績嚴重低於預期，在持續虧損與現金流量為負的情形下，無法在短期內實現獲利，也未能兌現上市時的「高大上」的承諾，打擊市場熱情。

看完 2018 年獨角獸 IPO 的劇碼後，對投資人而言也是上了一堂課，就是「追求講得一口好故事，卻靠燒錢拓展而沒有實績支撐的獨角獸是盲目的」，因為最後結局可能是投資人的荷包大失血。對新創企業而言，IPO 雖是企業發展上不容忽視的里程碑，但它並不是一張成功證明，它只為公司打開了一扇更大的門，但門後的未來並不確定，即使是超級獨角獸上市，也未必保證未來是成功的。另外，也要提別提醒一點，破發的不一定是壞公司，好公司不一定不破發，因為新股是否破發與上市公司的質地優劣並無有必然相關性，破發的參照只是 IPO 時的發行價，我們也發現一些沒有出現破發的公司，其實是上市時就已經調降發行價格，進而逃過破發命運。然而，企業值多少錢，除了講故事外，真正的盈利能力才是關鍵，方能擺脫短期資本束縛。

林秀英 (台灣經濟研究院研六所副研究員)

賴宜廷 (台灣經濟研究院研六所助理研究員)

參考文獻：

1. Alex Wilhelm, "Why Unicorns Are Far Too Cool For Traditional IPOs", Crunchbase News, January 11, 2019, <https://news.crunchbase.com/news/why-unicorns-are-far-too-cool-for-traditional-ipos/>
2. Alex Wilhelm, "Unicorn IPOs Said To Accelerate As Public Markets Scare Everyone", Crunchbase News, December 27, 2018, <https://news.crunchbase.com/news/unicorn-ipos-said-to-accelerate-as-public-markets-scare-everyone/>
3. 華爾街見聞, "一張圖：2018 年全球股市遭血洗 看看誰最慘?", 2018/12/28, <https://news.cnyes.com/news/id/4261733>。
4. 梁世煌, "陸獨角獸流血上市 半數股價破發", 旺報, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20180830000121-260301>。
5. W 品牌實驗室, "香港 IPO "鑼鼓喧天", 難掩企業的集體歎息", 2018/12/27, <https://wallstreetcn.com/articles/3460951>。
6. 王子承, "海水退了就知道誰裸泳 曾經風風火火的獨角獸們現在怎麼了?", 信傳媒, 2018-10-22, <https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/12374>
7. 陳子京, "獨角獸 IPO 裸泳狂歡潮：誰在瘋漲？誰在破發?", 新時代商業報導

- 05/18。 <https://www.jiemian.com/article/2121423.html>
8. 陸環， “獨角獸追趕 IPO 末班車” ， 超訊， 2018/08/23，
<http://www.supermedia.hk/18411/%E7%8D%A8%E8%A7%92%E7%8D%B8%E8%BF%BD%E8%B6%95ipo%E6%9C%AB%E7%8F%AD%E8%BB%8A/>
 9. 盧曉， “ 小米等獨角獸的背後:海外上市頻破發 未取得良性迴圈” ， 華夏時報，
2018/12/29。 <https://finance.sina.com.cn/roll/2018-12-29/doc-ihqfskcn2216107.shtml>
 10. 丁學文， “ 新經濟急著上市的背後真相” ， 旺報， 2018/07/16，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180716000171-260301>
 11. 余豐慧， “ 2018 上市獨角獸虧錢 2019 年會虧掉底褲” ， 知乎， 2018/12/30，
<https://zhuanlan.zhihu.com/p/53672166>
 12. 騰訊網， “ 獨角獸們破發之後：浪潮褪去誰在裸泳？” ， 2018/10/22 日，
<https://new.qq.com/omn/20181023/20181023A0WOZ2.html>
 13. 獵雲網， “2018 年悲喜劇：獨角獸紛紛上市， VC/PE 卻在虧本” ， 2018/10/22，
<https://www.lieyunwang.com/archives/445083>
 14. 陳慶徽， “ 砸錢搶用戶戰法失靈， 共用單車神話破滅...2018 中國獨角獸光環幻滅的 3 大啟示” 商周，
<https://www.businessweekly.com.tw/article.aspx?id=37529&type=Indep>
 15. EY 安永， “ 香港重奪 IPO 全球之冠， A 股推科創板 新股活動有望回暖” ，
2018/12/27。 <https://www.ey.com/cn/zh/newsroom/news-releases/news-2018-ey-hk-regains-ipo-destination-crown>
 16. 金融圈女神經， “ 【再不上市， 我們就老了】 最近中國上市的獨角獸有點多， 為什麼？” ， 2018/07/09， 微信上的中國， <https://chinaqna.com/a/29301>
 17. 國際投行研究報告， “ 實為 P2P,品鈦穿一件金融科技外衣就去納斯達克” ，
2018/10/15。 <http://www.lanjinger.com/news/detail?id=94628>
 18. 楊建銘， “ 楊建銘專欄：獨角獸上市年的回顧” ， 2019/01/02， 風傳媒，
<https://www.storm.mg/article/773982>
 19. 佩韋， “ 平安好醫生上市半年股價腰斬 好故事如何變成好生意？” ， GPLP 犀牛財經 (ID:gplpcn)， 2019/01/09。 http://www.sohu.com/a/287682289_153054
 20. 投中網， “2018 上市獨角獸虧錢榜” ， 2018/12/28，
<https://wallstreetcn.com/articles/3461560>
 21. 美股寶貝， “ 流血上市又遭破發， 優信二手車為何這麼慘？” ， 阿爾法工廠，
2018/07/04。 <https://www.huxiu.com/article/250851.html>
 22. 王柏豪， “ Guardant 上市首日暴漲 69% 宣告液體活檢時代來臨!?” ， 環球生技月刊，
2018/10/10。 <http://www.gbimonthly.com/2018/10/33560/>。