

【易凯 2017 岁末报告：一级市场的新版图】

一级市场的新版图

易凯岁末报告



2017.12



内容提要

2017 年中国股权投资市场资金供给充沛，投资活动高度活跃。截至 11 月底市场募集资金 1.61 万亿元，投资额更是首次突破万亿达到 1.1 万亿元。当前中国股权投资市场机构管理资本量规模超过 8.5 万亿元，这一规模已经让中国成为全球第二大股权投资市场。

一、中国股权投资一级市场版图变化

二、热点领域主力投资人分析

三、IPO 目标市场的变化

四、对 2018 年一级市场的预判

一、中国股权投资一级市场版图变化

1、资金供给保持充沛

2017 年 1-11 月，中国股权市场共发生 9,120 笔投资案例，投资金额为 1.1 万亿元，中国股权投资市场继 2015 年投资突破 5,000 亿元以来，正式迈入万亿时代。



2017年1-11月，中国股权投资市场共有3,418支基金募得资金1.61万亿元，募资总额与2016年全年相比，同比增长17.94%



2、国家队强势登场，拥抱新经济

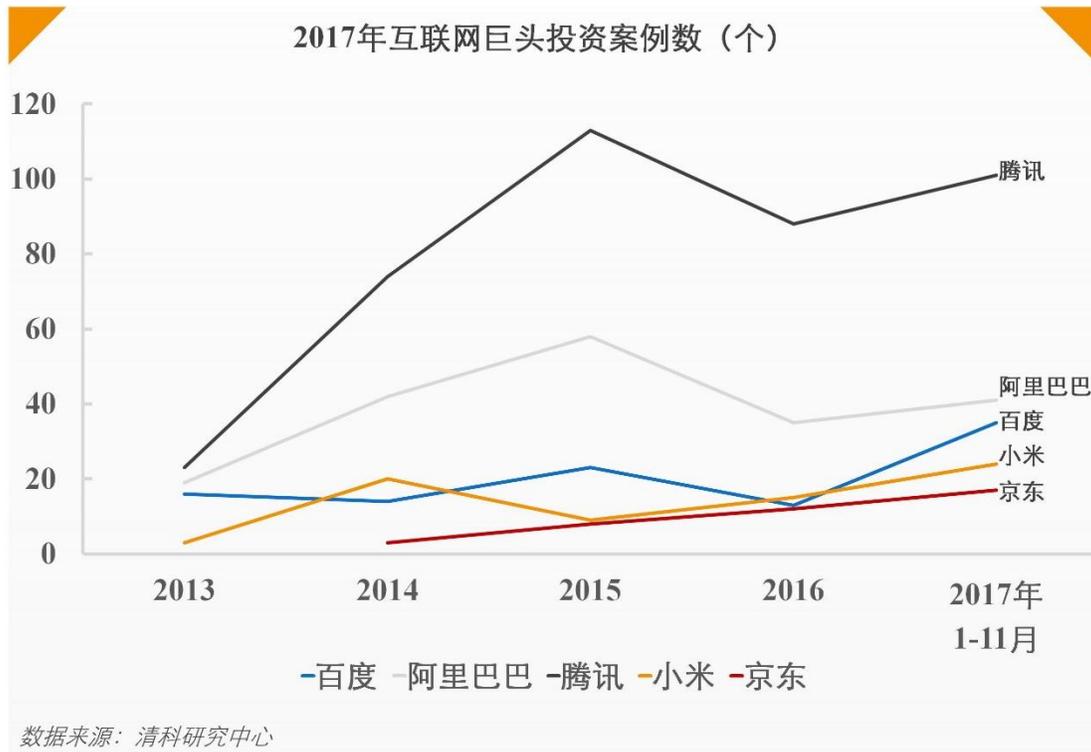
2017年，以中国国有企业结构调整基金、中国国有资本风险投资基金、国投创新、国投创业为代表的国家队快速崛起，成为中国一级市场中最靓丽的一道风景。据不完全统计，2017年获得国家队投资的创业企业超过50个，如威马汽车、京东金融获得中国国有企业结构调整基金的投资；思路迪、联影医疗、旷视科技、英雄互娱获得中国国有资本风险投资基金的投资；长风药业、鑫精合获得国投创新的投资；泽生科技，荣昌制药，寒武纪获得国投创业的投资。

基金名称	代表案例
中国国有企业结构调整基金	京东金融、威马汽车
中国国有资本风险投资基金	思路迪、联影医疗、旷视科技、英雄互娱
中投公司	口碑网
中电健康基金	森亿智能、医联
国投创新	鑫精合、联影医疗、长风药业
国投创业	荣昌制药、泽生科技、寒武纪科技
国中创投	医鸣技术、耀客传媒、蜻蜓FM

国家队聚焦的重点主要集中在 AI、大数据、新能源汽车、新药研发、金融科技等国家政策具有明显倾斜的新经济领域。它们的品牌背书能力、相对长期的视野以及对估值的相对不敏感让它们一经出现就很快成为创业企业争相邀约的目标。

3、BAT 帝国征战投资版图

2017 年，BAT--尤其是 T 和 A--凭借它们丰富的战略资源的雄厚的资金实力继续强势征战一级市场，在 AI、医疗健康、新能源汽车、传媒娱乐等领域出手凌厉，快速布局。根据清科的统计，BAT 加上京东和小米 2017 年投资数量超过 200 个，投资总额总额超过 850 亿元。



投资阶段向早期和晚期两端集中：BAT 在 2017 年各个赛道的布局，多集中在早期项目和晚期成熟项目，尤其是在晚期头部项目项目的投资力度显著加大。今日头条、快手、ofo小黄车、商汤科技、蔚来汽车等均获得了BAT中的一家或多家直接或间接的投资。

在 AI 与汽车领域密集下注：BAT 均在 AI 和汽车领域密集出手。在汽车领域，百度投资了威马汽车、蔚来汽车，阿里巴巴投资了小鹏汽车，腾讯投资了蔚来汽车。在 AI 领域，阿里巴巴投资了商汤科技，腾讯投资了奇幻工房，百度在全方位完善既有 AI 业务的基础上通过收购 xPerception、渡鸦科技，投资蔚来汽车，继续扩大在 AI 底层技术和应用领域的布局。

触角伸向上市公司：2017 年，BATJ 不仅在一级市场保持活跃，在二级市场同样也高调入局，通过定向增发、协议受让等方式入股了多家上市巨头并进行了业务上的深度绑定。

2017年互联网巨头投资上市公司概况

投资人	投资标的	投资金额（亿元）
	高鑫零售	187.6
	银泰商业	165.8
	速汇金	78.5
	中国联通	41.1
	新华都	5.6
	联华超市	5.3
	中国联通	104.5
	永辉超市	42.2
	唯品会	39.5
	中金公司	24.0
	掌趣科技	4.9
	中国联通	66.5
	中国联通	50.0
	唯品会	16.9

4、美元基金投资热情持续升温

2017年，美元投资卷土重来，一扫过去两年被人民币投资压制的势头。截止2017年前11月，美元基金共有736起投资案例，平均单笔投资额约3.58亿元，远超人民币基金的0.96亿元；美元基金投资额为2,639.72亿元，与2016年同期相比增长20%。





二、热点领域主力投资人分析

1、人工智能：

主力投资人：国家队、金融机构、大企业集团

重要案例：商汤科技获赛领资本、高通、阿里巴巴投资；旷视科技获中国国有资本风险投资基金投资，依图科技获招商银行投资，出门问问获大众汽车投资，寒武纪获国投高科投资。

2、新能源汽车：

主力投资人：BAT、国家队、地方政府、大型车企、大企业集团、美元 PE/VC

重要案例：蔚来汽车获腾讯、百度投资，小鹏汽车获得阿里巴巴、小米、富士康、IDG 等机构投资，威马汽车获中国国有企业结构调整基金投资，北汽新能源获北京汽车集团投资，FMC 获得苏宁等参与的地方产业投资基金投资，景驰科技获洪泰基金、启明创投投资。

3、生物医药：

主力投资人：国家队

重要案例：荣昌制药、泽生科技获国投创业投资，思路迪获中国国有资本风险投资基金投资，康希诺、长风药业获国投创新投资。

4、消费及新零售：

主力投资人：BAT 及其它大型互联网公司、美元和人民币 VC/PE、中东地区主权基金等

重要案例：滴滴出行获阿联酋主权基金 Mubadala 投资，新美大获得腾讯、红杉、GIC 投资，易车网获得百度、腾讯、阿里巴巴投资，ofo 小黄车获阿里巴巴、弘毅投资，摩拜单车获腾讯、淡马锡投资，高鑫零售获得阿里巴巴投资、超级物种获得腾讯、今日资本投资；每日优鲜获得老虎基金、Jeneration、元生投资、猩便利获得红杉投资。

5、物流：

主力投资人：阿里巴巴和菜鸟、大企业集团、传统 VC/PE

重要案例：普洛斯私有化获得厚朴、高瓴的投资，日日顺获得阿里巴巴投资，丰巢获得鼎晖、国开、钟鼎投资，速递易获得中邮资本、复星和菜鸟的投资，驹马物流获普洛斯、新希望投资，心怡物流获汇勤资本投资，运满满获老虎基金投资。

6、金融科技：

主力投资人：国家队、金融机构、人民币和美元 PE

重要案例：苏宁金服获得云锋基金、金浦基金投资，玖富获信达资本投资，随手记获 KKR 投资，捷信中国获 PAG 投资，挖财网获国开国际投资，Wecash 闪银获招商局资本投资。

7、教育：

主力投资人：美元 VC/PE、腾讯、新东方和好未来、地产背景机构

重要案例：VIPKID 获红杉、英语流利说获得华人文化和双湖资本投资、腾讯投资，义学教育获诺基亚成长基金、SIG、新东方、国科嘉和、景林投资，作业盒子获贝塔斯曼、新世界集团、百度风投和好未来投资，猿题库获华平和腾讯投资。

8、传媒娱乐：

主力投资人：BAT、大型金融机构、产业玩家、VC/PE

重要案例：爱奇艺获百度、高瓴、博裕、IDG、光际、红杉等投资，今日头条获建银国际投资，快手获腾讯投资，嘉行文化获得完美世界的投资，英雄互娱获中国国有资本风险投资基金投资，蜻蜓 FM 获微影资本、百度投资，笑果文化获得华人文化投资、耀客传媒获得云锋投资。

三、IPO 目标市场的变化

1、A 股和港股最新政策变化

2017 年，A 股与港股市场的监管政策发生了如下变化：

A 股 IPO 审核提速，但审核门槛也显著提升：相较于往年，2017 年 A 股 IPO 的审核速度明显加快，全年共有 466 家企业上会，是 2016 年的约 1.8 倍。受 IPO 审核速度加快的影响，2017 年 A 股 IPO 发行也迎来爆发，全年共完成 IPO 发行 419 家，募集资金规模 2,186 亿元，这两项指标同 2016 年同期相比分别增长了 69% 和 34%。

与此同时，IPO 的审核标准也进一步从严。2017 年下半年，IPO 过会率显著降低，仅为 76%，较 2017 年上半年及 2016 年分别下降了 10 个百分点和 17 个百分点。

A 股重大资产重组从收紧到适度放松：2017 年，A 股上市公司重大资产重组受 2016 年重组新规的持续影响，并购重组交易处于相对低迷的状态。2017 年全年，A 股公告预案/草案的重大资产重组共 241 笔，交易规模 8,634 亿元，较 2016 年分别下降 34%、36%。2017 年全年，A 股过会的重大资产重组共 160 笔，同比下降 36%。

但在中概股回归方面，监管层自 2016 年叫停中概回归之后，于 2017 年下半年首次明确支持符合国家产业发展方向、掌握核心技术、具有一定规模的优质境外上市中资企业参与 A 股公司并购重组。2017 年最后一个交易日，360 借壳江南嘉捷获并购重组委通过，标志着中概股回归终有松动。

新三板市场出台新政，效果有待观察：2017 年以来，受 IPO 提速影响和新三板市场流动性没有改观的影响，新三板市场信心进一步受挫，新三板做市指数跌破基点 1,000 点，全年新增挂牌家数和定增融资规模均较 2016 年有较大幅度的下降，降幅分别为 55% 和 4%。

在此背景下，股转系统于 2017 年年末发布了一系列新规，对股票交易方式、分层标准及信息披露等进行了修订，但能否显著改善新三板市场的流动性、提升市场活跃程度还有待市场进一步检验。

港股市场拥抱新经济，利好频出：2017 年，港股市场新经济板块表现亮眼，腾讯牢牢占据亚洲企业市值第一的位置，美图、众安、阅文等新上市的新经济企业受到了市场热捧。截至 2017 年末，腾讯、美图、众安、阅文市值分别达到 38,565 亿港元、465 亿港元、1,019 亿港元、755 亿港元；腾讯股价自 2017 年初至今一年时间内上涨了 114%。

与此同时，联交所也发布了一系列咨询文件，考虑允许同股不同权架构的新经济公司于港股主板上市，同时也允许尚无收入的生物科技公司于主板上市，上述新规有望于 2018 年下半年开始实施。

此外，注册于中国境内的 H 股上市公司内资股全流通事宜也被重新提上议事日程，若能顺利实施，对于港股市场将会是进一步利好。12 月 29 日，证监会正式表态，将开展 H 股上市全流通试点，成熟一家推出一家。

2、2018 年的 IPO 趋势

展望 2018 年，上述政策将对资本市场和一级市场带来深远的影响：

真正优质的企业还是会将 IPO 作为首选：由于 A 股 IPO 审核进度明显加快，我们预计那些具有一定规模体量、符合上市条件、符合监管导向、只差临门一脚的企业，还将坚定不移地选择 A 股 IPO 的方向。对于新经济属性明显、不符合 A 股上市条件的企业，赴香港或美国上市将是非常现实的选择。由于香港市场对于新经济公司的日益熟悉和认可以及腾讯等一批新经济股票的示范效应，我们预计 2018 年会有越来越多的中国新经济公司会把香港市场作为潜在 IPO 的第一市场选择。

从资本结构而言，如果企业已经符合香港或美国上市条件并且已经具备现成的红筹架构（以及红筹架构下的 VIE 结构），这些企业将会继续保持这种架构，在一级市场上融资也将以美元为主。

如果企业目前还是境内架构但是已经具备海外上市的条件，则可以考虑通过“搭 VIE”寻求香港或者美国上市，但是搭建 VIE 架构需要一个过程，这个过程根据现有股东的具体情况有可能会非常复杂。这样的企业融资需要把融资和搭 VIE 结合起来，借助外力完成架构重组。

如果企业距离上市还有相当一段时间，则可考虑保留境内架构寻求 H 股上市的方式，毕竟 H 股全流通正在变得可期待，留在境内还可保留去 A 股上市的灵活性。这些企业在一级市场上融资可以保持人民币+美元融资的灵活性。

并购重组将保持一定的活跃度，但会更加规范，局部领域可能收到更加严格的监管：随着中概股回归监管政策的放松，我们相信少数符合监管导向的优质中概股企业将走向回归 A 股之路。除此之外，真正有利于提升

上市公司竞争力的并购重组将得到支持，但跨界并购以及与实体经济关联度相对较少的并购标的，仍将受到严格控制。

新三板市场将得到一定程度改善：随着新三板新政的推出，相较于 2017 年，新三板市场的流动性和活跃程度将有所增加。对于暂时不符合 A 股上市条件的企业而言，新三板不失为一条过渡路径。但我们认为，在投资者门槛与交易方式得到进一步改进之前，新三板市场作为 A 股后备军的角色不会改变，真正好的企业仍将首选 A 股上市，而不会长期留在新三板。

四、对 2018 年一级市场的预判

1、2018 市场资金供给

市场资金依旧充沛：2016 年市场募资规模突破 1 万亿，同比增长 82.9%；2017 年募资规模突破 1.5 万亿，同比增长 21.9%。由此我们判断，2018 年投资机构手里掌握的可供投资的资金依然充沛。

国资划转社保新规拓宽市场化基金的募资渠道：按照既往规定，国资成分在市场化基金 LP 份额占比将超过 50%时，在 IPO 时将会该基金将被认定为国有主体，并在 IPO 的时候进行股权划转。新规之后，业内预计由于最顶层国有企业集团的公司股权将被直接划转，基金层面持有的项目公司股权再被划转的可能性并不大。这将使得市场化基金在募资时会更多考虑接受国资作为 LP，募资资金渠道将大大拓宽。

市场资金两端分流的趋势会更加明显：2017 年市场中的资金开始向早期和晚期头部两个方向集中，我们预计这种趋势在 2018 年可能会更加明显。这意味着处于成长期的非头部创业公司的融资环境会变得更加恶劣。对此创业者要有充分的心理预期。

“头部世界”与“非头部世界”之间的鸿沟会越来越深，两个世界会更加割裂：2018 年细分行业的头部公司与一线投资机构（如 BAT、国家队、头部 VC/PE、大型金融机构）将会更紧密的捆绑，非头部公司获得一线机构投资以及二三线投资机构投资头部企业的难度都会持续增大，创业和资本市场的阵营分层将会愈发明显。

2、2018 投资人版图变化

国家队及地方政府基金将更加活跃：2017 年，新募集成立的规模前十大基金均为国家队或地方政府基金。这类投资人不仅资金实力雄厚，也具备很强的品牌背书能力，同时还具有较长的投资视野，因此很受创业公司的欢迎。我们预测 2018 年国家队及地方政府基金将在 AI、电动车、新药研发等与政府政策密切相关的领域继续扮演一级市场投资的重要推手。

美元投资继续回暖：随着越来越多的中国新经济企业把香港作为重要的潜在上市地，我们预计一级市场美元投资的需求会保持旺盛。那些短期内没有规模利润预期的企业（如新药研发公司）或者在 A 股上市收到政策限制的企业（如传媒娱乐公司），将会更多选择“搭 VIE”扬帆出海。在这个过程中，很可能必须寻求美元投资人的帮助。

中东资本布局中国：随着石油经济和全球地缘政治的演进，中东资本对于中国、印度和美国的投资机会越来越关注。孙正义的 Vision Fund 正是充分把握了这一趋势。根据我们的了解，以阿布扎比投资局、阿布扎比投资委员会、迪拜控股集团、迪拜投资公司、阿曼投资基金、海湾投资公司、科威特投资局、沙特阿拉伯金融管理局以及大量皇室家族基金为代表的中东资本开始关注中国市场，2018 年它们将会更加积极地在中国寻找投资机会。在滴滴最新一轮的融资中，就引入了阿布扎比的穆巴达拉。

3、2018 投资热点

2017 年的投资热点总体仍将延续：我们认为，2018 年中国股权投资市场的投资热点布局在总体上不会发生太大变化，诸如 AI、新药研发、新消费与新零售、教育等 2017 年的热点会得到延续，围绕传媒娱乐产业的市场热情会有所修复，围绕国家战略（如先进制造、节能环保）的投资活动会有所增加。

健康不仅是 2018、更是下一个 10 年的投资主题：我们始终认为，中国最有可能诞生下一个 BAT 量级企业的领域是健康产业，健康会是未来 10 年人类最大的投资主题之一。2018 年，会有更多传统以 TMT 和消费投资为主的资金开始聚焦健康产业。其中，在新药研发领域，肿瘤免疫疗法有望成为生物制药下一个投资热点。随着 PD-1/PD-L1 适应症的不断扩展，投资机构在该领域的布局已经白热化。2018 年，机构的关注重点有望转向肿瘤免疫疗法以及与肿瘤免疫疗法联用或者形成强协同的创新药，如创新小分子靶向药物、抗体药物偶联物、双特异性抗体等。在医疗服务领域里，具有高效运营和管理能力、注重运用 AI 和数据技术、存在资源整合性机会的医疗服务平台也将会是投资热点。

AI 的关注重点会从底层技术向产业应用转移，中期的纯技术型 AI 企业在局部有可能遇到估值困境：我们预计，2018 年围绕 AI 的投资热点会逐步从 AI 转向 AI+，尤其是就“+”后面的数据资源和持续获取数据的能力。除了国家队之外，很多大体量资金会更加关注 AI 在产业中的具体应用以及因此而产生的价值。在头部企业之外，一些只有技术、尚未形成明晰收入路线图的 AI 技术公司在 B 轮到 C 轮的融资时可能会遭遇估值方面的挑战。虽然不一定是最好的融资策略，很多 AI 企业在融资方面将会采用“不计轮次、开门迎客、碎步紧倒”的方式。

新能源汽车产业将诞生百亿美元估值公司，资本关注点将延产业链扩展：2018 年，以蔚来、小鹏、威马、奇点为代表的新能源汽车创业企业将逐步实现量产。如果产品得到市场认可，这个产业将有可能在 1-2 年内诞生数家百亿美金估值的创新企业。但是 2018 年之后，这个产业的入市门槛儿也会进一步提升，新公司再想跻身第一阵营几乎不太可能。在整车之外，资本在新能源汽车的产业链布局将会继续深化，在“电池、电控、电机”三电系统布局并寻求从产业大潮中获益的资本会更加汹涌。

线下流量入口的价值会持续飙升，甚至进入一个非理性的时期：无论是在消费、零售还是娱乐、教育领域，线下流量的价值会受到更多的认可和关注，BAT 也会在这个方向上投下更多的筹码。那些有能力低成本获取规模化线下流量的公司，价值将有可能进入一个非理性时期。

本报告由易凯资本资本市场部及证券部合力完成。

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订阅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。