

对话启明创投创始主管合伙人卞子平:

为“非主流”创新留足空间 AI是未来20年最大确定性

张天伦

在中国科创产业迈向硬科技驱动的时代浪潮中,证券时报走进20年间始终扎根浪潮一线的启明创投,与创始主管合伙人卞子平展开深度对话。

卞子平的投资履历早已为业界熟知。2006年,他离开英特尔创立启明创投,带领团队投出小米、美团、哔哩哔哩、影石创新、泰格医药、甘李药业等上百家标杆企业,如今管理基金规模已达95亿美元。在早期科技、医疗创新并非单纯以技术为核心驱动力的年代,启明创投形成了一套成熟的投资逻辑——聚焦全球市场已验证过的互联网模式、科技产品或医疗赛道,卞子平判断中国必然会出现本土化创新与替代升级的机会,其团队全力寻找赛道中最优质的创业团队,雷军、周剑、刘靖康等创业者便在此列。

但2018年起,卞子平目睹新一批中国创业者在芯片、创新药、人工智能(AI)等领域开启更前沿的攻坚,意识到固守跟随式创新的模式将错失超十倍、百倍回报的“Home run(本垒打,在创投行业意指带来极高回报的成功投资)”级机会,由此围绕

人才体系、组织架构掀起深度变革。

此次变革让启明创投跟上了新时代的步伐。以启明创投近期在AI赛道所收获的IPO项目为例,其投资时间均走在主流共识之前:2019年中国GPU赛道尚处空白阶段,启明创投便为仅有寥寥数人的壁仞科技注入1500万美元的首轮融资;同年以700万美元布局的英矽智能,当时其AI新药研发尚处探索阶段,发展前景充满未知;而2022年初投资智谱时,人工智能的商业化仍像攀登一座未知的雪山,前路并不清晰。

在启明创投的AI项目储备库中,还埋伏着阶跃星辰、Sharpa、银河通用、无问芯穹等一众行业公认的明星企业,且启明创投均在这些企业成立未一年的早期阶段,完成了首笔投资。

“未来20年,投资AI是中国投资最大的确定性。”卞子平表示。

证券时报本次对话卞子平,既为了解启明创投在中国企业早期发展阶段的投资内核,也是从一位顶级投资人的视角,解读中国创新生态演进、产业升级逻辑,深度理解中国产业升级脉络的一次重要探寻。



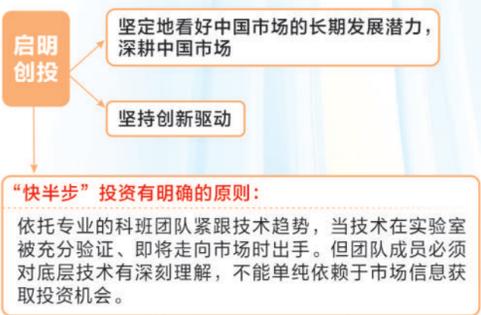
启明创投创始主管合伙人
卞子平



- 1 未来20年,投资AI是中国投资最大的确定性。
- 2 中国必须为“非主流”创新留足空间。
- 3 中国AI无泡沫,2026年将迎来AI应用的爆发。

目前启明创投管理基金规模达95亿美元,11只美元基金、7只人民币基金,基本每一只基金里,至少有一个或两三个“Home run”(意指带来极高回报的成功投资)级项目。

- 5 选择创新赛道,注定失败率更高,但成功的回报足以覆盖所有试错成本。



拆解启明创投:战略专注、动态进化 投资“快半步”

证券时报:成立20年来,启明创投的长期竞争力源自哪里?

卞子平:过去20年创投行业有很多起伏,而我们始终坚持以不变应万变,核心就两点:一是坚定地看好中国市场的长期发展潜力,深耕中国市场;二是坚持创新驱动。

当然在这过程中,我们也有过内部的反思和动摇。举个例子,我们也尝试跟着大势做了二三十笔看似方向明确、路径稳定的布局,但最后结果并不好。或许这类打法本就不在我们的基因里,还是要回归到我们擅长做的事情,就是去捕捉新的创新趋势和创新方向,更早地布局。

20年来,我们管理着11只美元基金、7只人民币基金,基本每一只基金里,至少有一个或两三个“Home run”级项目。选择创新赛道,注定失败率更高,但成功的回报足以覆盖所有试错成本,这也造就了启明创投过去20年的核心投资风格。

其实在前些年地缘政治变化较多的时候,行业里都在讨论要不要做全球化布局,我们最终还是选择将重心和精力,放在自己能做到最好的事情上——专注中国市场,坚守创新驱动,围绕这两点不断完善组织架构,完善团队建设。

证券时报:科技、医疗产业在过去20年发生了巨大变化,启明创投自身在投资策略方面做了哪些相应调整?

卞子平:启明创投的投资策略,是坚守科技、医疗创新两大核心赛道。

科技板块我们最初聚焦TMT(科技、媒体和通信),把握“以互联网应用为主,科技为辅”的机会,10年前演变为T&C(科技及消费),以“技术为主,应用为辅”,到今天绝大多数聚焦“科技”这一核心。当然,未来科技板块的投资组合可能还会变化,比如最近大家认为,未来3年,随着AI基础设施的完善,应用模式、应用平台又会迎来新的变革。我认为,与其强调科技领先,更重要的是要认识到,科技造就的创新是一个不变的主旋律。

我们对医疗创新板块的布局也在一步步演进。早期的布局更多偏向优质医疗服务,后续逐步转向国产自研的药品、器械——最初是挖掘跟全球前沿水平接轨,但价格更适配中国市场的“Me-too”(仿效他人)类机会,2021年开始布局面向全球市场的中国创新药。

证券时报:“快半步”投资如今已经是启明创投的标签之一,有哪些做法可以分享?

卞子平:“快半步”的核心,是让专业的人做专业的事。

投资要做到“快半步”,团队成员必须对底层技术有深刻理解,不能单纯依赖于市场信息获取投资机会。特别是在现在技术为主的环境下,我们的团队构建极度

强调科班出身,万金油式的选手无法把握“快半步”的节奏,他们或许能判断大方向,但具体的“半步”之差,必须由领域内的专家来担当。

我们要求团队和同行交流时,不能是科普式的对话。现在很多VC/PE(风险投资和私募股权投资)和早期科技企业沟通时,投资人要么是抱着谦虚学习的态度,要么是傲慢地问无厘头问题,这两种状态都不好。能和创业者同频道对话的投资人,往往需要受到早期创业者的认可。毕竟早期项目充满不确定性,核心是投资人是否能理解创业者的技术底座和发展方向,至少不能问出外行问题,这是我们在团队建设中比较期望的。

当然,每一次行业底层逻辑发生重大变革时,都会伴随人员管理的巨大挑战。因为机构要保持活力,人才必须有合理的流动机制。比如在科技领域,长期研究互联网应用的投资者很难短时间内吃透底层技术。生物医药板块也是如此。早年的逻辑很简单:看美国什么药卖得好,判断中国大概率也有需求,毕竟人群发病率相近,这个逻辑很好把握。但现在完全不同,需要关注全球尚未解决的重大病种,当下有什么样的新技术、新方案,再找到中国有能力落地的科学家和技术团队。在这个过程中,创业者会向我们解释具体的技术路径,因此必须依靠团队专家。这些专家未必能自己发明技术,但至少能听懂、能判断:这个方向是否属于全球科研前沿,有没有其他科研机构正在推进并取得突破,以及创业者的技术基础和积累是否扎实。只有这样,我们才敢投早期的硬科技项目,这份底气,完全来自团队里的这些领域的专家。

然而,科班出身的人在刚进入创投行业的时候,可能投资能力,甚至寻找项目的能力是欠缺的,这时启明创投就必须给他们创造良好的成长空间。这个趋势大家都明白,但做起来不容易。

回到最初的问题,我们的“快半步”投资有明确的原则:依托专业的科班团队紧跟技术趋势,当技术在实验室被充分验证、即将走向市场时出手。出手太早,技术论证不足,相当于投到实验室阶段;太晚的话,市场已经形成共识,就失去了“快半步”的优势。

智谱就是典型案例。在大模型出现前,AI领域静默了相当长一段时间,但是我们依然保持深度关注,所以2018年Transformer架构(一种深度学习模型)出现,团队就开始推动对AI的重新布局。智谱成立时做的是商业智能,但他们的创始团队在大模型领域有深厚技术基础,且2021年希望切入这个赛道,我们便为其提供转型所需要的资金,成为其早期投资人之一。

组织进化:以平权合伙机制实现基业长青

证券时报:启明创投在新老交替方面有哪些机制?您在思科、英特尔的从业经历,对启明创投的企业文化和组织变革有何影响?

卞子平:影响非常大。我在大型跨国企业工作了十几年,深刻认同“创投机构也是企业”的理念。VC/PE机构在投决会时,总会关注被投企业的团队、企业文化、战斗力和凝聚力,但很多机构自身却很松散,“老大意志”主导一切。当老大大心灰意冷,机构就停滞;老大大热血沸腾,机构就All in。

所以,从创办启明创投之初,我们就建立了平权合伙机制,所有主管合伙人的待遇、决策权限完全一致,不过分强调个人意志和影响力,内部决策由多位主管合伙人共同参与,科技、医疗创新板块均是“双负责人”制,这样,无论谁在职、谁离开,都不会给启明创投带来大的影响。

我将要“退休”也被市场传了10年,即便明天真的退休,也不会影响启明创投的运转——当我离开的时候,同事也能顶上,这才是企业长期发展的关键。

国资时代:要为“非主流”创新留足空间

证券时报:随着创投市场进入国资主导阶段,这种生态变化对启明创投是否有影响?

卞子平:先说一下募资市场。现在的国资LP(有限合伙人)已经非常专业,无论是上海、苏州还是北京等地的政府引导基金团队,对创投市场和产业的理解,绝不亚于市场化机构。不能用过去的眼光看待国资,他们懂行,只是出发点与纯市场化机构不同,大家各取所需即可。

至于国资直投,我认为作用具有两面性。一方面,在市场化资金不足时,国资填补了市场空缺,这一点至关重要。比如去年和前年中国AI投资陷入低谷,美国在AI基础设施的投资是中国的50倍,这时国资挺身而出,相当于挑起了大梁。

但另一方面,如果国资直投占比过高也有隐忧,可能会让大量早期项目被动迎合国资偏好,挤出“非主流”创新,中国的创新生态便失去多样性。回顾历史,阿里巴巴创业时并非政策鼓励方向,却成长为对中国经济、民生都有贡献的伟大企业;OpenAI当初堆算力时也无法预知结果,但市场化资本愿意为他们买单。

中国必须为“非主流”创新留足空间,这不是短期问题,而是关乎那些今天被忽视的“小苗”能否在10年后成长为参天大树。

证券时报:启明创投怎么发挥市场化机构的作用?

卞子平:我们终究是投资机构,投资的前提是判断项目未来能否打通商业模式。只不过,我们更愿意提前一步布局。

我们对早期项目的决策可以拆解为四个方向:方向是否长期看好、天花板是否足够高、团队是否足够强、所需资金能否足额募集。早期投资不能只盯着本轮融资,更要前瞻性地预判企业在后续多轮融资以及上市前的整体资金需求,这往往是我们关注最多的。

以壁仞科技为例,它是我们近年来内部比较有争议的项目。2019年我们初步接触时,公司尚未正式注册(同年9月成立),当时英伟达市值仅1000亿美元,且没有被限售。所以,我们当时的判断并非基于“AI泡沫”或者“国产替代”,而是聚焦三点,一是创始人张文及早期团队的能力、经验和背景足够强,特别在公司未成立时,“人”就是核心。二是GPU赛道有突破

机会,即便AI需求未爆发,游戏行业也能消化部分算力,且相比CPU,GPU有差异化空间。三是团队能否融到更多钱。做芯片与做应用不同,应用可以“看菜下饭”,钱多了多推广,钱少了慢慢来,但做芯片需要巨额资金,我们测算至少需要1亿—2亿美元,因此,若壁仞科技只能融资5000万美元,公司将一文不值。但是张文的组织能力和融资能力回应了我们的问题。

证券时报:在医疗领域的创新发展中,我们关注到市场对创新药海外BD有两种声音:一种认为是资源浪费,另一种认为是转嫁风险、实现弯道超车。您怎么看?

卞子平:我认同后者。回顾中国IT行业的发展,二十世纪八九十年代IBM、思科等跨国企业进入中国,吸引了大量本土人才。当时有人说是“人才流失”,但后来这些人才纷纷加入中国企业,成就了华为等一批企业。

创新药本质上也是一回事。例如,辉瑞等药企在张江设立研发中心,看似是利用中国更具性价比的人力资源,实则培养了一批人才,他们学习、成长、离开、创业,形成了良性循环。

如果中国有一大批创新药企业的部分管线以5000万元抑或50亿元卖出,这些企业家、科学家大概率会选择再次创业,因为他们会反思“上次卖早了,卖便宜了”,希望下次创业能走得更远,慢慢的创新生态就起来了。

证券时报:您认为AI领域是否有泡沫?卞子平:我坚定地认为中国AI无泡沫,2026年将迎来AI应用的爆发。

核心原因包括:第一,AI是未来20年影响世界的核心潮流,未来20年,投资AI是中国投资最大的确定性。中国AI崛起时,恰逢私募股权投资市场低谷,如今AI投资看似火热,但离“100°C沸腾”还有距离。前几年壁仞科技、智谱都在为“下一顿饭在哪里”担心,根本谈不上泡沫。第二,中国AI应用尚未爆发。美国大量投入数据中心,是因为企业应用已开始大规模消耗Tokens(AI世界的计量单位),而中国最大的应用还是在C端,企业应用几乎空白。过去几年我们一直在铺AI基础设施,2026年Tokens成本会大幅下降,因此会有大量的AI应用涌现。整体而言,我对2026年及中长期的科技融资信心很足。

20年回望:“给公司打80分,给自己打90分”

证券时报:复盘20年发展,您给自己和启明创投打多少分?

卞子平:启明创投20年,我给公司打80分,给自己打90分。

启明创投过去的不足主要体现在两个方面:一是错失电商、新能源两大浪潮。我们在互联网到移动互联网转型中,在社交领域的布局还不错,投资了B站、Musical.ly(2017年被今日头条收购,与TikTok合并)等企业,但在电商领域错过了拼多多等一批项目。在第一代新能源车浪潮中,我们也缺位,错过了宁德时代这样的伟大企业。我们内部对错失这两大领域有过讨论,前者是“关注了但没做好”,需要深刻检讨;后者是“策略选择未覆盖”,因此未来是否要将投资触角拓

展到新能源领域,值得继续思考。

二是好的项目加仓魄力不足。医疗创新团队在好项目上的加码工作做得比科技团队好,部分同行也比我们出色。回到自身,过去20年,我的能力上限一定程度上决定了启明创投的现状。但未来属于团队,如果有更优秀的同事涌现,启明创投便能做得更好。当然,这也要求我们的组织文化,需要敢于在好项目上“下重注”,更果断、更坚定。

(作者系证券时报·全国创投协会联盟智库中心研究员)

问道·浪潮之巅