2019

ECM

# 穿越寒冬

## 2019 资本新格局 | 易凯 ECM 新年眺望

2019.2

# 重要声明

## 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对于行业及公司的看法；（2）分析师无论在过去、现在及将来，均不会因本报告中所表达的观点或建议收取任何报酬。

## 一般性声明

本研究报告仅供我们的客户与合作伙伴使用。除了与易凯资本相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们在可能的情况下会适时地更新我们的研究。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

我们的投行人员、销售人员和其他专业人员可能会向我们的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的资产管理部门可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告不构成明示或暗示的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

我们的部分研究报告会以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网或微信阅读号上并向所有客户和合作伙伴同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，我们也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。

易凯资本不承诺不在过去、现在或未来与报告中提及的公司发生业务关系或寻求与它们有关的业务机会。

本报告版权为易凯资本所有。未经易凯资本公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作成任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)以盈利为目的再次分发。

# 穿越寒冬：2019资本新格局| 易凯ECM新年眺望

原创：易凯资本 易凯资本 今天

有人说，属于创业的黄金时代结束了。

或许是这样，已渐行渐远的2018年，对于创投行业而言，“资本寒冬”成为唯一不变的季节。

经济下行、监管趋严、债务违约集中爆发、二级市场暴跌、外部不确定性加剧……“募资难“、“退出难“，成为创投行业心中的痛，一批批项目倒在了那个冬季。

残雪暗随冰笋滴，新春偷向柳梢归。风虽小了，但我们坚信风口还在。

2019年，乍暖还寒，但先进制造、智能硬件、无人驾驶等11个细分赛道将呈现出巨大的生命力与发展潜力。即便在数九寒天里，这些领域依然不乏成长出独角兽的机会。

过去的一年，我们股权资本市场部（ECM）的同事在与全球各类基金的密切对接中，绘制出了这幅“易凯视角”的股权投资市场版图。目前，易凯ECM的系统已经覆盖了超过4000家境内外投资机构，确保我们的视野和洞见有足够广阔和深刻的基础，也确保了我们的客户可以享受到最广泛和高效的资本市场覆盖。

为您奉上这份年初展望报告。在总结过去一年投资图景的基础上，我们将试图为您分析新的一年的经济环境、行业变化，以及这其中的危与机。

## Part1

### 中国股权投资市场资金出现“逆差”

## 01

## 投资总额显著高于募资总额，呈现资金“逆差”

相关数据显示，截至到2018年12月31日，中国股权投资市场全部资金（含人民币及美元）募资总额为1310亿美元，投资总额为1450亿美元；全年投资总额度较募资总额度高出140亿美元，打破了中国股权投资市场近几年以来募资规模远超于投资规模的常态。

## 02

## 资金紧缩、募资停滞，“募资难”成为全行业共同难题

截至到2018年12月31日，中国股权投资市场人民币募资总额为967亿美金，同比下降43.8%；美元基金募资总额为343亿美元，同比下降68.2%；人民币加美元全部资金募资总额较2017年同比下降53.2%。

在市场资金全面吃紧的形势下，多数资金向知名头部GP聚拢，很多二三线基金规模大幅缩水，垂死挣扎或已彻底被踢出今年激烈的竞争格局之外。

数据来源：投中数据

募资额统计口径：2018年中国境内募集完成的股权投资基金

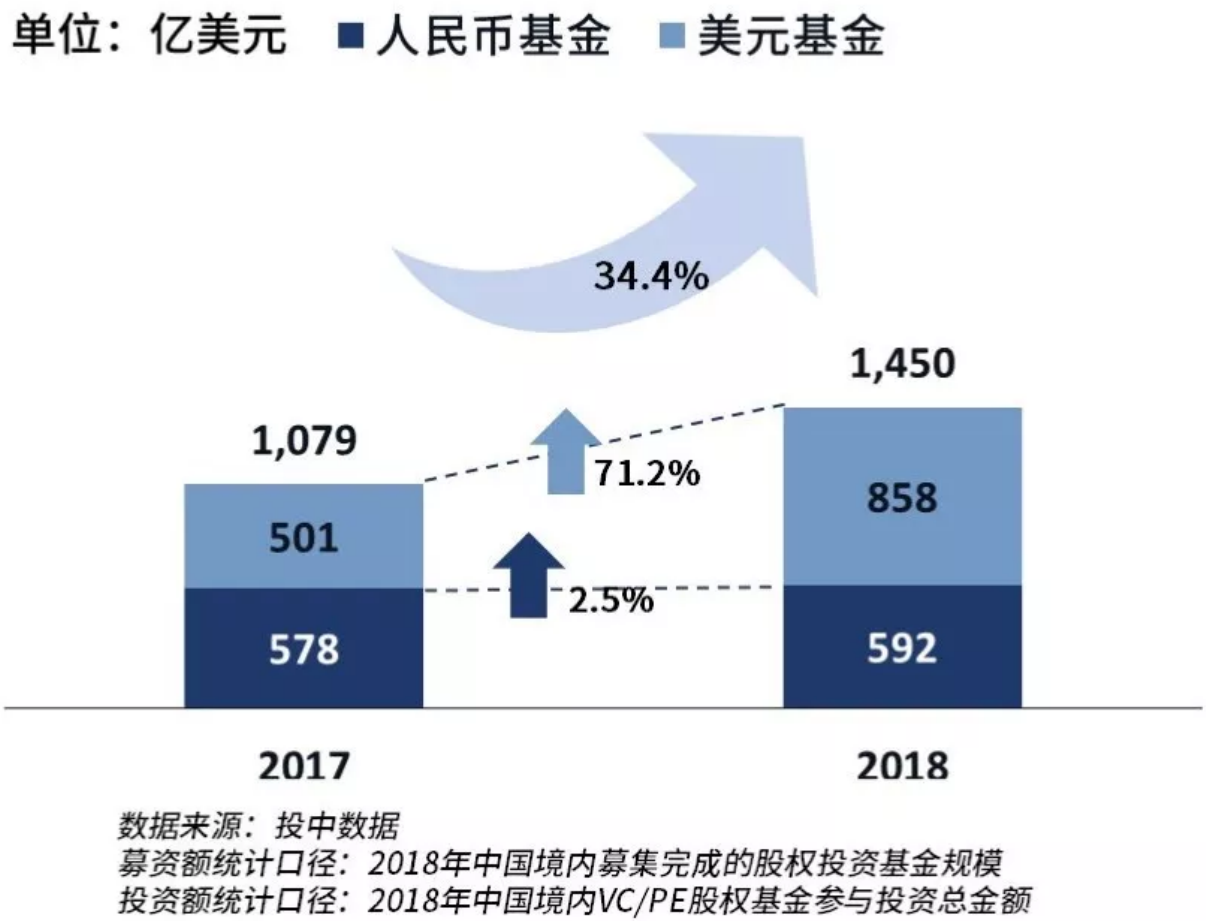
**LP结构的巨大调整，直接导致人民币募资骤降**：资管新规的出台重塑了资管行业的监管格局，“通道禁止”、“多层嵌套限制”、“穿透式监管”让银行系作为往年重要的资金渠道之一暂别LP舞台；各类金融机构更加注重自身业务的合规性，很多2017年的出资承诺在2018年没有兑现；二级市场的持续低迷导致很多上市公司自顾不暇无心投资一级市场；个人LP投资门槛的提高和高净值个人财富的缩水也让很多个人LP无法出资。总之，“募资难”是2018年让整个私募股权投资基金行业最头痛的难题。

**美元加速回流使得美元募资同样面临挑战：**2018年初美国税制改革计划落地，一度促使美国宏观经济预期显著改善，进而吸引美国之外的美元快速回流美国；同时，2018上半年美股市场持续走强，进一步吸引海外资金回流；在多重因素影响下，美元募资也受到严峻挑战。与人民币市场相同，美元LP也全面向头部GP集中，高瓴基金四期就逆市创纪录地募得106亿美元。但我们认为，当前美元LP对中国市场的资产配置比例较低，随着美股见顶、中国资产价格持续下跌至合理区间，2019年美元的募资和投资额均有望获得改善。

## 03

**人民币与美元市场投资冷热对比鲜明，**
**美元投资带动整体行业全年增长**

截至到2018年12月31日，中国股权投资市场人民币投资总额为592亿美元，同比增长2.47%；美元基金投资总额为858亿美元，同比增长71.23%；人民币加美元全部资金投资总额较2017年同比上升34.4%，美元基金投资很大程度上拉动了全年投资活跃度的提升。相比之下，人民币基金的整体投资活跃度有明显下降，投资决策周期普遍拉长，投资阶段一方面向估值小于5亿的A轮或B轮项目倾斜，一方面向上市预期较为明确的新经济独角兽企业或已具备较强盈利能力的细分市场龙头倾斜。




数据来源：投中数据

募资额统计口径：2018年中国境内募集完成的股权投资基金

**美元基金活跃度攀升：** 2018年共有28家境内新经济企业在港IPO，募资总额达1,360亿港元；共有38家新经济企业在美国上市，募资总额84亿美元。这些数字相较往年都有很大幅度的提高，很多美元基金得以顺利退出，对中国的信心增强，愿意持续加码；另一方面由于融资架构问题，计划赴港赴美IPO的新经济企业也更加愿意接受美元基金的支持。

## 04

## 资金大幅紧缩让2019年未知变量增多，市场更加冷静理智

**人民币基金更加保守、谨慎，愈加珍惜自身所持有的“弹药”：**2018年人民币基金募资难、募资额下降43.8%的结果将会在2019年进一步显现出来，市场可投资金大幅减少，人民币基金投资活跃度下降，风格更趋保守谨慎。投资人在手里“子弹”稀少情况下，将更加看重出手的精准度。

**市场资金偏爱向投资阶段中“头部、尾部”项目聚拢：**资本寒冬下，投资机构的资金会在更大比例上向具有更大升值空间的早期和确定性更强的晚期项目，尤其是Pre IPO和并购项目。

**基金继续活跃，资金供给相对充沛：**虽然2018年美元基金募资金额大幅下降，但由于美国股市过去两年表现强劲，带动大量资金回流美国，在亚洲及中国市场资金配置比例较低，2019年这一比例有望上调；另一方面2018年港股和美股IPO数量的大幅上涨让很多美元基金实现顺利退出，有望继续下注中国市场。受以上两种因素影响，预计2019年美元基金资金供给相对充沛，继续保持活跃态势，部分人民币基金也会开始募集美元基金。

**“脱虚务实”将是2019年的融资关键：**强盈利能力、充沛的现金流、拥有高壁垒的核心技术、有明确的上市预期等将是2019年融资的关键点；往期的高估值企业，尤其是模式尚未被证明但估值过高的企业，已经成为所有投资人高度警惕的雷区。另外，能否吸引国有投资基金和金融机构的钱，将是未来一年融资的关键因素。

# Part2

## 2019年中国创投市场的几个变量

### 01 玩家版图变化

#### 境内玩家变化

**人民币LP进一步国资化，国资逐步从幕后走到台前：**2018年人民币市场募集规模前十大基金，有七只基金资金来自国家队；除了地方财政出资之外，央企、城投公司等国有企业也非常活跃。另一方面，国资开始从幕后走到台前承担GP角色，帮助政府把政府引导基金和母基金做得更加专业化。在2019年，想要募集新的人民币基金，寻求政府出资几乎是必要条件。

**母基金加码直接投资：**在过去的2018年，陆续有多支百亿级以上规模的母基金纷纷落地，且开始加码一级市场直投。这些母基金拥有雄厚的资金和强大的品牌背书能力，2019年他

们会在重点关注先进制造、硬科技、医疗健康、节能环保等国家政策鼓励进入的领域。

**保险投资将不再受行业范围限制，政策鼓励险资加大股权投资业务比例：**目前政策鼓励险资积极参与市场化可转债项目，鼓励投资小微企业。保险资金当前偏好通过投资优秀私募GP的形式来参与股权投资，所以未来头部GP将会获得更多的保险LP的青睐。保险资金直投更加偏好明星项目，有大平台兜底回购的项目，现金流充足的企业，有明确上市预期的项目或者股债结合的项目。

**政府背景基金、新兴PE、金融机构背景的投资人相对活跃，与A股相关的投资人相对沉寂：**托管大量地方政府资金的头部GP变得活跃，例如托管河南、厦门、武汉、天津等地方政府资金的中金资本；一些新生代PE也在2018年在市场上表现优异，比如大钲资本和德弘资本等；由于科创板的兴起，头部的券商直投积极布局科创板第一批和第二批企业；传统银行系的投资人中，2018年中银投资和农银国际的表现非常亮眼。

### 境外玩家变化

**美元投资人中新人表现亮眼，对冲基金和家族办公室开始入场：**他们的资金大举从二级转向一级，顺藤摸瓜开始收割一级市场的优质项目。安永预计，到2020年，将有28%的对冲基金会参与私募投资。例如管理约5亿美金资产的D1Capital，将有35%的资金投入到PE阶段；再如管理约130亿美金资产的Point72，在募集新的体量约为7.5亿美金的基金投入到VC阶段。

## 02
## 市场口味变化

### 行业维度

**境内机构聚焦先进制造、硬科技、医疗健康、节能环保等领域：**先进制造领域例如新材料、智能和柔性制造赛道；硬科技领域例如物联网、机器人赛道；新药领域的CRO/CMO/CDMO企业，成药性高的Me-Only、Me-Specific，创新医疗器械、高值耗材、AI+新药、AI+影像、医药电商、以医疗大数据为核心的赋能型企业等。

**海外机构聚焦消费、零售、医疗健康等大产业：**消费零售领域例如新潮牌、社区拼团、小区业态新零售、生鲜冻品产业链赛道；医疗健康产业例如技术平台型的新药研发企业，心血管、肿瘤、眼科、口腔等专业连锁机构等。

### 阶段维度

**境内机构呈现比较明显的向“头部”和“尾部”聚焦的趋势：**聚焦公司整体估值在3–5亿人民币左右的A或B轮融资；上市预期较为明确的新经济独角兽企业或已具备较强盈利能力的细分市场龙头；经济模型已经得到验证的成长期阶段项目或者A股市场出现的价值洼地。

**海外机构呈现向成熟阶段的企业聚焦的趋势：**根据PWC报告显示，海外创投市场2013年到2018年期间，从获投项目数量来看，种子阶段的项目比例从36%下降至25%，成长期阶段项目比例基本持平，维持在20–23%左右，中晚期、成熟期的项目比例从18%增长至27%。

### 产品维度

**新的“四万亿”与创投市场的关系：**近期央行再次降准，下调金融机构存款准备金率1个百分点，释放约1.5万亿资金，去除一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续后的因素，净释放长期资金约8,000亿元；2019年预计还会有2–3次降准，市场上会出现新的一波“4万亿”。增量资金主要还是会通过银行大量流向地方政府、央企、各地国有企业、大型金融机构等平台。因此，对于新经济创业公司来说，打通与金融机构和大型国有基金的沟通渠道并拿到他们的投资，是间接享受“四万亿”的唯一方式。

**银行资金更青睐传统债权和可转债，增加股债结合和股债融合的新型金融产品投放：**工农中建旗下已经设立金融资产投资公司，其他商业银行未来可能会与AMC公司合作设立金融资产投资公司，聚焦可转债业务，具体操作方式为企业向银行出让债权，银行将债权转化为股权，遵循市场化原则协商定价；其中银行投资款必须全部用来归还债务，投资额度原则上单笔金额不低于5亿人民币，不能投向金融和地产行业。针对非传统债权融资，例如并购配套资金和纯股权融资，银行偏好有实际控制人承诺兜底、有股权质押、盈利情况良好、有明确上市预期得项目，同时降低对不动产抵押的限制。

## 03
## 总体口味变化

**也总有一些投资偏好是相对不变的：**无论是已经过去的2018年，还是已经到来的2019年，人民币和美元资金，都会更希望看到天花板足够高、经济模型健康、估值合理的行业龙头型企业。人民币机构会更加在意企业的盈利能力和现金流情况，同时对企业的核心技术壁垒、上市预期是否明确等也格外关注；美元机构会更加在意企业的天花板、单位经济模型和所面临的政策监管等因素。当然，无论是人民币还是美元机构，都会对经济模型尚未得到证明的“VC阶段+PE估值”的项目出手谨慎。

## 01
## A股

**IPO审核进一步趋严，外资持续流入A股市场：**2018年A股IPO的公司数量为105家，同比下降76%，创5年来新低；融资规模约1,378亿元，同比下降40%；与此同时证监会出台了一系列针对新股发行审核的责权新规，审核进一步趋严。2018年全年A股IPO审核通过率仅为56%，远低于2017年的76%；同时，伴随2018年内A股相继纳入多个国际指数（包括MSCI新兴市场指数、富时罗素指数等），外资在A股持股比例不断提升，A股市场开放程度稳步改善。

**尽管审核趋严将成常态，A股IPO仍将是境内优质公司上市的重要选择，科创板将为新经济公司提供新的上市渠道：**虽然证监会针对A股IPO的审核更加严格，但考虑到A股部分新经济行业仍存在估值溢价，境内的优质新经济公司将会考虑所处行业的估值以及自身业务、财务情况，仍将A股IPO作为上市的重要选择。同时，科创板的正式落地将有效拓展头部科创企业的上市渠道。

**我们预计2019年外资将持续加码中国资本市场：**外管局于近期放宽QFII额度至3,000亿美元，进一步便利了外资布局中国资本市场。我们预计，在美国经济见顶下行、A股估值日趋合理的背景下，中国资本市场对外资吸引力将进一步提升，大量海外资金将回流中国。

**除外资以外，五大行理财子公司也有望为A股带来万亿量级增量资金：**2019年2月17日，随着银保监会正式批准工行理财子公司设立，五大国有银行（除邮储银行外）理财子公司已全部获批成立。由于2018年四季度出台的理财新规已允许公募理财通过公募基金投资股市，未来上述理财子公司有望为A股带来大量合规增量资金。

## 02
## 港股

**港股IPO新规落地，新经济头部企业抢滩港股市场，但上市后整体表现惨淡、市场接纳度不高：**随着一季度港交所IPO新规的正式落地，新经济企业开始抢滩港股市场。2018年全年，共有207家公司登陆港交所、合计募集资金2,779亿港元，募资金额在全球资本市场排名第一；其中共有28家新经济企业在港上市，IPO募资额1,360亿港元，占比近50%。港股市场已成为新经济企业上市的首选之一。

但新经济独角兽抢滩上市后的股价走势却不容乐观。截至2018年末，28家新经济企业中，逾八成企业破发、8家公司股价接近腰斩；与此同时，往年登陆港股的新经济企业同样表现不佳，2018年内美图公司股价下跌达80%；除去港股市场整体下行因素外，香港市场对新经济企业的认知及接纳程度不高也是重要因素之一。

**2019年，我们认为二级市场表现乏力、市场对新经济接纳度难见显著改善，将成为新经济企业港股上市热度延续的最大阻碍：**受发行遇冷、破发频现的影响，预计2019年新经济公司在港股上市的发行价格和二级市场表现仍有较大的挑战。新经济企业考虑港股作为上市地时将更加审慎，扎堆上市的热度不复。

## 03
## 美股

**美股市场开始进入下行周期，中概股IPO数量及发行规模大幅上升：**10年牛市进入尾声，美股市场开始进入下行周期；纳斯达克指数较2018年内高点下跌18%以上，过往表现稳健的科技巨头企业也频频出现单日5%以上的跌幅；与此同时，2018年中概股IPO数量共有38笔，融资规模达到84亿美元，相比2017年分别上升58%、147%。对于在美国市场行业认知更好、有成熟对标企业的新经济企业来说，美股仍然具备相当的吸引力。

**尽管美股震荡下行走势短期或将延续，但美股市场对部分新经济行业接纳度更佳，未来对于新经济企业仍具备吸引力：**相较港股市场，美股投资人对新经济企业接纳度普遍更高、部分垂直行业（尤其新能源汽车、电商等行业）估值体系更加成熟，美股上市仍将是新经济企业的主要选择之一。

# Part4

## 科创板

伴随1月30日《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》及一系列实施细则的征求意见稿（以下简称“科创板新规”）发布，科创板制度框架已愈加清晰。从发行审核机制革新、允许符合条件的未盈利/红筹/同股不同权企业上市、设置五套发行上市标准等各项创新举措的快速落地，可以看出监管层拥抱制度创新、全面接轨国际市场的决心。（易凯资本证券部的同事也在新规正式颁布之后，迅速反应，出品了科创板48小时快解读：**《知否知否，有条新路可走：站在一级市场眺望科创板》**。请戳链接，进一步阅读。）

我们认为，科创板将对一级市场产生以下影响：

## 01

**对于符合条件的科创企业而言，潜在退出路径将得到有效拓展；但在科创板运行情况尚待观察之时，更多非首批上市科创企业或将审慎观望。**尽管本次科创板新规从概念到落地仅耗时三个月，但包括监管细则、估值水平、交投活跃度在内的诸多环节仍不明朗。除已达相当体量、行业及运行规范明确符合监管标准的头部科创企业，更多非首批上市企业在当前或将以审慎观望为主，待靴子完全落地后再进一步审视与科创板的匹配度、作出上市地选择。

## 02

**科创领域红筹架构/同股不同权企业、A股上市公司分拆子公司的上市灵活性将得到有效提升。**考虑到此次科创板新规已允许红筹（包括VIE，下同）架构企业上市及发行存托凭证（但红筹架构登陆科创板条件应高于一般境内架构科创企业），红筹架构及同股不同权科创企业将有望实现科创板/港股/美股上市的最大灵活性；后续待科创板稳定运营后，可视不同上市地的估值水平、流动性及行业接纳度，灵活选择上市地。与此同时，科创板放开了对A股上市公司子公司境内上市的限制（尚无先例），A股上市公司孵化的科创子公司将有望实现境内独立上市，退出渠道得到极大拓展。

## 03

**科创板有望在中长期成为一级市场投资机构具有实质意义的退出可选项。**考虑到监管层对本次科创板实施的高度重视、科创板作为市场化改革试金石的重要地位，科创板相较过往新三板、战新板、CDR等历次制度改革，更有可能成为注册制全面落地、实质性拓宽科创企业上市选择的重要渠道。长期内，科创板将有望提升信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等领域头部企业对PE/VC的吸引力。

# Part5

### 彩蛋：易凯“小”数据

**在过去的2018年，易凯资本私募融资管道中执行的项目共有80个：**消费项目18个、科技项目12个、娱乐项目18个、医疗项目32个。

**2018年宣布完成的项目，从启动到完成平均时长为31周：**消费项目35周、科技项目36周、娱乐项目28周、医疗项目29周。

**平均询问3.2个投资机构可贡献1个有效会议：**消费项目3.0次询问、科技项目3.8次询问、娱乐项目3.6次询问、医疗项目2.3次询问。

**平均每11.5场有效会议可贡献1张TS：**消费项目7.1场、科技项目10.5场、娱乐项目14.4场、医疗项目14.9场。

**平均每2.6张TS可贡献1张SPA：**消费项目2.0张、科技项目2.0张、娱乐项目3.8张、医疗项目3.8张。

**“最快”和“最慢”：**2018年易凯资本私募融资和并购完成项目中，最快项目用时12周，最慢项目用时57周。

**“最多”和“最少”：**2018年易凯资本私募融资和并购完成项目中，排会数量最多的为57场，最少的为2场。

CEC CAPITAL
易凯资本有限公司
长按并关注我们