



产业互联网企业估值方法和资本路径探析

2019.5.10

温朝会(分析师)

电话: 020-88836105

邮箱: wenchh@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

摘要:

【产业互联网市场空间广阔，政策大力支持】面对消费互联网发展日益饱和和传统行业效率亟待提升的问题，通过产业互联网提升产业链运营效率成为现实选择。2016年以来，国务院发布“关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见”等系列指导文件，根据测算，较易进行产业互联网化的市场空间可达万亿，发展潜力巨大。

【产业互联网企业商业模式】产业互联网是基于云计算、大数据、人工智能等互联网技术，为小B企业提供金融、物流、技术等服务，从而实现各个垂直产业的产业链进行重塑和改造，形成新的互联网产业生态。与传统产业发展比较充分的美国等发达国家不同，我国主要由消费互联网带动产业互联网发展。

【产业互联网重点行业及企业】根据产业互联网市场规模、产业集中度、SKU复杂度和增值服务空间等对不同垂直领域进行评估，我们选取汽车后市场、生鲜和大宗原料等三个产业互联网改造价值较高的行业进行分析，指出不同行业的商业模式，并对标杆企业融资情况进行梳理，帮助认识不同行业的产业互联网企业及其投资价值。

【产业互联网行业估值方法和资本路径探析】产业互联网企业发展周期较长，希望在长跑中胜出的企业必须实现资本和业务的协同发展。从估值方法来看，早期阶段公司，建议重点考虑行业市场空间、集中度，同时创业团队资源整合和执行能力也是重要因素；中期阶段公司处于快速发展期，建议重点考虑商业模式成熟度、可复制性、增长速度等，可以使用EV/S进行估值；成熟期企业有走向公开市场诉求，估值体系逐步向二级市场靠拢，重点使用PE估值，同时参考PEG值。从资本规划来看，一般产业互联网企业融资宜结合资本市场波动情况选择合适时机，同时，注重并购在公司线下服务资源发展当中的决定作用，在逐步具备规模化发展能力之后，选择对产业互联网认可度较高的海内外资本市场公开IPO。

【风险提示】产业互联网企业估值过高及推进不达预期的风险。

相关报告

1、小米 IOT 业务成为增长新引擎，重点关注小米产业链投资机会
—20180830

广证恒生

做中国新三板研究极客



目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 目录 | 2 |
| 图表目录 | 3 |
| 1、从“互联网+”到产业互联网，掀起新一轮的信息技术浪潮 | 4 |
| 1.1 互联网、实体产业双双面临转型，产业互联网顺势而生 | 4 |
| 1.1.1 互联网 to C 端饱和，转向 to B 端寻求市场机遇 | 4 |
| 1.1.2 传统产业正经历去产能的大手术，调整内部效率以求激发活力 | 5 |
| 1.2 政府全力支持产业互联网的推行 | 6 |
| 1.3 政府全力支持产业互联网的推行 | 8 |
| 2、产业互联网的商业模式 | 9 |
| 2.1 产业互联网商业模式 | 9 |
| 2.2 产业互联网与消费互联网、工业互联网的关系 | 11 |
| 2.3 生态体系竞争是产业互联网的竞争制高点 | 12 |
| 3、重点行业产业互联网情况 | 13 |
| 3.1 汽车后市场互联网：汽车消费转向消费服务，重点抓住客户需求 | 13 |
| 3.2 生鲜互联网：利用平台发挥冷链物流的核心作用 | 16 |
| 3.3 大宗材料：打破原有生态实现多向对接 | 19 |
| 4、产业互联网企业估值方法和资本路径规划 | 22 |
| 4.1 产业互联网公司的估值方法 | 22 |
| 4.1.1 分阶段探讨产业互联网公司估值方法 | 23 |
| 4.1.2 产业互联网公司估值中重要的运营能力参考指标 | 23 |
| 4.2 海内外公开市场产业互联网公司估值案例 | 23 |
| 4.2.1A 股市场：上海钢联——全球领先的大宗商品综合服务商 | 23 |
| 4.2.2A 股市场：生意宝——全球贸易信息中心 | 25 |
| 4.2.3 港股市场：卓尔智联——中国典型产业互联网公司转型情况 | 26 |
| 4.2.4 美股市场：奥莱利——美国汽配市场领先者 | 27 |
| 4.3 产业互联网公司一级市场融资：近两年有所降温，头部化趋势渐现 | 28 |
| 4.4 产业互联网公司在资本市场的路径选择 | 30 |
| 5、风险提示 | 31 |



图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1 2013-2018 年中国规模以上互联网及相关服务 | 4 |
| 图表 2 中国互联网月活跃用户数量净增量 (亿人) | 4 |
| 图表 3 2006-2018 年百度活跃在线营销用户数 (个) 和腾讯 QQ 月活跃户数 (百万) | 5 |
| 图表 4 2016-2019 年传统产业的产能利用率情况 | 5 |
| 图表 5 传统产业目前面临的瓶颈 | 6 |
| 图表 6 产业互联网与互联网和互联网+的区别和联系 | 7 |
| 图表 7 产业互联网相关政策推进 | 7 |
| 图表 8 产业互联网的分类 | 8 |
| 图表 9 产业互联网的三个层面 | 9 |
| 图表 10 互联网时代一二级基础设施 | 9 |
| 图表 11 互联网产业链集成服务平台 | 10 |
| 图表 12 产业互联网企业四大核心能力 | 10 |
| 图表 13 中国产业互联网是由消费互联网带动的 | 11 |
| 图表 14 产业互联网和工业互联网 | 11 |
| 图表 15 产业互联网形成图 | 12 |
| 图表 16 产业互联网的生态体系 | 13 |
| 图表 17 重点行业产业互联网价值 | 13 |
| 图表 18 汽车后市场互联网流程图 | 14 |
| 图表 19 传统模式和互联网模式差别 | 14 |
| 图表 20 国内外汽车后市场结构 | 15 |
| 图表 21 2014-2018 我国汽车后市场融资次数 | 15 |
| 图表 22 汽配 B2B 案例: 巴图鲁融资情况及发展阶段 | 15 |
| 图表 23 生鲜产业互联网流程图 | 17 |
| 图表 24 2015-2019 年我国生鲜产业市场融资次数 | 17 |
| 图表 25 生鲜 B2B 案例: 美菜网融资情况及发展阶段 | 18 |
| 图表 26 大宗材料传统生态模式和新的生态模式 | 20 |
| 图表 27 2015-2019 年我国大宗材料产业市场融资次数 | 20 |
| 图表 28 大宗材料 B2B 案例: 找钢网融资情况及发展阶段 | 21 |
| 图表 29 上海钢联产业运营流程 | 24 |
| 图表 30 上海钢联收盘价状况 | 24 |
| 图表 31 上海钢联二级市场状况 | 25 |
| 图表 32 网盛生态业务图 | 26 |
| 图表 33 生意宝二级市场状况 | 26 |
| 图表 34 卓尔智联发展历程 | 27 |
| 图表 35 奥莱利运营效率逐步提高 | 27 |
| 图表 36 奥莱利运营增长状况 | 27 |
| 图表 37 产业互联网公司一级市场融资数量 | 29 |
| 图表 38 产业互联网公司一级市场融资平均金额 | 29 |
| 图表 39 2016-2018 年 B2B 领域融资情况 | 30 |
| 图表 40 产业互联网在资本市场四大问题 | 30 |
| 图表 41 上市方式细分 | 31 |

1、从“互联网+”到产业互联网，掀起新一轮的信息技术浪潮

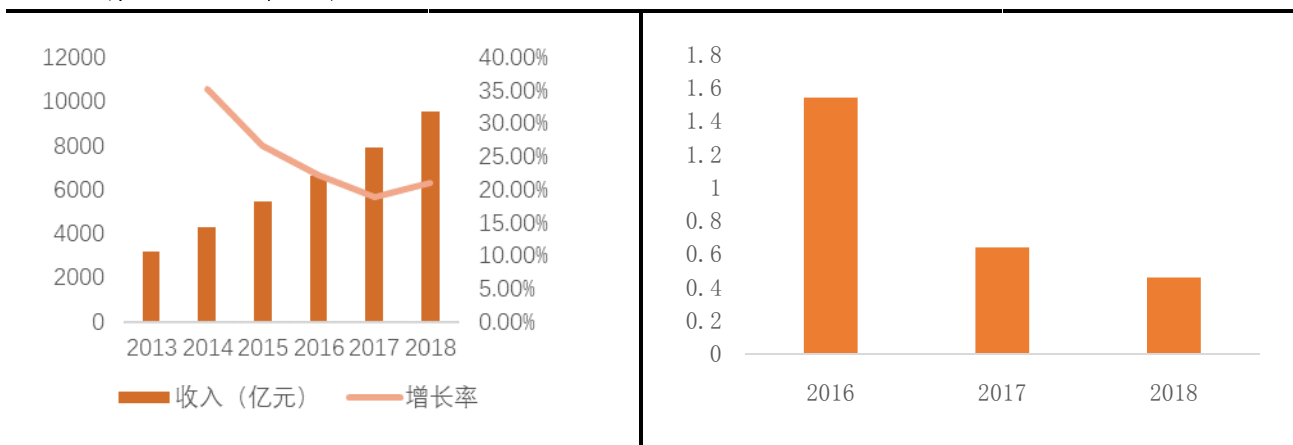
产业互联网集成了云计算、大数据、移动互联、物联网、人工智能、区块链等新一代信息技术，将产业上下游联系起来，以新一代信息通信网络为基础，以云平台构建的线上资源池为载体，以模式协同创新为核心理念，以数据为核心价值，集聚产业链上下游的生产要素资源，实现产业互联、平台融合、企业协同、要素融通，进而面向产业生态链、供应链的各类产业用户，提供生产全要素、制造全流程、企业全生命周期服务的产业协同互联生态网络。

1.1 互联网、实体产业双双面临转型，产业互联网顺势而生

1.1.1 互联网 to C 端饱和，转向 to B 端寻求市场机遇

在消费领域，互联网的影响和发展已经基本完成全面覆盖，部分场景甚至已经饱和。近几年互联网的收入已经开始放缓，从2014年的38%到2018年的18%，同时客户的增量也在逐年减少，互联网的人口红利已经逐渐消失。

图表 1 2013-2018 年中国规模以上互联网及相关服务企业业务收入 (亿元) 图表 2 中国互联网月活跃用户数量净增量 (亿人)

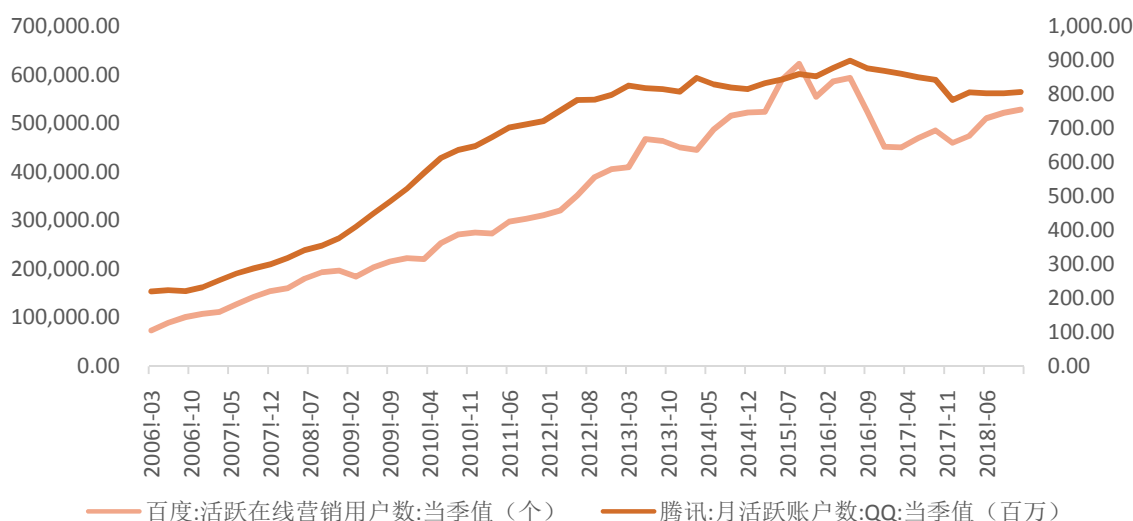


资料来源：中国工信部、广证恒生

资料来源：Quest mobile、广证恒生

互联网公司的用户活跃数从2016年开始有维持平稳甚至下降的趋势，未来在人口红利完全消失后互联网的业绩不容乐观。互联网公司正面临着巨大的考验，c端盈利点消失，b端还未创造盈利。互联网公司转向to B端寻求市场机遇的趋势渐显

图表 3 2006-2018 年百度活跃在线营销用户数 (个) 和腾讯 QQ 月活跃户数 (百万)

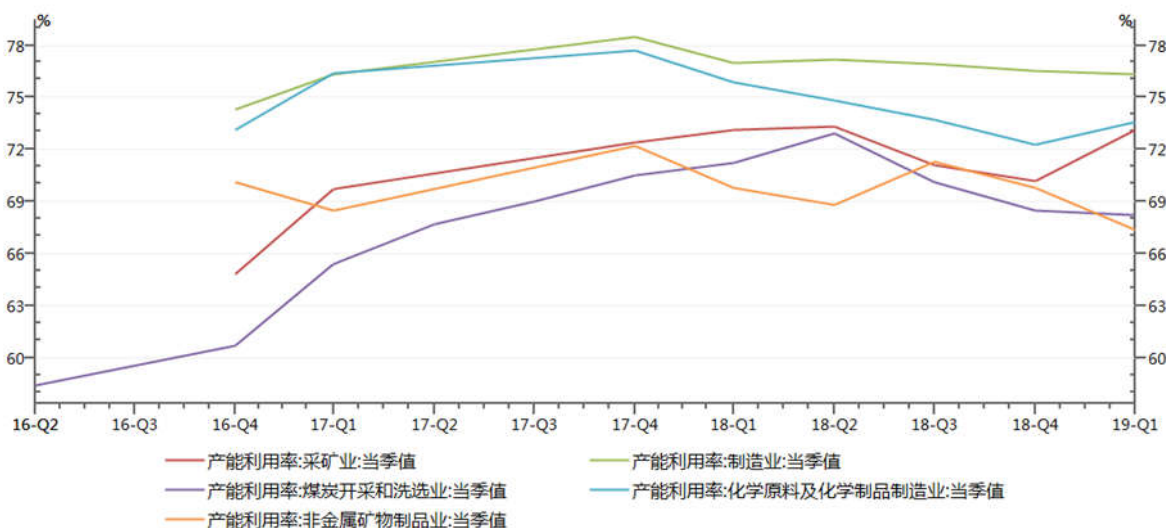


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

1.1.2 传统产业正经历去产能的大手术, 调整内部效率以求激发活力

在传统行业, 互联网的影响和作用还很小, 传统行业同时也面临发展缓慢, 效率低下的瓶颈。中国传统产业需要充分借助在移动互联网领域的领先优势和创新的能力, 打通消费端与供给端的有效连接, 帮助整个供应链更新迭代, 能够对 B 端用户的需求变动, 作出灵敏而精准的反应。

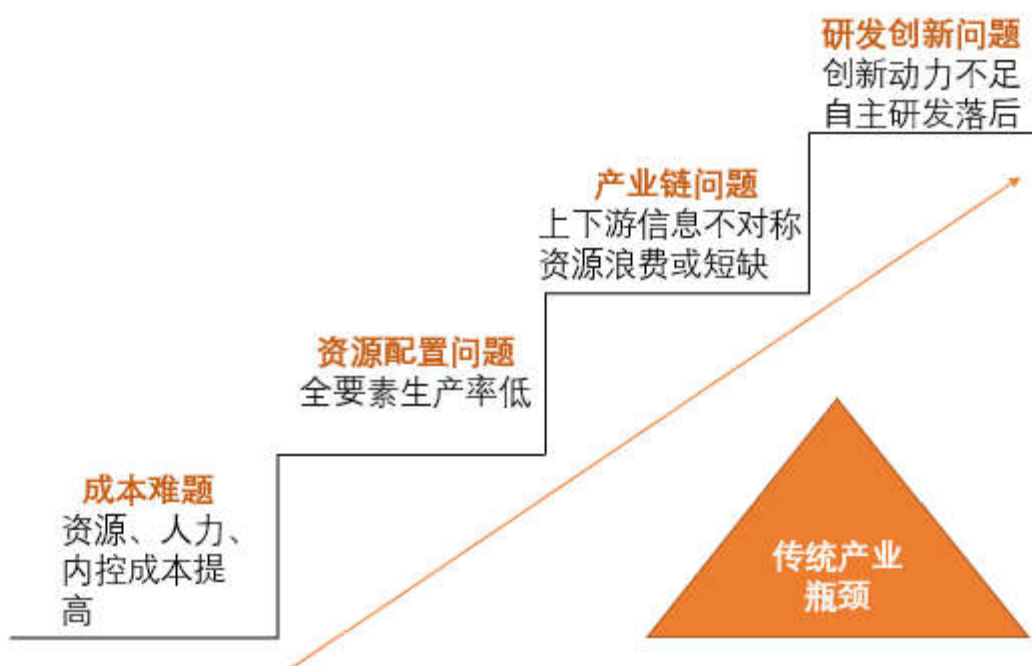
图表 4 2016-2019 年传统产业的产能利用率情况



资料来源: wind、广证恒生

传统产业面临着四大难题，首先是人口红利消失带来的成本的提高，然后紧跟着资源逐渐消耗引起的资源配置低的问题。更为限制产业发展的是研发创新的难题以及上下游信息不对称所带来的资源浪费。传统产业需要从根本上解决这些问题，运用互联网大数据的优势找到新的赢利点，并且实现上下游产业链一体化的发展，发挥集合效应的优势。市场化的推行下，消防行业市场规模逐渐形成。下游产业链主要包括：住宅和办公楼、商业用房等民用建筑市场；冶金、电力等行业应用市场和消防部队装备市场，根据固定资产投资额和消防经费，测算 2017 年消防市场容量合计约 2761.65 亿元，消防产品市场规模是 694.4128 亿元，消防工程市场规模 2071.227 亿元。并且估计 2020 年消防市场规模可达 5200 亿元。

图表 5 传统产业目前面临的瓶颈



数据来源：公开资料整理、广证恒生

一方面是互联网对消费市场的颠覆改造后增长乏力，一方面是大量的传统企业效率低下，发展滞后。产业互联网正迎来发展的新契机。

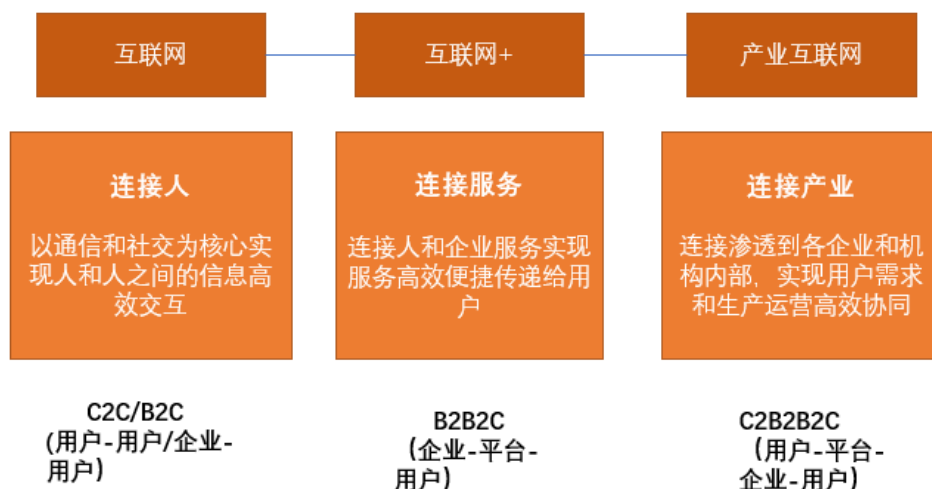
1.2 政府全力支持产业互联网的推行

产业互联网将用户、平台以及企业三者结合起来，实现产业链的渗透，力求在 b 端可以实现用户的需求，在 b 端可以提高整体的效率。

而看国外市场，早在 2014 年 3 月，AT&T、Cisco、GE、IBM 和 Intel 宣布成立产业互联网联盟（IIC），旨在改进物理与数字世界的融合（就是传统产业和互联网），更好地接入大数据，实现关键产业领域的更新升级。并且在国际著名独角兽公司行列中，涌现出了 WeWork、

Palantir、Salesforce 等产业互联网领域的明星公司。还有像亚马逊、微软等一众航母型公司也建立了自己基于云服务的产业互联网服务生态。产业互联网的发展趋势不可逆

图表 6 产业互联网与互联网和互联网+的区别和联系



数据来源: 腾讯产业互联网报告, 广证恒生

产业互联网平台由产业中的骨干企业牵头建设, 以共享经济的方式提供给行业广大的从业者用。产业骨干企业通过平台化转型, 实现新的创新发展; 同时通过将自身积累的产业资源和能力通过平台开放化, 为产业链上下游进行综合赋能, 带动产业链上下游中小微企业共同发展, 最终实现整个产业生态圈大中小企业的共赢发展。

图表 7 产业互联网相关政策推进

| 政策 | 内容 |
|----------------------------------|---|
| 《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》 | 以建设制造业与互联网融合“双创”平台为抓手, 围绕制造业与互联网融合关键环节, 积极培育新模式新业态, 强化信息技术产业支撑, 完善信息安全保障, 夯实融合发展基础 |
| 《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》 | 到 2025 年, 覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施基本建成; 到 2035 年, 建成国际领先的工业互联网网络基础设施和平台; 到本世纪中叶, 工业互联网创新发展能力、技术产业体系以及融合应用等全面达到国际先进水平 |
| 《工业互联网网络建设及推广指南》 | 到 2020 年, 形成相对完善的工业互联网网络顶层设计, 初步建成工业互联网基础设施和技术产业体系。 |
| 十九大 | 对于实体产业转型以及建设创新型国家提出明确的指导要求: 加快发展先进制造业, 推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合。 |
| 《制造业“双创”平台培育三年行动计划》 | 到 2020 年底, 重点行业骨干企业互联网“双创”平台普及率超过 85%, 支持建设面向企业内部和产业链上下游的“双创”要素汇聚平台, 促进面向生产制造全过程、全产业链、产品全生命周期的信息交互和集成协作。 |

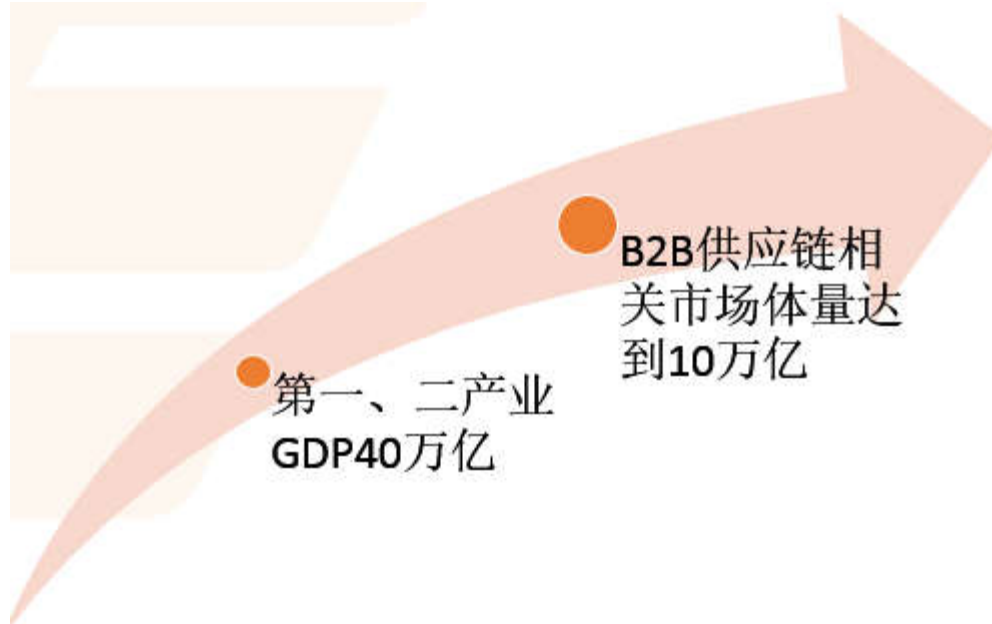
| | |
|------------------------------|---|
| <p>《工业电子商务发展三年行动计划》</p> | <p>到 2020 年，工业电子商务应用进一步普及深化，建成一批资源富集、功能多元、服务精细的工业电子商务平台，线上线下融合水平逐步提升</p> |
| <p>《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》</p> | <p>到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育 100 家左右的全球供应链领先企业</p> |

资料来源：工信部、国务院、广证恒生

1.3 政府全力支持产业互联网的推行

从绝对规模上，以第一和第二产业 GDP 大致代表产业互联网的规模，达到 40 万亿元左右，而其中容易被 B2B 供应链覆盖的市场体量达到了 10 万亿元左右，包括汽配市场 8000 亿，生鲜市场 20000 亿等垂直领域。市场规模大、发展起点低的 B2B 供应链领域是未来 3-5 年最具潜力的投资领域之一。

图表 8 产业互联网的分类



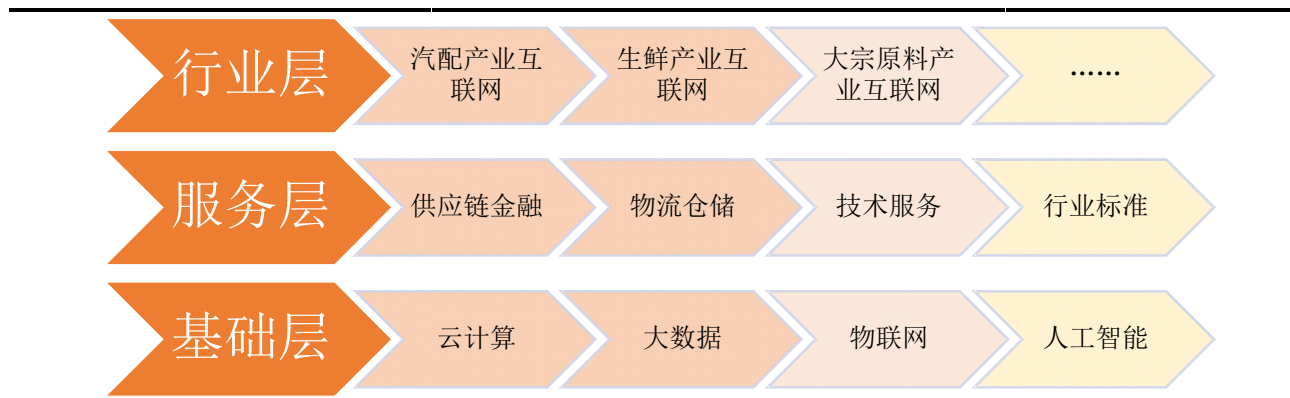
数据来源：公开资料整理，广证恒生

2、产业互联网的商业模式

2.1 产业互联网商业模式

产业互联网是基于云计算、大数据、人工智能等互联网技术和生态，对各个垂直产业的产业链和内部的价值链进行重塑和改造，从而形成新的互联网生态，是经济转型升级的重要助推器。

图表 9 产业互联网的三个层面



资料来源：广证恒生

产业互联网是数字时代各垂直产业的新型基础设施，由产业中的骨干企业牵头建设，以共享经济的形式提供给行业广大的从业者使用。通过从整个产业链角度的资源整合和价值链优化，从而降低整个产业的运营成本，提高产业的运营质量与效率，并通过新的产业生态为客户创造新的体验和社会价值。

图表 10 互联网时代一二级基础设施

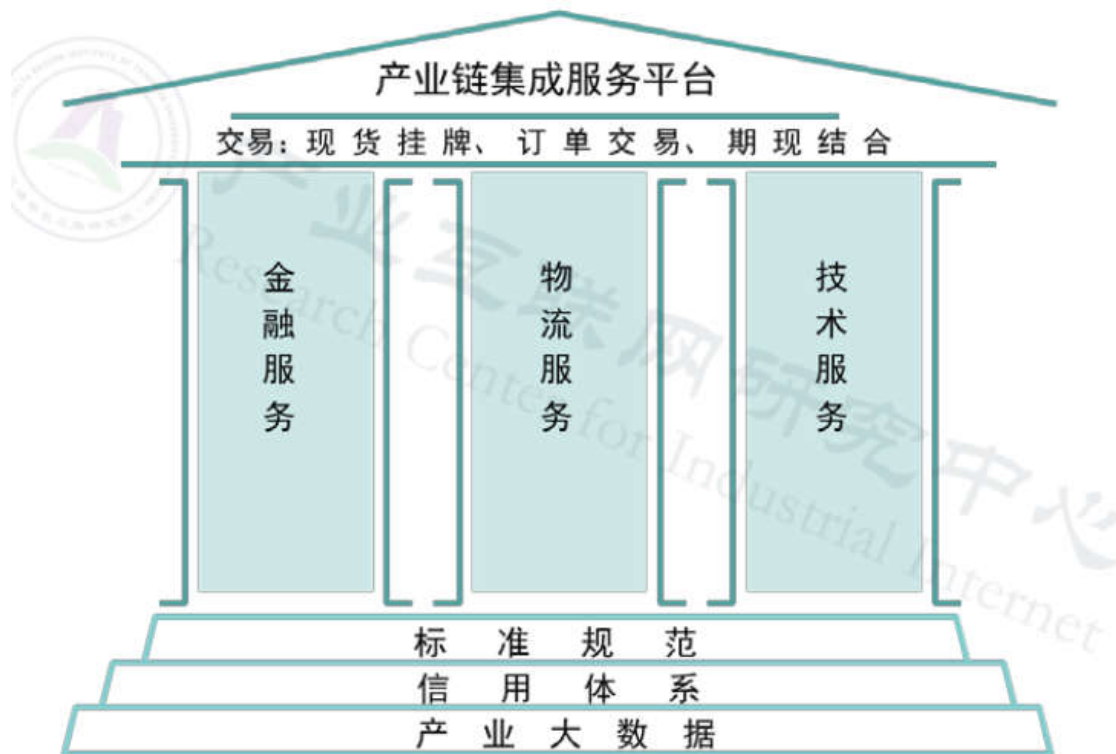


资料来源：AMT 产业互联网白皮书、广证恒生

产业互联网平台需要构建三大基础和三大支柱，其中三大基础包括产业大数据、产业信用体系和标准规范，首先，通过产业信息化，实现产业各环节的大数据积累，其次，以数据为基础从而为供应链金融进行风险控制打下信用基础，最后，在规模化产业运作的基础上，建立产业链相关的产品、技术、质量、服务标准，推动行业运营效率提升。

三大支柱包括技术服务、物流服务和金融服务，具体的服务是产业互联网的运营载体。通过为产业链参与方提供技术咨询、专题培训、物流仓储、供应链金融等服务，提高产业客户对于平台的粘性，实现良性发展。

图表 11 互联网产业链集成服务平台



资料来源：AMT 产业互联网白皮书、广证恒生

产业互联网企业主要有四大核心能力，包括产业链上下游痛点的解决能力、有价值中间环节的赋能情况、产业链运营效率提升水平和信息化手段运用能力。

图表 12 产业互联网企业四大核心能力

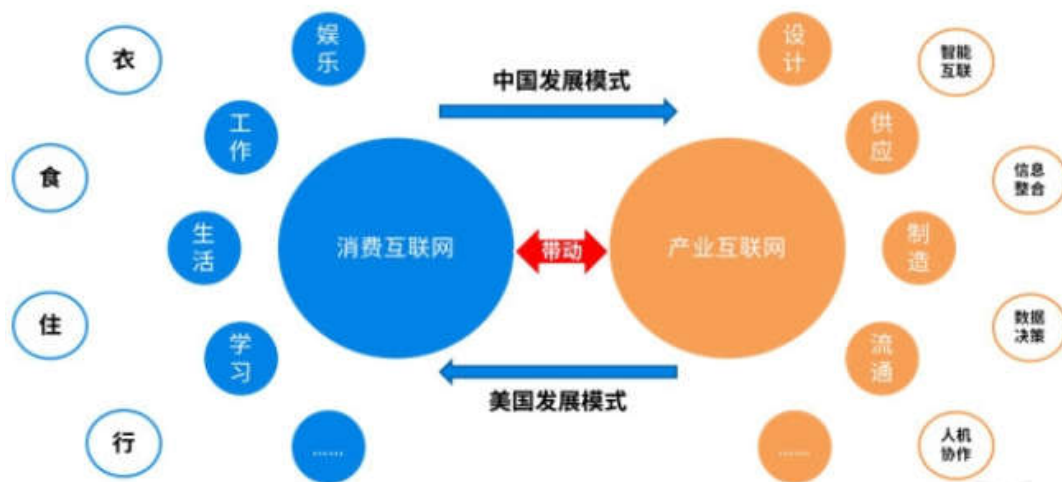
| 切实解决上下游痛点 | 赋能有价值的中间环节 | 提升产业链运营效率 | 充分利用信息化手段 |
|--|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 产品品类齐全 产品质量可靠 配送速度快 价格低 | <ul style="list-style-type: none"> 不要试图完全颠覆或者取代所有中间环节从业者，要赋能小B 助力小B客情维系、最后一公里配送、垫资、标准化等诉求 | <ul style="list-style-type: none"> 更大范围的供需匹配 交易环节的规模化效应 赋能线下服务，促进服务标准化 | <ul style="list-style-type: none"> 物流全程监控 支付在线化 金融服务在线化 大数据、AI等新兴科技的应用 |

资料来源：广证恒生

2.2 产业互联网与消费互联网、工业互联网的关系

我国消费者消费行为高度数字化，创新模式不断涌现，出现了阿里、腾讯、京东、美团等一大批消费互联网企业，随着下游消费者要求的提高和海量消费数据的驱动，倒逼上游生产以及流通效率提升。与美国相反，美国传统产业发展时间比较成熟，产品设计、制造、物流等环节效率挖掘比较充分，因此是产业互联网带动消费互联网发展。

图表 13 中国产业互联网是由消费互联网带动的



资料来源：中国互联网白皮书，广证恒生

产业互联网助力传统产业转型：我国工业信息化水平整体较低，结合德国工业 4.0，我国提出了中国制造 2025 计划，着力提升信息化水平（为了方便讨论，本文中我们将工业互联网概念限定在企业内部信息化）。同时，产业互联网在信息传递、物流优化和金融服务等方面对于提升产业效率具有显著作用，可以倒逼工业互联网、信息化水平提高

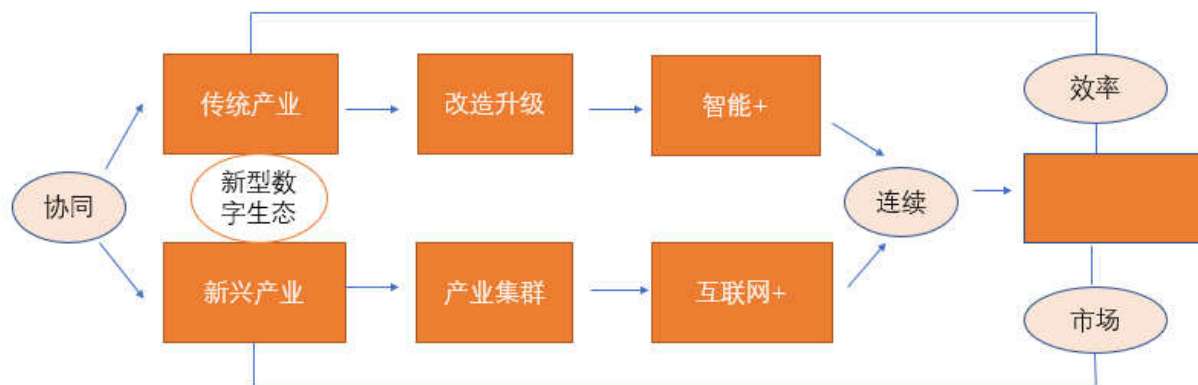
图表 14 产业互联网和工业互联网



资料来源：广证恒生

工业互联网侧重于企业的研发、设计、仿真、生产等，产业互联网侧重于原材料采购、产业销售、供应链管理、金融、物流等各项活动。通过产业互联网理念、技术、平台的应用，实现了对传统产业（工业互联网）和新兴产业（消费互联网）的连接，重构了全社会生产经营生态，重构了企业内部的组织经营架构、运营管理模式、商业服务模式，从而实现降低成本、提升效率、提高质量、节约资源和协同创新的目的。

图表 15 产业互联网形成图



资料来源：腾讯产业互联网报告、广证恒生

2.3 生态体系竞争是产业互联网的竞争制高点

生态体系竞争是产业互联网领域的竞争制高点，产业链垂直整合日益加速，制造业竞争的制高点已由单纯的产品和技术体系架构的竞争演变为生态体系的竞争，产业链垂直整合加速，构筑了“端-管-云-端”“软件+硬件+应用+服务”的垂直一体化生态体系。

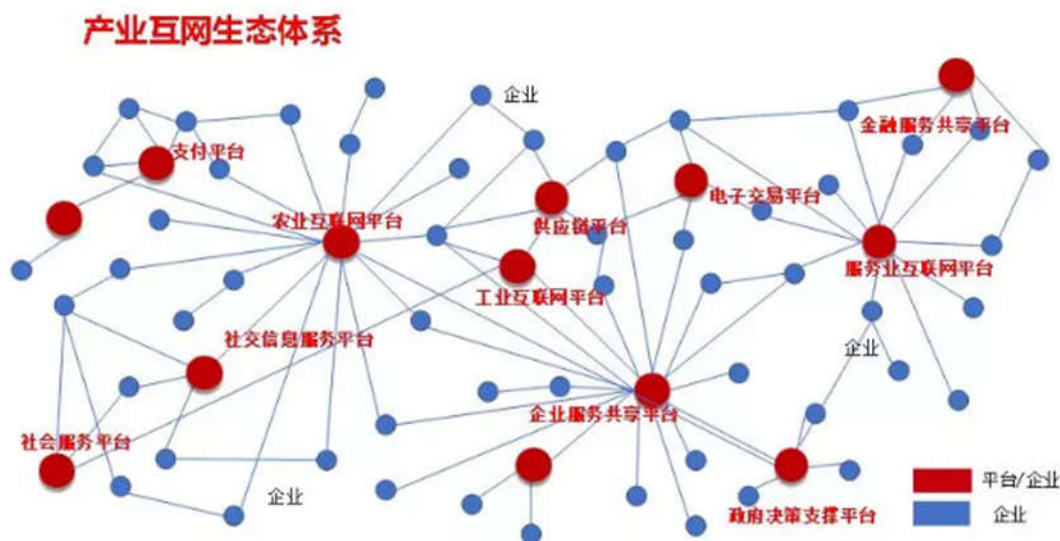
产业互联网以资本为纽带，供应链金融在产业互联网中发挥着重要作用：供应链融资实际通过对有实力核心企业的责任捆绑，解决支付信任的问题；解决资金短期流动性不足的问题。产业互联网中的供应链金融的风控体系的设计，主要是一个内部的风险管控和一个对客户的、外部的信用管控的问题。关键的风险控制在内部，包括事前、事中和事后，包括流程制度、风险辨识的对策、系统控制、风险预警、应对的机制、内控评价体系，还包括 IT 支持、执行监督（防止人为的道德风险）、对运营团队的绩效考核。对外部，可以通过交易的累积的信用来增加客户的信用评级。

构建新生态的路径包括：

a、自上而下的整合：C2B、B2C、B2B、S2B、工业互联网平台、工业物联网平台，以阿里、腾讯为代表的供应链平台企业、消费互联网企业主导了这类生态的构建，这类互联网企业基于自身庞大的消费用户群优势，构建新的面向 B 端用户的产业互联网竞争优势；

b、自下而上的整合：基于工业物联网平台、工业互联网平台向 S2B、B2B、B2C 衍生，例如 GE、西门子、海尔、和利时等企业主导了这类生态的构建。

图表 16 产业互联网的生态体系



数据来源：公开资料整理，广证恒生

3、重点行业产业互联网情况

不同行业产业互联网差异较大。我们认为，市场规模大且产业链长，产业链各环节高度分散且效率低下，流通的SKU数量繁多且可被数字化，平台增值服务延伸空间大的行业具有较高价值。初步对重点行业产业互联网价值进行分析，并选择汽车后市场、生鲜和大宗原料进行具体分析。

图表 17 重点行业产业互联网价值

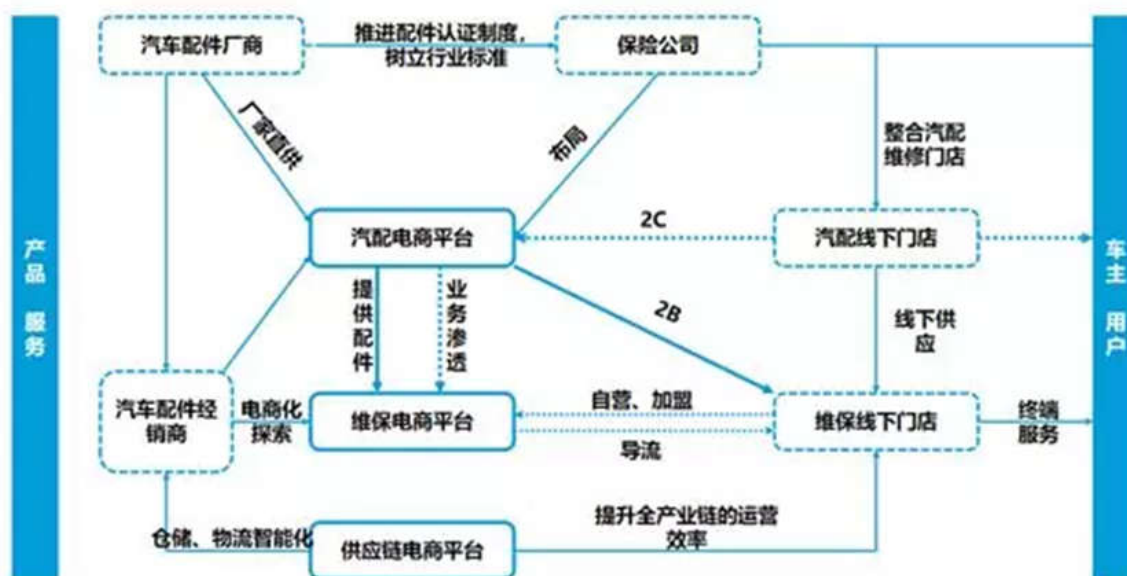
| | 市场规模 | 产业分散度 | SKU 复杂度 | 增值服务空间 | 综合评分 |
|---------|------|-------|---------|--------|------|
| 汽配 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 |
| 农产品 | 5 | 5 | 5 | 3 | 4 |
| 生鲜 | 5 | 4 | 5 | 3 | 4 |
| MRO 工业品 | 5 | 4 | 4 | 3 | 4 |
| 母婴 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 |
| 大宗原料 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |

资料来源：公开资料、广证恒生

3.1 汽车后市场互联网：汽车消费转向消费服务，重点抓住客户需求

汽车后市场属于服务型市场，也符合中国社会整体走向消费升级和生活方式精细化的大趋势。相比于新车市场，中国的汽车后市场发展目前仍处于蓝海阶段，消费者需求广阔，潜力巨大，市场仍待进一步演进。合理的商业模式、盈利模式、信用机制和服务理念是带动汽车后市场成熟发展的关键。

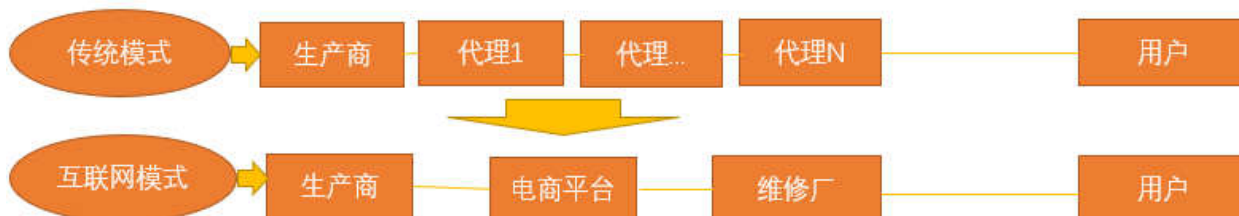
图表 18 汽车后市场互联网流程图



资料来源：公开资料整理，广证恒生

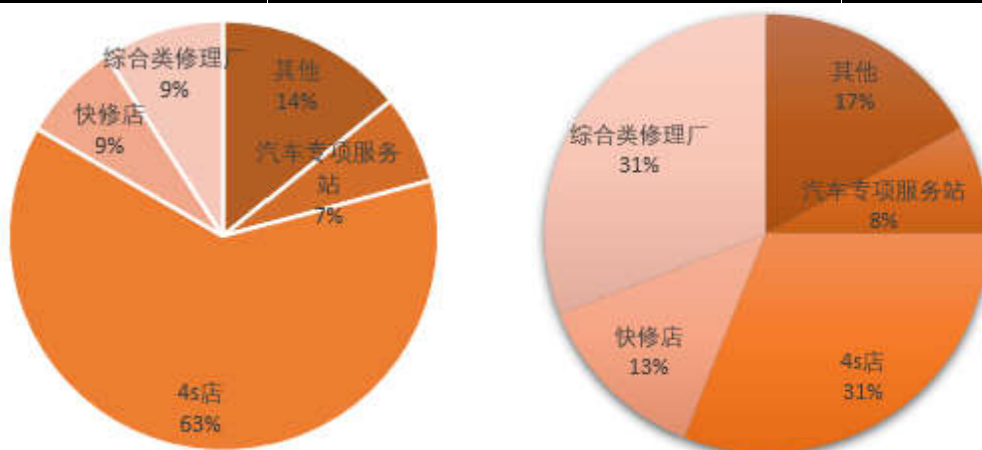
二手车与汽车检验信用机制与相关链条整合尚不成熟，汽配电商、维保电商平台必须探讨解决包括“汽配质量低、维保价格高、门店服务差、信用机制缺失”等在内的行业痛点。产业互联网模式打掉中间商层层代理，同时通过互联网开展供应链金融和服务标准化，极大提高了产业链运营效率。

图表 19 传统模式和互联网模式差别



资料来源：公开资料整理，广证恒生

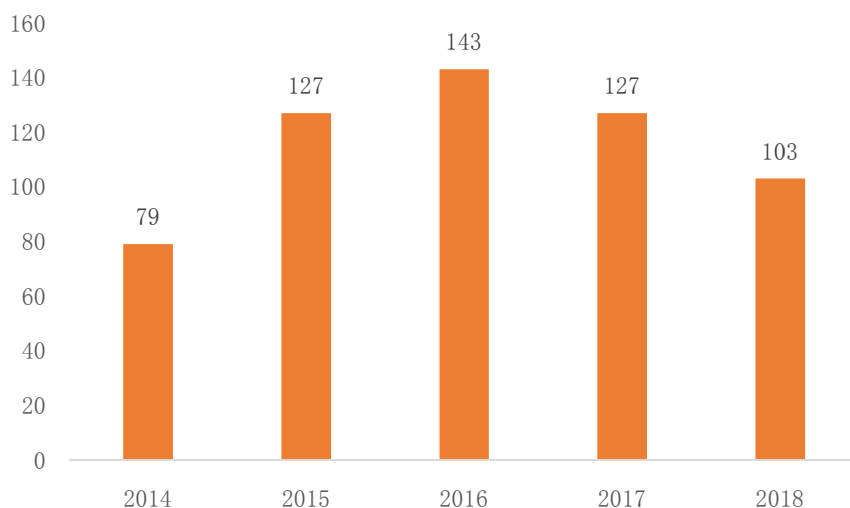
图表 20 国内外汽车后市场结构



资料来源：公开资料整理，广证恒生

2014 年以来，汽车后市场融资逐步活跃，由单年 79 笔提升到 143 笔，升幅近一倍，2017 年之后受到资本市场调整影响，虽然投资数量略有下降，但是资本市场仍然保持较高的认可度，且融资项目向中后期转移。

图表 21 2014-2018 我国汽车后市场融资次数



数据来源：前瞻产业研究院，广证恒生

巴图鲁从 2013 成立以来，连续 5 年获得资本青睐，累积融资金额已经超过 10 亿人民币，成为中国汽车后市场全车件领域获得融资额最高的企业，成功的融资助力巴图鲁成为汽车后市场独角兽。

图表 22 汽配 B2B 案例：巴图鲁融资情况及发展阶段

| 时间 | 轮次 | 投资额 | 投资方 | 发展阶段 |
|------------|-----|--------|---------|---|
| 2015 年 1 月 | A 轮 | 5000 万 | 启赋资本 | 解决“万国车厂”配件标准化痛点：搭建配件数据库，打造“汽配铺”+互联网的模式 |
| 2016 年 2 月 | B 轮 | 1 亿 | 华创资本、钟鼎 | 提升运营效率：完善巴图鲁旗下的“汽配铺”交易平台，全面提升精细化运营水平，加强局部区域 |

| | | | | |
|---------|------|-------|----------------|---|
| | | | 创投、越秀产投、启赋 | 的业务拓展 |
| 2017年7月 | C轮 | 1亿美元 | 华平资本、钟鼎创投、水木资产 | 赋能小B客户：服务范围覆盖华南、华东8省，超5万家汽修厂客户 |
| 2018年4月 | 战略投资 | | 华兴资本 | 建设配送中心提升物流效率，信息化手段布局全国：建成以广州、武汉、杭州、天津为圆心，以700公里为半径的24小时到达的深度覆盖市场，覆盖中国70%车辆保有量区域 |
| 2019年4月 | D轮 | 2亿元左右 | 中金祺智、通汇资本 | 物流响应效率提升：持续实施七仓联动战略，最终完成全国覆盖。增加服务线路、提升服务体验，通过布局二级仓等方式建设智能优化的多级现代化仓配体系 |

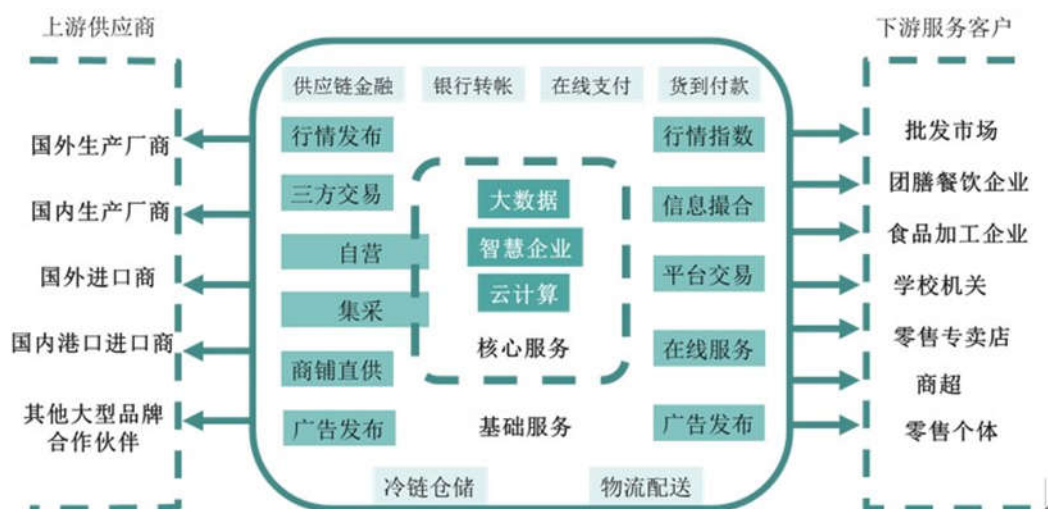
资料来源：公开资料、广证恒生

3.2 生鲜互联网：利用平台发挥冷链物流的核心作用

中国生鲜电商市场发展迅速，平均每年保持50%以上的增长。但是由于体验环节缺失等原因，发展一度遇冷，行业在2016年迎来洗牌期。在线上线下融合的时代背景下，中国生鲜电商迎来爆发式增长。

生鲜产业互联网模式下，客户在线下单，服务商收到订单后整合供应链，借助于互联网把用户对生鲜产品的需求定制化，满足消费者个性化需求同时以销定采，保证仓库内存储的商品比较少，损腐率比较低，并通过多种终端(快递包裹自提柜便利店或商超)将商品交接给客户手中。线上，通过一些电子商务网站、APP等组成网络端平台；线下，由众多食品产业链和供应链的流通加工、冷链物流配送、集采分销、国际集采贸易等组成线下部分，线上线下联动，构成运作经营原始动力。企业可以依托这种产业互联网的模式，将上游供应商、冷链仓储、物流配送、下游服务客户等更有效率的连接起来，全面降低人力、物力、财务和时间成本。食品产业链整合能力、标准食品安全保障能力、冷链仓储配送能力、供应链金融服务能力、技术标准解决方案以及物联网技术服务等能力在产业互联网下也得到进一步提升，从而整个产业链上下游提供更好的服务。

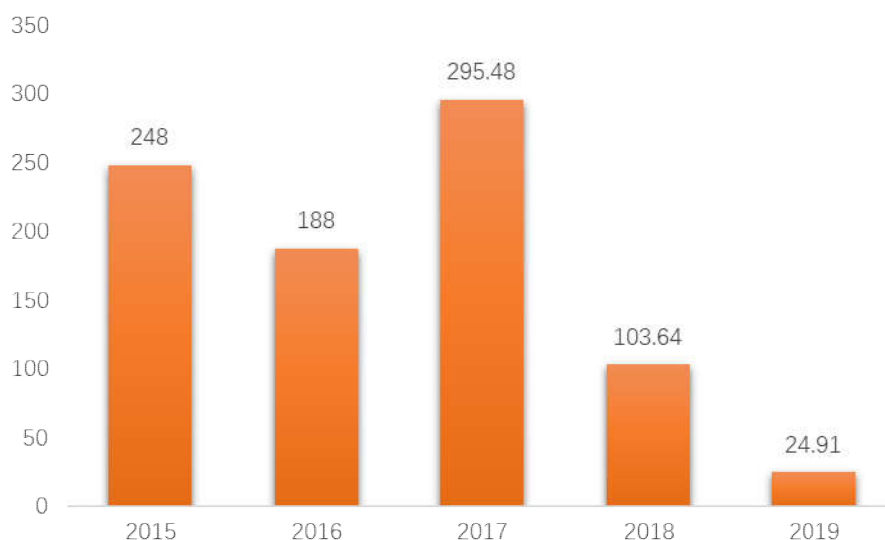
图表 23 生鲜产业互联网流程图



资料来源：公开资料整理，广证恒生

近两年头部生鲜平台市场份额稳步攀升，截止到 2018 年 Q1，头部生鲜平台已占据了 75% 以上的市场份额，且未来市场将进一步向头部玩家聚集，在 C 端逐渐出现了每日优鲜、京东到家、盒马鲜生等少数头部平台，B 端则涌现出美菜网这样的独角兽来。

图表 24 2015-2019 年我国生鲜产业市场融资次数



数据来源：前瞻产业研究所，广证恒生

美菜网自建立起，一直致力通过互联网方式的自营模式，全程精细化管控。独有的“F2B”预售模式创新，通过高效冷链物流网络做中间基础，一端连接上游生产端，一端连接着 1000 万家商户和 13 亿消费者，通过自营和 POP 平台模式，实现生产端和餐厅的直接交付，让利两端。

美菜帮助餐饮行业降本增效的重头戏在采购端，通过严格控品、建立有效的信息反馈机制，优化供应链，从源头肃清改善了整个产业环境。美菜深谙生鲜产业的发展核心，通过扮演B端服务商的角色，发力优化供应链模式。首先，美菜做到了采购端的严格控品，保证食材品质和数量，省去了餐饮企业在传统采购模式下的诸多麻烦，让交易充分透明化。这样一来减少了人为采购过程造成的成本损耗和浪费，二则保障了生鲜产品品质。其次，在B2B模式下，美菜对双B端信息、诉求进行有效连接和及时反馈，平衡买卖双方的市场地位，在平衡中建立有效、健康的交易机制。事实上，传统模式下因交易主体双方话语权的失衡，餐饮企业很难采购到质优价廉的原材料，而在美菜透明化的信息嫁接体制和标准化的产品规范下，买卖双方供需得到了最大程度的平衡，企业运营风险也随之降低。最后，美菜充分跟进整个交易流程，为餐饮企业提供更有保障的售后退换货服务。“产品源头可追溯”是美菜的一大创新优势。传统生鲜交易模式一贯秉承着“售出概不退换”的交易宗旨，而信用体系建设的成熟让餐饮企业吃了不少暗亏也有苦说不出。美菜通过大数据应用，实现了前端验货、售后可溯源、退换的新型交易模式，保障了餐饮企业的利益。

图表 25 生鲜 B2B 案例：美菜网融资情况及发展阶段

| 时间 | 轮次 | 投资额 | 投资方 | 发展阶段 |
|----------|------|----------|--|--|
| 2014年8月 | 天使轮 | 1000万人民币 | 真格基金 | 美菜网在成立之初获得真格基金上千万元天使投资，估值达到亿元。 |
| 2014年11月 | A轮 | 数百万美元 | 蓝湖资本 | 得到蓝湖资本数百万美元投资 |
| 2015年2月 | B轮 | 数千万美元 | 顺为资本、蓝湖资本 | 得到数千万美元投资 |
| 2015年9月 | C轮 | 数千万美元 | H Capital(领投) | 得到数千万美元投资 |
| 2016年6月 | D轮 | 2亿美元 | 投资方未透露 | 估值超过20亿美金，累计融资金额超过20亿。开启“春鲜节”客户体验升级周。公司开始着力于“美鲜达”物流，并开始投入冷链物流。 |
| 2016年11月 | 战略投资 | 未透露 | 国开国际投资 | POP系统的交付，这也意味着公司进入了自营+平台化的双模式时代。 |
| 2018年1月 | E轮 | 4.5亿美元 | 华人文化产业投资基金(领投)、Tiger Global Management(老虎国外)(领投) | 美菜网累计服务商家数量将近200万家，日均处理包裹数量接近200万，截至2017年年底销售规模已超100亿。 |

| | | | | |
|----------|------|--------|------|---|
| 2018年10月 | 战略投资 | 10亿人民币 | 顺为资本 | 美菜网本轮融资将主要用于旗下社区拼团项目美家优享的布局。品牌战略升级：发布全新 slogan “买菜卖菜上美菜” 及无忧体系——服务无忧、价格无忧、选择无忧、品质无忧 |
|----------|------|--------|------|---|

资料来源：公开资料整理、广证恒生

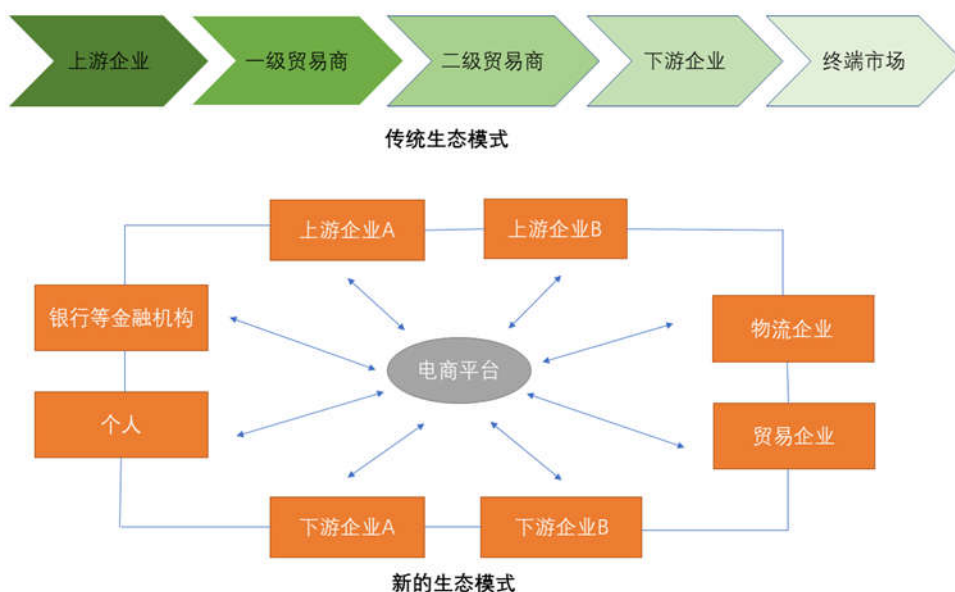
3.3 大宗材料：打破原有生态实现多向对接

随着供给侧改革、“一带一路”倡议实施以及“互联网+”行动计划的持续推进，中国大宗商品交易正在向规模化、专业化、规范化和国际化转型。互联网背景下当前我国大宗商品流通企业顺应了大数据+云计算的经营发展模式，开启电子智能交易时代。大宗商品在互联网时代的发展一方面可以节约成本、提升经营效率，另一方面可以规范企业管理、增加资金周转率等等。“服务与结构创新，功能与管理提升”将成为大宗商品在大数据时代的发展主题。

大宗商品中国大宗商品发展研究中心(CDRC) 秘书长刘心田认为，大宗商品与互联网的结合可以分为三个阶段，第一阶段物理阶段，即使用互联网。第二阶段化学阶段就是互联网行业与大宗商品行业互相产生影响。第三阶段智能阶段，互联网行业与大宗商品行业结合发展为一种新的业态，这才是终极阶段。第三个阶段需要的是开拓市场以及打造闭环，形成线上线下一体化以及服务的不断创新。

首先，互联网模式与实体经济进行互相赋能才能推动大宗商品实体经济发展，才不会导致目前许多市场领域中互联网挤压实体经济的现象。要不断的创新物流、服务、信息等模式，构建相关平台进行各模式的链接与沟通，利用协调系统进行各业务的集成。其次要利用互联网技术的优势进行引流，将线上客流引入线下，进行线上线下的资源整合。最后企业要以客户需求为公司业务导向，要将互联网模式与实体经济模式中的一些因素进行结合，例如实体经济购物与互联网经济金融等服务相结合。

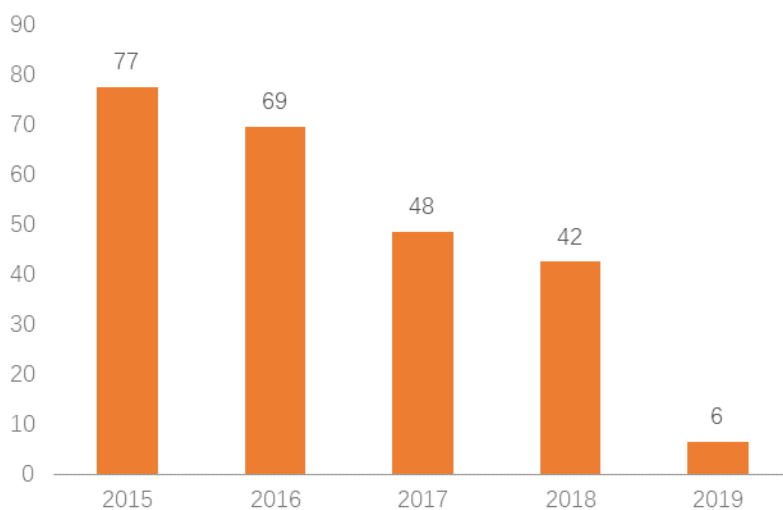
图表 26 大宗材料传统生态模式和新的生态模式



资料来源：公开资料整理，广证恒生

2015 年以来，大宗商品项目融资受到资本市场追捧，但是大宗商品产品批量较大、交易额较高，增值服务空间有限，一定程度上限制了该类产业互联网企业的融资。

图表 27 2015-2019 年我国大宗材料产业市场融资次数



数据来源：前瞻产业研究所，广证恒生

找钢网成立于 2012 年初，是国内率先成立的钢铁全产业链电商平台，提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务，包括钢铁贸易、物流、仓储加工以及供应链服务、国际电商、大数据服务等。找钢网为第一梯队的钢铁电商，找钢网已建立起一个庞大且不断发展的生态系统，将钢铁贸易行业价值链上的所有参与者联系起来。截至 2018 年上半年，找钢网合作的钢厂达 115 家，注册用户累计超过 10 万家，遍布中国 31 个省份及 295 座城市。找钢网团队规模超过 1300 人，提供包括钢铁贸易、物流、仓储加工以及供应链服务、国际

电商、大数据服务等。找钢网提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务，其建立的数据通道将有利于银行等服务机构快速、便捷、安全的支持到上游制造业和下游小微服务业。

找钢网主营业务收入分为三类：联营模式、自营模式、配套服务。1) 联营模式业务是第三方钢铁产品供应商在找钢网平台上向客户供应钢铁产品，并就其销售向找钢网支付佣金费用。2) 自营模式业务是公司向钢厂制造商购买钢铁产品并直接销售，对有效库存管理要求较高，公司通过钢铁产品的结算价与销售价的差额为收入。3) 配套服务包括仓储物流及加入和供应链服务。

图表 28 大宗材料 B2B 案例：找钢网融资情况及发展阶段

| 时间 | 轮次 | 投资额 | 投资方 | 发展阶段 |
|----------|--------|----------|--|---|
| 2012年5月 | A轮 | 1000万人民币 | 险峰长青真格基金 | 找钢网正式上线，开始提供信息搜索和撮合服务 |
| 2013年3月 | B轮 | 数千万人民币 | 经纬中国险峰长青 | 获得经纬中国、险峰长青B轮融资，4月开始自营及联营业务 |
| 2013年12月 | C轮 | 3480万美元 | 雄牛资本（领投） 红杉资本中国（领投） 经纬中国险峰长青和玉资本 | 10月ERP系统正式启动，为找钢网未来发展打下了良好的IT基础 |
| 2015年1月 | D轮 | 1亿美元 | IDG资本（领投） 华兴新经济基金（领投） 东方富海 雄牛资本红杉资本 中国经纬中国华兴资本（财务顾问） | 获得由IDG资本、华晟资本联合领投，雄牛资本、红杉资本、经纬中国等跟投的D轮融资 |
| 2016年1月 | E轮 | 11亿人民币 | 京西创投(首钢基金)（领投） 中泰证券(齐鲁证券) 云启资本 华兴资本（财务顾问） | 获批2016年度国家级服务业标准化试点项目 |
| 2017年6月 | F轮-上市前 | 2.2亿人民币 | 华兴新经济基金（领投） 京西创投（首钢基金） | 找钢网联手首钢、海安三方合力共拓取向硅钢市场；6月26日，钢铁电商平台找钢网已于近日向香港联交所正式递交招股书，申请赴港上 |

| | | | | |
|------------|---------|---------|------------|-------------------------------|
| | | | | 市，成为第一批向港交所提交上市申请的 AB 股结构公司之一 |
| 2017 年 7 月 | F 轮-上市前 | 亿元人民币以上 | 中俄投资基金（领投） | 找钢网入选国家工信部制造业与互联网融合发展试点示范项目 |

数据来源：公开资料，广证恒生

4、产业互联网企业估值方法和资本路径规划

4.1 产业互联网公司的估值方法

4.1.1 分阶段探讨产业互联网公司估值方法

(1) 早期项目估值逻辑

产业互联网早期项目一般商业模式未确定，凭借产业经验，创始人对于未来发展有大体思路。此阶段估值，**首先，看标杆**。可以对标海内外同行，通过与同行各项创业要素的对比获得公司估值；如果公司属于行业首创，第一个吃螃蟹的人，商业模式被认可的情况下也可以获得一定估值溢价。**其次，看天资**。在没有对标企业的情况下，考虑所在产业市场空间是否足够大，对于行业现有痛点的解决程度，市场空间越大、行业痛点越突出，估值越高；同时，产业互联网项目具有一定服务半径，创业企业所在区域产业密度是否足够，如果有 1000 亿市场空间则足够创业企业发展，是否是龙头企业转型、是否背靠大树、有天使客户等都是估值的重要参考。**最后，看团队**。产业互联网属于商业模式创新，未来能否成功取决于资源整合能力、商业模式迭代速度和运营效率，因此，创始人团队在行业内资源积累、是否连续创业、执行能力等都会成为估值的重要参考指标。

(2) 中期项目估值逻辑

产业互联网中期项目一般商业模式已经确定，同时，平台流水迅速提高，公司营收和团队规模逐渐扩大，但是仍然处于快速抢占市场的投入期，公司尚未盈利，建议采用 EV/S 估值，PS 估值方法作为参考：

$EV/S = \text{企业价值} / \text{年销售额}$ ，其中企业价值 = 股权价值 + 企业的债务 + 优先股 + 少数股东权益 - 现金 - 投资

$PS = \text{股价} / \text{每股的销售收入}$ 。

确定估值水平需要考虑的三个要素：

- 平台 GMV 成长性：成长性高的平台获得的估值更高；
- 交易流水质量：针对不同行业平台，大宗商品类等相对交易流水较易做大的平台估值水平较低；
- 平台粘性 & 客户价值：交易平台对于客户生产经营非常重要，处于核心位置，而且可以为客户提供多样化的增值服务，该类平台估值更高。

(3) 成熟期项目估值逻辑

产业互联网成熟期项目一般市场竞争地位初步确立，商业模式确定，营收和利润具备一定体量，该阶段企业具备了走向公开资本市场的基本条件，市场集中度提升成为未来跨越式发展的关键。该阶段企业建议首选 PE 作为估值方法，兼顾项目成长性，考虑 PEG。

PE=每股股价/每股收益

PEG=PE/盈利增长率。

由于该类企业一般规模较大，一级市场融资逐渐不能满足企业发展需要，建议对标公开市场估值情况，考虑 IPO。

4.1.2 产业互联网公司估值中重要的运营能力参考指标

产业互联网企业的竞争本质是资源整合能力和运营能力的竞争，具体表现指标如下：

- **现金流**：目前国内 B2B 平台普遍处于规模扩张阶段，绝大多数公司尚不盈利，因此现金流对于平台的生存尤为重要。如果能够凭借上下游议价能力和运营能力获得正向现金流，则可以在尚未实现盈利的情况下持续扩大。
- **毛利率**：B2B 平台的毛利率水平一方面受限于行业特性，同时也取决于平台的规模效应导致的采购价格优势、细分品类差异化潜力、贴牌产品发展空间等。
- **成长性**：在当前整体行业处在跑马圈地阶段的背景下，增长速度更快的公司将更有希望抢占优势资源建立竞争壁垒。
- **周转率**：B2B 公司的基础商业价值来自流通，因此资金周转率是企业的核心竞争力之一。企业的周转率主要取决于平台对于上下游的话语权和议价能力、库存管理能力以及供应链融资能力。

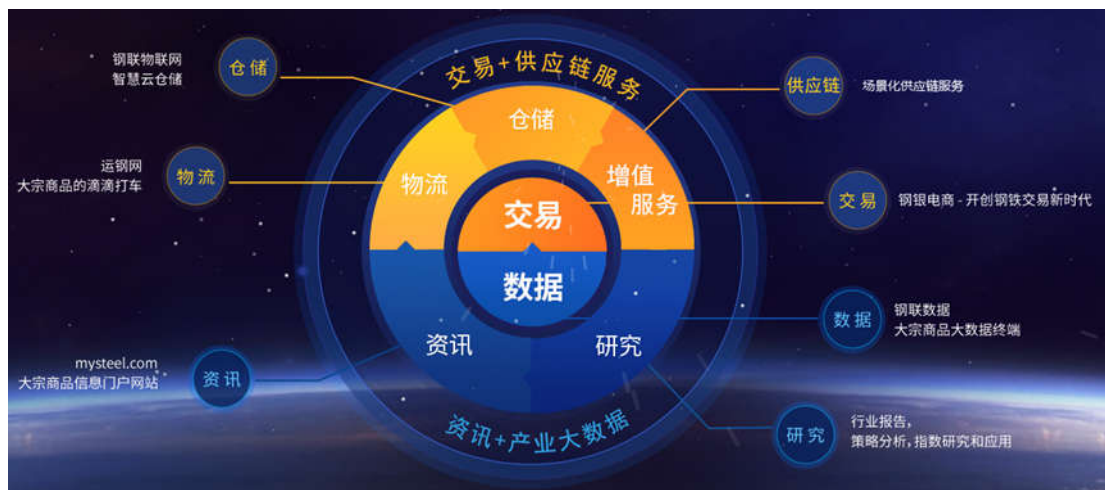
4.2 海内外公开市场产业互联网公司估值案例

4.2.1A 股市场：上海钢联——全球领先的大宗商品综合服务商

上海钢联（300226.OC）是国内钢铁行业 B2B 龙头，占据 34% 市场份额。公司以钢铁行业交易和供应链服务为基础，逐步进行业务扩展，打造了以大数据为基础的网络综合资讯、

上下游行业研究、专家团队咨询、电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以钢铁、矿石、煤焦为主体的黑色金属产业及有色金属、能源化工、农产品等多元化产品领域的集团产业链。

图表 29 上海钢联产业运营流程



资料来源：公开资料整理，广证恒生

- ✓ 上市之初，上海钢联主要从事钢铁数据资讯类服务。上市当年，上海钢联增资钢银电商，着力打造钢铁交易平台。2014 年，上海钢联变更 IPO 募投项目，投入至钢银电商交易平台建设项目中。2018 年，公司再度发力咨询业务，收购中联钢，提高定价能力。
- ✓ 上海钢联发展过程中，IPO、并购等一系列资本运作为其业务发展提供了支持。包括增资钢银电商、变更 IPO 资金用途、收购山东隆重、收购中联钢等资本运作均对其产业发展与市值提升有帮助。

图表 30 上海钢联收盘价状况



资料来源：公司官网、广证恒生

数据来源：wind，广证恒生

上海钢联上市以来，营业收入保持 30% 以上高速增长，二级市场表现强于大盘，PE 估值近 100 倍，市场认可度较高。

图表 31 上海钢联二级市场状况



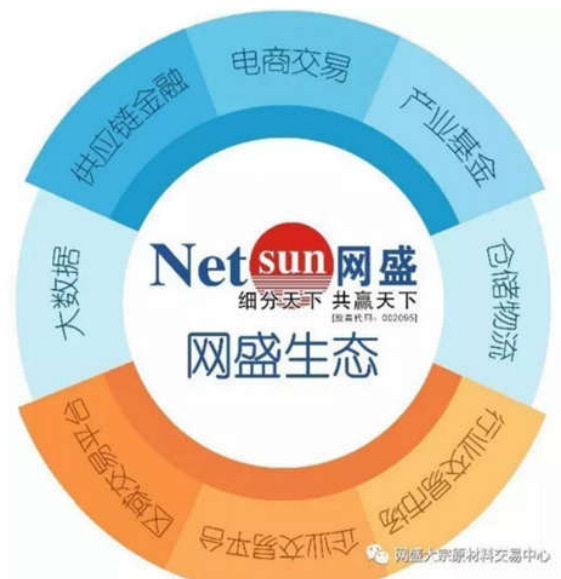
数据来源：wind，广证恒生

4.2.2A 股市场：生意宝——全球贸易信息中心

生意宝（002095.OC）是化工领域 B2B 平台领导者，并逐步将品类扩张至大宗商品、纺织、医药等领域，公司旗下拥有多个行业专业信息服务网站。2019 年，公司将提升三大战略：

- 交易金融战略：成立网盛担保，联合中国银行、交通银行等各大金融机构，致力于为企业传统销售在线化和金融化提供解决方案；
- 物流仓储战略：通过整合第三方物流仓储平台，追踪货物配送的物流轨迹等，为企业提供综合物流服务；
- 电商数据战略：公司在行业网站集群的基础上，提出“小门户+联盟”的模式，迅速积累了上千万家买家卖家企业的数据库。通过整合数据，可以进行数据研究，编制大宗商品类指数，实现数据变现。

图表 32 网盛生态业务图



资料来源：公开资料整理，广证恒生

生意宝 2018 年营收增长 20% 以上，PE 估值超过 200 倍，市场认可度高。

图表 33 生意宝二级市场状况



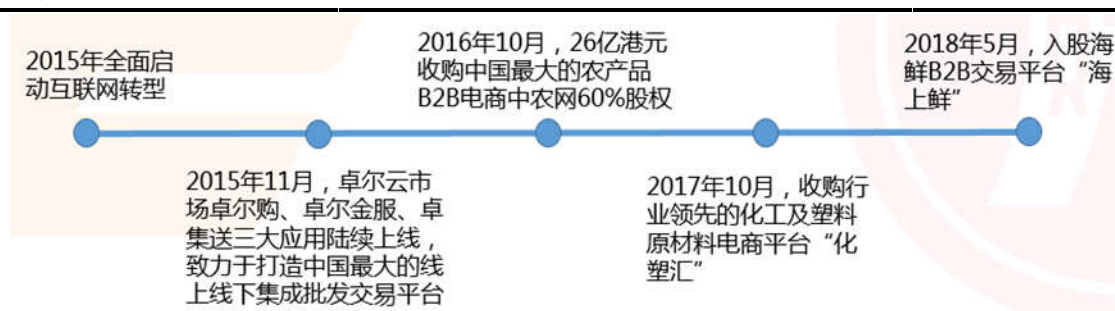
数据来源：wind，广证恒生

4.2.3 港股市场：卓尔智联——中国典型产业互联网公司转型情况

卓尔智联原是武汉市的大型消费品批发市场物业和商务空间提供商及运营商，2014 年公司遇到发展瓶颈期，2015 年，公司全面启动产业互联网转型。

营业规模飞速增长：通过一系列的自有业务转型和收购动作，尤其是对于国内 B2B 前 100 强的中农网和化塑汇的收购，公司营收规模增长 20 倍以上；盈利和市值凸显转型效果：盈利能力增长 200% 以上，转型后市值达到原市值 2 倍以上，受到资本市场认可。

图表 34 卓尔智联发展历程



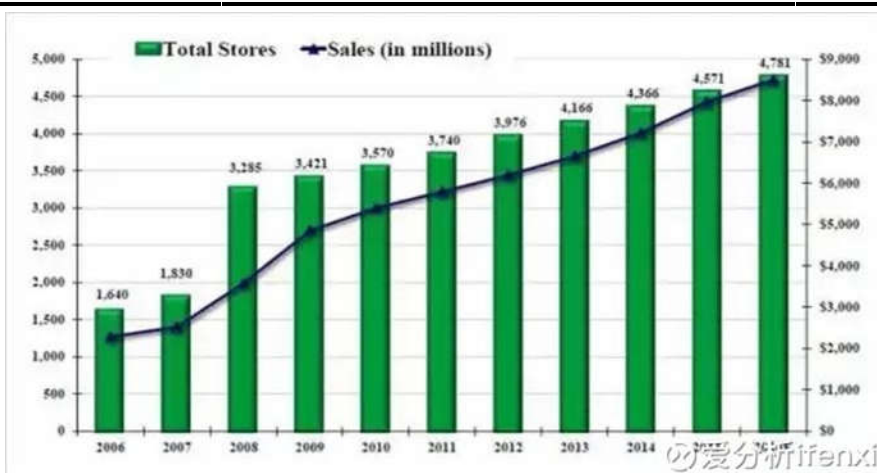
资料来源：广证恒生

4.2.4 美股市场：奥莱利——美国汽配市场领先者

O' Reilly (奥莱利) 成立于1957年，是美国市值最大、市场份额(6.7%)第三大的汽配零售公司。公司营收行业排名第三，但净利润水平行业第二，受到资本市场广泛认可。主要原因有：

- **开店数与营业额同步增长**：2006年以来公司开店数稳步增长，尤其2008年收购CSK1342家门店，随着门店数增长营收同步增长，目前营收规模已经达到95.36亿美元；
- **运营效率逐步提高**：从权益净利率构成的三个指标来看，公司解决小型维修店配送痛点，规模化采购提升净利率，资产周转率稳步提高，运营能力突出。

图表 35 奥莱利运营效率逐步提高



数据来源：公开资料整理，广证恒生

图表 36 奥莱利运营增长状况

| 时间 | 权益净利率 (ROE)(%) | 同比增长率 (%) | 销售净利率 (%) | 资产周转率 | 权益乘数 |
|-------|----------------|-----------|-----------|-------|------|
| 2009年 | 12.38 | 2.77 | 6.34 | 1.08 | 1.81 |
| 2010年 | 14.23 | 1.85 | 7.77 | 1.1 | 1.67 |
| 2011年 | 16.77 | 2.54 | 8.77 | 1.1 | 1.74 |

| | | | | | |
|--------|--------|--------|-------|------|-------|
| 2012 年 | 23.65 | 6.88 | 9.47 | 1.1 | 2.27 |
| 2013 年 | 32.9 | 9.25 | 10.08 | 1.13 | 2.9 |
| 2014 年 | 39.06 | 6.16 | 10.78 | 1.14 | 3.16 |
| 2015 年 | 46.8 | 7.74 | 11.69 | 1.21 | 3.32 |
| 2016 年 | 57.84 | 11.04 | 12.08 | 1.24 | 3.87 |
| 2017 年 | 99.45 | 41.61 | 12.63 | 1.22 | 6.48 |
| 2018 年 | 263.13 | 163.68 | 13.89 | 1.23 | 15.45 |

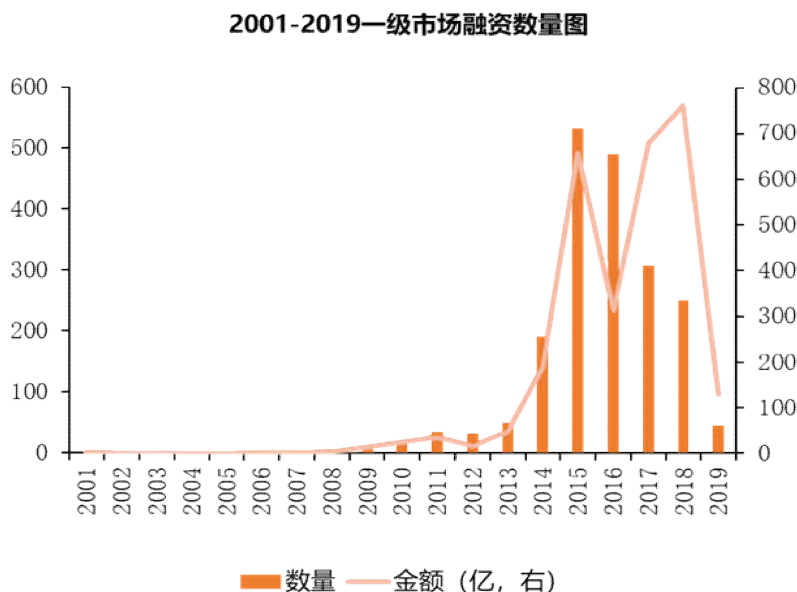
数据来源：WIND，广证恒生

- **切实解决客户痛点：**DIY 是美国兴起的一种趋势，1978 年，奥莱利即推出“DIY”和“DIFM”两种市场策略；在为客户提供汽车配件销售的同时，公司所有的连锁店均提供工具供客户自助维修，或者由其专家代为修理等各项业务。
- **持续提升产业链运营效率：**1957 年，第一家门店开业；1975 年，第一个配送中心；1989 年，第 100 家店；2018 年，公司门店数已达 5219 家，分布在美国 47 个州，是全国第三大汽配供应商。通过对于汽车零部件行业需求的规模化整合，公司获得了上游供应商议价权。公司拥有 27 个配送中心，有效提升了物流服务效率。
- **充分借力资本平台：**1993 年，公司登陆纽交所；1998 年，收购 Hi/LO，增加一个配送中心和 182 家门店；2001 年，收购 Mid-State，增加 2 个配送中心和 82 家门店；2005 年，Midwest 收购，增加 2 个配送中心和 72 家门店；2008 年，CSK 收购，增加 4 个配送中心和 1342 家门店；2012 年，VIP 收购，增加 1 个配送中心和 56 家门店；2016 年，Bond 收购，增加 1 个配送中心和 48 家门店；由此可见，公司登陆资本市场之后，充分利用资本优势，合计完成 6 次并购，累计增加 1782 家门店，占同期门店增加数量的近一半。

4.3 产业互联网公司一级市场融资：近两年有所降温，头部化趋势渐现

2014 年开始，一级市场的产业互联网融资案例数激增至三位数，2015 年达到一个高峰。2016 年、2017 年、2018 年融资案数量与 2015 年顶峰时期相比略有回落，一级市场投资渐趋理性。

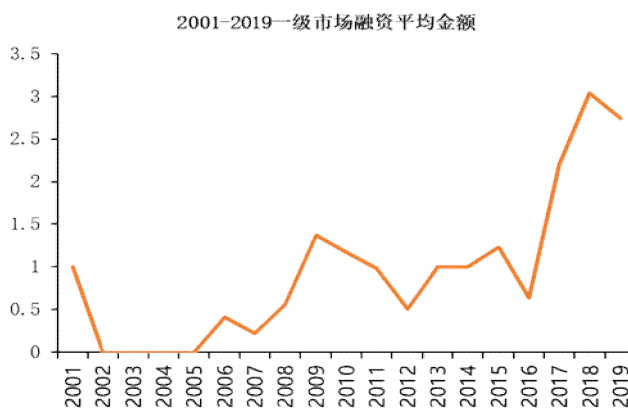
图表 37 产业互联网公司一级市场融资数量



数据来源：WIND，广证恒生

2016 年开始，一级市场的产业互联网平均融资金额不断上升，头部化趋势渐现。

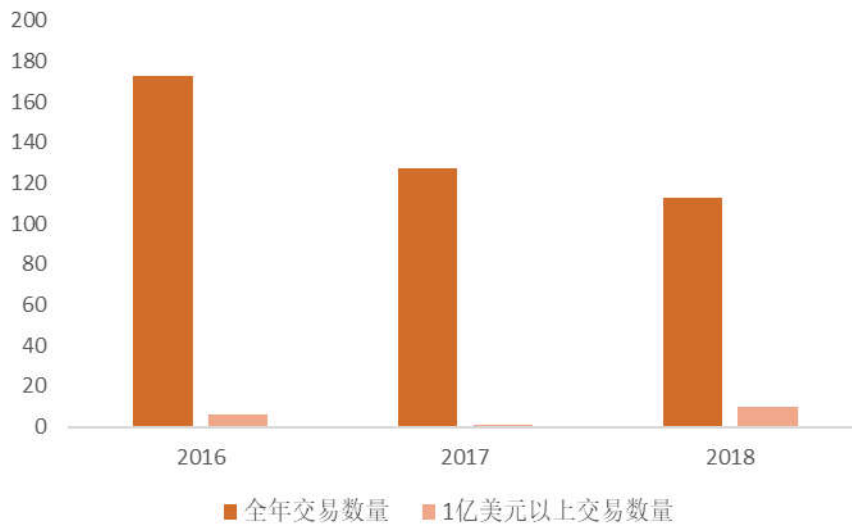
图表 38 产业互联网公司一级市场融资平均金额



数据来源：WIND，广证恒生

从 B2B 领域来看，2016 年以来，各行业公司发生的共 400 多笔融资交易后发现：虽然 2018 年受资本市场整体环境影响，总融资案例数量相比于前两年有所减少，但融资额超过 1 亿美金以上的交易数量呈现爆发式增长，说明本领域真正获得了中后期主流投资机构的重点关注。

图表 39 2016-2018 年 B2B 领域融资情况



数据来源：公开资料整理，广证恒生

4.4 产业互联网公司在资本市场的路径选择

产业互联网企业发展周期较长。尤其是高改造价值行业的产业互联网企业，获得资金能有效助力企业在竞争中胜出，宜未雨绸缪进行资本规划，主要包括证券化路径选择、融资、并购以及跨市场资本运作等四大问题。

图表 40 产业互联网在资本市场四大问题



资料来源：公开资料整理，广证恒生

目前有 A 股、美股、港股以及新推出的科创板几种上市方式，A 股严格限制公司的盈利情况，相较而言美股和港股对于公司的盈亏没有要求，而新推出的科创板虽然公司可以是亏损的状态但是在市值及其他方面有所要求。产业互联网公司早期建议主要在一二级市场融资，一方面早期风险较高，只有一二级市场机构有长期培育意愿，另一方面，早期市场竞争比较激烈，较少的信息披露有利于公司脱颖而出。当公司发展逐步进入成熟期，市场地位已经确立，需要进行快速的外延式扩张阶段，一二级市场融资规模不能满足公司发展需求，建议根据公司

业绩以及资本市场情况选择合适的板块，走向公开市场。

图表 41 上市方式细分

| 维度 | A股 | 港股 | 美股 | 科创板 |
|--------|--|--|--|--|
| 上市财务要求 | 主板和中小板上市对企业的净利润、营业收入、现金流有比较严格的要求，创业板相对较低 | 盈利并非刚性要求，而对市值的要求则为刚性门槛，体现了成熟资本市场对于企业未来价值的重视。 | 整体较复杂、标准规定较多，但是也体现了其极大懂得包容性，目前大部分医疗保健中资股均在纳斯达克上市 | 共有五套上市财务要求。其中第五套市值-财务标准放开了盈利要求，为未有盈利的新药研发企业打开了上市通道 |
| 上市费用 | 承销费用跨度最大，根据融资规模的不同费率在2.11%~10.69% | 企业应准备约5%~30%的募集资金作为发行成本，其中标准的承销费率约1.5%~4.0% | 美国平均承销费率根据融资规模不同费率约4.7%~6.8% | 承销保荐费率与A股（6.5%）及美股（4.7%~6.8%）相近 |
| 再融资规定 | 满足财务状况、融资规模、时间间隔等要求 | 更加灵活，监管部门无严格的监管和审批机制，易于实现快速融资。 | | 再融资也为注册制，预计再融资难度会易于A股，难于港股、美股 |

数据来源：广证恒生

考虑到A股市场对于相关标的认可度较高，在可以选择的基础上，建议优选A股和科创板。

5、风险提示

产业互联网推进不及预期风险；产业互联网短期估值过高，业绩增长不能与估值匹配的风险。

数据支持：徐晓欣、孙树林



新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业高级研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级市场研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。