

传媒行业

广视点 | 互联网逐渐成熟，但创业者永远年轻

分析师： 旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 朱可夫



SAC 执证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- 2013 年以来，伴随着移动互联网的兴起，一二级市场轮动的投资观念深刻地影响着 TMT 领域。我们希望通过本篇报告讨论：1) 当前一级市场对于互联网的投资到了哪一阶段？2) 过去一级市场的投资在哪些消费互联网的领域上是有效率的？3) 创业者近期在哪些领域里的创业是值得关注的？
- 一级市场对于互联网的投资目前到了哪一阶段？2010 年以来一级市场的融资金额保持高速增长，但 2019 年或出现数量、金额双降的情况，市场迅速转冷。随着 2017 年单个案子平均金额跳增，我们认为市场已经逐步开始变为战略并购驱动而非 VC 驱动的市场，战略投资已经可以占据一级市场融资的半壁江山。
- 一级市场哪些细分领域的投资性价比或更高？资金配置是否有效率？细分领域来看，医疗健康、汽车交通、企业服务成为投资的新风口，向“产业互联网”转向迹象较为明显。在投资效率上，我们主要用（融资规模/市场规模）和（融资规模/用户规模）两个指标简单衡量资金使用效率，发现游戏、电商和本地生活是典型的流量变现型市场，市场回报更佳；而社交网络、短视频、新闻资讯等是典型的流量入口型市场，长视频目前仍未很好的解决烧钱的问题。而社交、短视频、直播、资讯、本地生活这几个行业头名的先发优势较强（具有网络效应和双边平台效应），投资后来者标的的性价比并不高。
- 从创业者的角度来看未来哪些细分领域或迎来爆发式机会？我们通过创业公司的成立时间指标筛选出新晋热门行业的几个特点：1) ToC 互联网数量仍较多，ToB 的创业者主要分布的行业包括飞行器、汽车后服务等，此外企业服务、新工业等产业互联网领域对长线经营的要求更高。2) 消费互联网领域创业者增长较快的分别是社区电商、体育社区等，另外 2016 年后创业者进入最多的行业则是虚拟货币、黑科技及签约技术、媒体和阅读等。

投资建议：二级市场或更加偏好市场规模较大的流量变现型公司。另外一级市场在产业互联网领域对二级的映射或将逐步显现。另外部分网络效应明显和双边平台上有着明显的头部通吃效应，后来者的追赶难度极大，因此先发的平台型互联网公司更加值得二级市场关注。

风险提示：一级市场投资回报率逐渐降低的风险，创业的羊群效应风险，统计样本颗粒度不够而失真的风险。

相关研究：

传媒行业:国产游戏版号时隔 60 天再度放开；贸易纠纷缓和或提升整体市场偏好	2019-06-30
传媒行业 2019 年中期策略:戴维斯双杀后行业 ROE 已处于低位，关注政策监管或媒介迭代的边际变化	2019-06-23
传媒行业:证监会就《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见，或利好传媒公司资产证券化及再融资	2019-06-23

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	6.80	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	27.55	21.25	34.7	25.3	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	15.84	2019/3/11	增持	27.38	0.52	0.57	30.75	27.83	16.6	14.7	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	41.05	2019/4/30	买入	45.5	1.16	1.43	35.26	28.72	6.9	5.0	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	19.38	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	26.83	20.19	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	41.55	2018/10/29	买入	-	2.29	3.04	18.12	13.69	10.1	7.0	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	18.44	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	24.92	21.95	14.7	13.0	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	86.50	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	38.71	29.46	32.9	24.3	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.27	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	18.57	13.34	10.6	7.0	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	25.81	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	15.55	13.52	11.23	8.72	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	209.96	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	18.12	16.05	11.5	9.6	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	13.55	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	15.56	2.52	11.9	9.0	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	13.08	2019/4/17	增持	24.4	0.28	0.38	47.13	34.35	26.1	20.5	11.90	14.90
科斯伍德	300192.SZ	人民币	10.07	2018/10/11	买入	-	0.50	0.68	20.02	14.89	10.04	6.32	13.12	14.90
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.29	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	18.46	14.75	14.8	10.4	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	53.62	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	24.76	20.10	19.0	14.6	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.64	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	16.92	15.26	4.6	3.3	9.10	9.10
猫眼娱乐	01896.HK	港元	12.88	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	21.47	14.98	8.8	6.6	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	68.50	2019/5/25	买入	66.5	-0.77	-0.08	-	-	-	107.8	-5.30	-0.60
爱奇艺	IQ.O	美元	20.65	2019/5/18	买入	25.32	-1.73	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	255.77	2019/5/17	买入	310	8.57	9.85	29.85	25.96	19.1	16.0	12.01	11.30

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 1) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2019~2021 年参考 PS 估值分别为 3.8x、3.1x 和 2.6x; 2) 网易的 EPS 分母为存托凭证 (ADR) 口径, ADR 和普通股的比例为 1: 25。

目录索引

1. 从一级市场融资看互联网发展阶段：眼见它起高楼、宴宾客、楼塌了.....	5
1.1 2015 年一级市场融资数量见顶，但金额依然持续增长.....	5
1.2 2016 年后天使、种子轮机会渐少，战略并购成为交易主驱动力.....	6
1.3 细分领域来看，医疗健康、汽车交通、企业服务等成为新风口.....	8
2. 一级资金：不断捕捉前瞻创业者.....	12
2.1 一级市场捕捉前瞻公司的速度在明显变快，或是资金供过于求的体现.....	12
2.2 一级市场羊群效应较为明显，头部案例刺激该领域投资上涨.....	13
3. 如何评判一级资金在某细分领域是否具有效率？.....	17
3.1 从用户和市场规模两个维度评价部分消费互联网市场的投资效率.....	17
3.2 线上双边平台和社交网络具有明显的头部通吃效应.....	22
3.3 从创业者的角度来看未来哪些细分领域或迎来爆发式机会？.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表索引

图 1: 2010 年以来国内一级市场投资公司基本情况一览	5
图 2: 2010 年以来国内一级市场投资公司季度情况一览	6
图 3: 2010 年以来一级市场投资公司数量基本轮次情况一览	7
图 4: 2010 年以来一级市场投资公司金额基本轮次情况一览	7
图 5: 2010 年以来一级市场投资公司基本情况一览	9
图 6: 2006 年以来一级市场投资公司基本情况一览	9
图 7: 10Q1 到 19Q1 各个领域的创业者们成立公司的时间	12
图 8: 2010 年单个公司融资间隔推移	13
图 9: 2017 年和 2018 年各个领域融资间隔推移	13
图 10: 媒体阅读领域今日头条的诞生和早中期融资在 2014 年前基本完成	14
图 11: 直播/短视频领域快手、斗鱼和虎牙的早中期融资在 2015 年前完成	14
图 12: 交通出行领域中的滴滴的创立和中期融资在 2015 年前完成	15
图 13: 本地生活领域美团的诞生和中期融资完结在 2016 年之前	16
图 14: 2010-2018 年游戏市场融资规模和用户量推移	17
图 15: 2010-2018 年游戏市场融资规模和市场规模推移	17
图 16: 2012-2018 年社交行业的用户规模和行业的融资金额走势	18
图 17: 2017-2018 年短视频/直播融资和用户规模推移	18
图 18: 2014-2018 年短视频/直播融资和市场规模推移	18
图 19: 2013-2018 年长视频领域融资和用户规模推移	19
图 20: 2013-2018 年长视频领域融资和市场规模推移	19
图 21: 2013-2018 年新闻阅读领域融资和用户规模推移	20
图 22: 2013-2018 年新闻阅读领域融资和市场规模推移	20
图 23: 2013-2018 年电商领域融资和用户规模推移	20
图 24: 2013-2018 年电商领域融资和用户规模推移	20
图 25: 2013-2018 年本地生活领域融资和用户规模推移	21
图 26: 2013-2018 年本地生活领域融资和市场规模推移	21
图 27: 2008-2018 年教育市场融资规模和市场规模推移	21
图 28: 2014 年以来各个细分领域头名时长和其占比趋势推移	22
图 29: 2016 年后创业证在某些细分领域成立公司和增长情况	23
图 30: C 轮之后偏大型公司中, ToB 类企业的经营周期略高于 ToC 类	24
表 1: 2018 年单笔融资金额 Top10 的投资案	8
表 2: 2018 年融资公司数和融资额 Top5 的领域	10
表 3: 2015 年融资公司数和融资额 Top5 的领域	11
表 4: 2012 融资公司数和融资额 Top5 的领域	11

2013年以来，伴随着移动互联网的兴起，一二级市场轮动的投资观念深刻地影响着TMT领域。随着一级市场独角兽逐步登录二级市场，一级市场此前对于互联网行业的认知也逐步被复制、被验证、被改良。作为传媒互联网领域的分析师，我们近期明显感觉到互联网领域一级市场投资热迅速转冷。我们希望通过本篇报告讨论：1)当前一级市场对于互联网的投资到了哪一阶段？2)过去一级市场的投资在哪些消费互联网的领域上是有效率的？3)创业者近期在哪些领域里的创业是值得关注的？

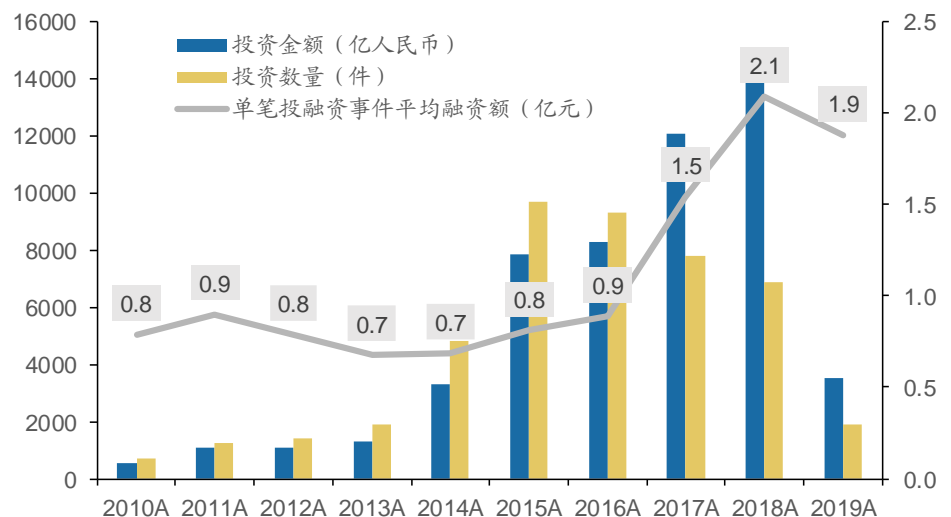
注：我们选取了IT桔子和36氪鲸准投资对于一级市场投资案件的统计，但由于统计口径的问题，其中包括了IT桔子少部分收录的二级市场IPO的案例，这部分占比较小，对我们结论的判断影响不大，因此我们并未做剔除处理。

1. 从一级市场融资看互联网发展阶段：眼见它起高楼、宴宾客、楼塌了

1.1 2015年一级市场融资数量见顶，但金额依然持续增长

2010年以来一级市场的融资金额保持高速增长，但2019年或出现数量、金额双降的情况。根据我们对IT桔子和36氪鲸准数据的汇总，2013年一级市场整体投资金额仅为1292亿元左右，在2014年被指数级放大，跳增至3285亿元；到2018年一级市场的投资金额已经达到1.4万亿元，相比2017年同增19%。融资案子数在2013年仅为1906件，2014年跳增至4790件，在2015年触顶。2018年约为6878件，同比下滑12%。我们如果统计单笔投融资中的平均融资金额，则可以发现2017年开始起，单个投资案的融资金额上涨迅速，同比增长超过73%达到1.5亿元，2018年进一步上涨至2.1亿元。2019年前五个月略有回落，但依然高达1.9亿元。我们预计如果这一趋势延续，则2019年一级融资市场或首次迎来金额和案子数的双降。

图1：2010年以来国内一级市场投资公司基本情况一览



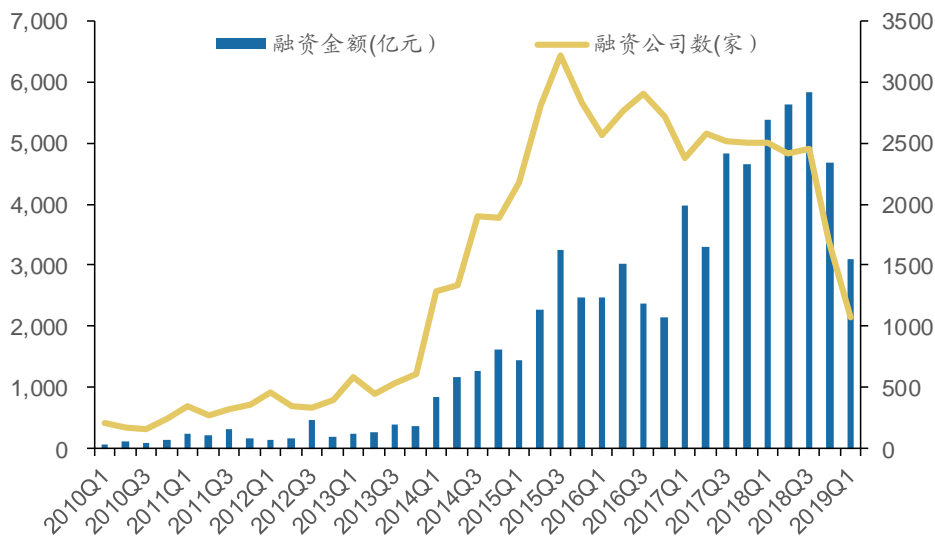
数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

注：2019年的统计截止至2019年5月

从季度口径来看，融资案件数在15Q3触顶，而整体融资金额在18Q3触顶。根据IT

桔子和36氪的数据，季度推移的趋势基本与年度相仿，一级市场的融资节奏本身并没有显现出明显的季节性，除了年初Q1的融资额或为全年的低点。综合国内外的情况，15Q3单季度投资案件数量达到3212件，之后缓慢回落，18Q4仅为1686件，约为峰值的一半；而金额上，18Q3融资5842亿元或为单季度融资的高点。

图2：2010年以来国内一级市场投资公司季度情况一览



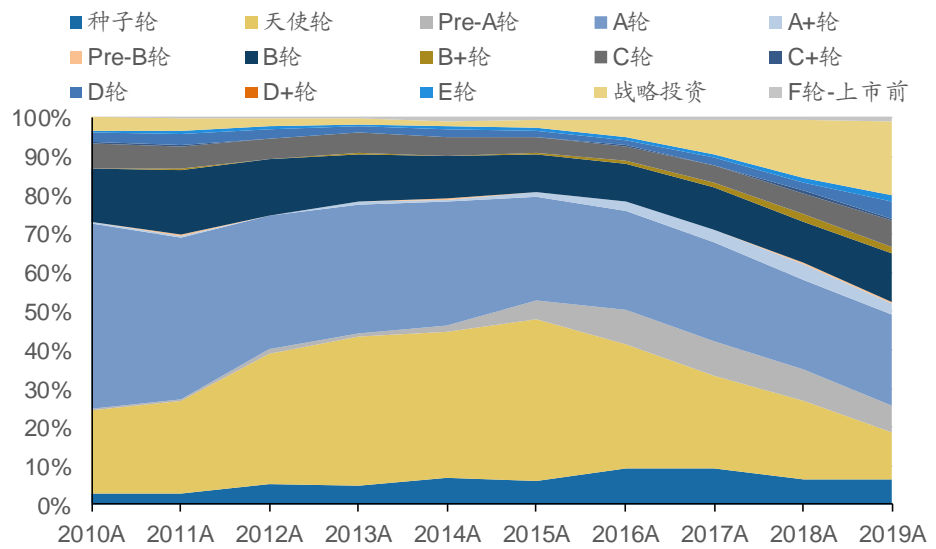
数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

1.2 2016年后天使、种子轮机会渐少，战略并购成为交易主驱动力

随着2017年单个案子平均金额跳增，我们认为市场已经逐步开始变为战略并购驱动而非VC驱动的市场。我们统计了IT桔子和36氪数据当中的典型案例占比情况，发现在案子数量上，天使轮近年来下滑最快，从2015年41%的占比下滑至2018年的20%左右；A轮投资案子占比从27%下滑至2018年的23%左右，而战略投资则从2015年的2%上升至2018年的19%左右。在案子金额上战略投资一直占据大头份额，从22%占比左右上升至占比41%左右，而A轮从占比19%左右下滑至占比9%左右，B轮也从16%占比下滑至13%左右，C轮从占比12%下滑至2018年的8%左右。

我们认为战略投资方开始成为整个市场最大的买家的原因主要有二。第一，说明整体互联网创投市场已经开始进入成熟期，各个细分市场赛道均已成熟，偏早期的投资人出手开始谨慎。第二，互联网巨头们已经完成了自身商业逻辑的闭环，有足够的正向现金流支撑其向其他互联网领域拓展和防御性收购。两个因素促使下，市场最大的买家变成了BAT、TMD等互联网头部公司，并且由于“投资人早期投资案子→竞争对手卖给巨头→资方要求合并或者卖给巨头→加深巨头优势”的循环和FA推波助澜，互联网头部公司和战略投资开始占据了整个市场的半壁江山。

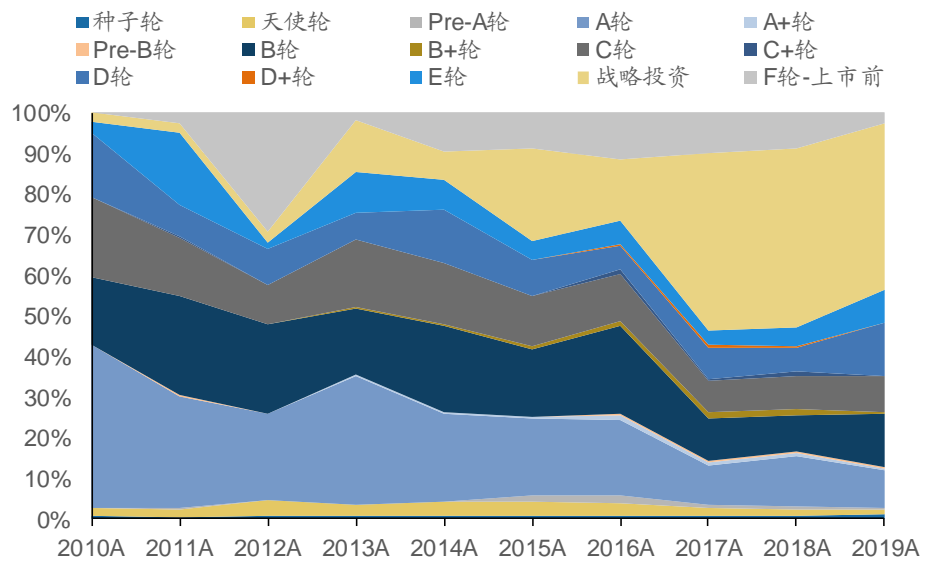
图3: 2010年以来一级市场投资公司数量基本轮次情况一览



数据来源: IT桔子, 36氪, 广发证券发展研究中心

注: 2019年数据截止至3月份

图4: 2010年以来一级市场投资公司金额基本轮次情况一览



数据来源: IT桔子, 36氪, 广发证券发展研究中心

注: 2019年数据截止至3月份

我们挑选了2018年单笔融资金额Top10, 可以发现在融资轮次、融资金额、估值规模和投资方都显著后期化, 而且互联网行业占比仅为二分之一。IT桔子的数据显示, Top10的案子中仅有蚂蚁金服、今日头条、Grab、Lazada等4家公司可以算严格意义上的互联网公司, 安邦保险、京东数科属于金融领域, 居然之家和万达商业地产属于房产服务领域, 京东物流属于物流领域, 中芯南方属于硬件科技领域。融资轮次上除了京东的两家子公司属于分拆融资轮次较早, 其余均为战略投资或者F轮以后, 且融资金额偏大, 投资方大都不止一家, 体现了极强的后期市场特征。

表 1: 2018 年单笔融资金额 Top10 的投资案

融资时间	公司名称	一级行业	融资金额	估值(亿人民币)	轮次	投资方
2018-6-8	蚂蚁金服	金融	140 亿美元	9750	F 轮-上市前	GIC;华平投资;加拿大养老基金;淡马锡;凯雷亚洲基金;Baillie Gifford;泛大西洋投资;银湖投资;红杉资本中国;马来西亚国库投资等
2018-3-1	安邦保险	金融	608.04 亿元	3040.2	战略投资	中保基金
2018-1-30	万达商业地产	房产服务	340 亿元	2430	战略投资	融创中国
2018-10-20	今日头条	文娱传媒	40 亿美元	4875	F 轮-上市前	软银中国;春华资本 Primavera;KKR;FutureX Capital 天际资本
2018-1-31	中芯南方	硬件	32.9 亿美元	1069.25	战略投资	中芯国际;国家集成电路产业投资基金;上海集成电路产业基金
2018-2-14	京东物流	物流	25 亿美元	871	A 轮	高瓴资本;华新投资;凯辉基金;工银国际;国开金融;中国人寿;腾讯;招商局资本;红杉资本中国;国调基金;华兴资本
2018-8-3	Grab	汽车交通	20 亿美元	650	战略投资	SoftBank capital 软银海外;平安资本;微软 Microsoft;丰田汽车;奥本海默基金
2018-3-19	Lazada	电子商务	20 亿美元	650	战略投资	阿里巴巴
2018-7-12	京东数科	金融	130 亿元	1330	B 轮	中金资本;中银投资;中信建投资本;中信资本;千山资本
2018-2-11	居然之家	房产服务	130 亿元	363.5	战略投资	顾家家居

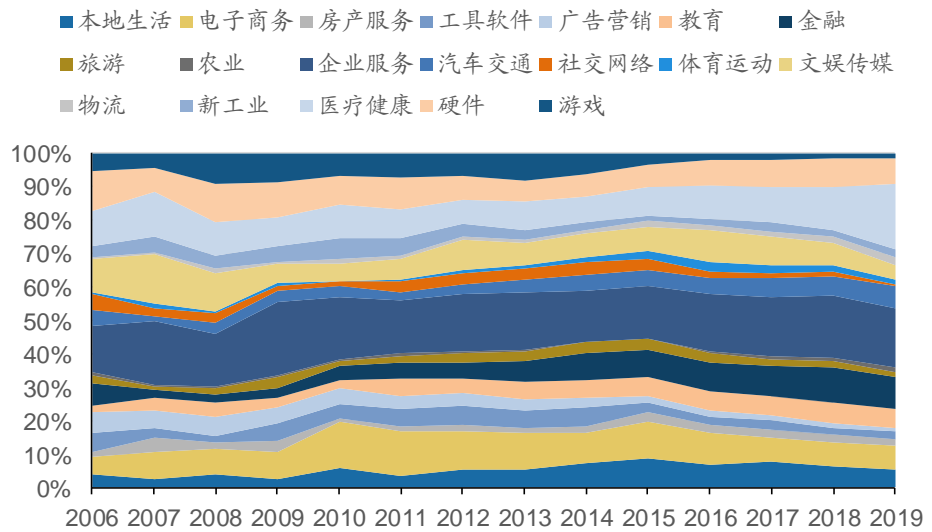
数据来源: IT 桔子, 36 氪, 广发证券发展研究中心

1.3 细分领域来看, 医疗健康、汽车交通、企业服务等成为新风口

除了轮次以外, 在投资行业领域结构上则出现了从“消费互联网”向“产业互联网”转型的迹象。投资数量比例上, 我们主要选取2015-2018年来看结构性的变化:

- 投资数量比例上升的行业主要有金融(从2015年占比8%到2018年占比11%)、企业服务(15%→19%)、汽车交通(5%→6%)、医疗健康(8%→13%)、硬件(8%→12%)。
- 投资数量比例基本持平的行业主要系: 房产服务(占比3%左右)、工具软件(占比2%左右)、教育(占比6%左右)、旅游(占比2%左右)、游戏(占比7%左右)、硬件。
- 投资案子数量比例明显下滑的行业主要有: 本地生活(2015年的9%到2018年的6%)、电商(11%→7%)、社交网络(3%→不足1%)、文娱传媒(2016年为10%到2019年不足5%)、广告营销(2%→1%)。

图5：2010年以来一级市场投资公司基本情况一览



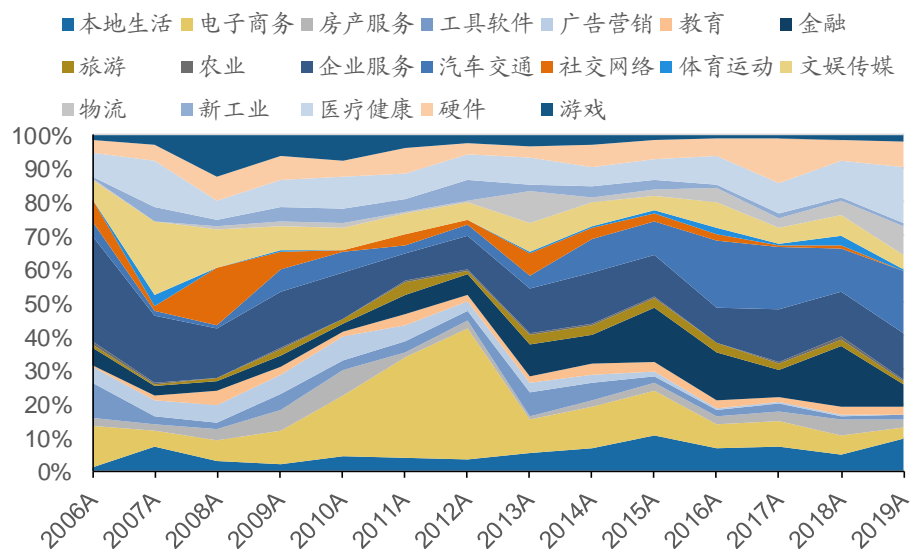
数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

注：2019年数据截止至3月份

根据IT桔子，在投资金额上，趋势基本一致：

- 投资金额比例上升的行业主要有企业服务（2015年占比13%→2018年占比15%）、汽车交通（10%→13%）、医疗健康（7%→11%）、物流（2%→9%）。
- 投资金额比例明显下滑的行业主要有：本地生活（2015年的10%到2018年的5%）、电商（13%→6%）、社交网络（2%→不足1%）、文化传媒（2016年为8%到2019年不足4%）、广告营销（2%→1%）。

图6：2006年以来一级市场投资公司基本情况一览



数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

注：2019年数据截止至3月份

总结投资案件数量和金额可以发现消费级互联网的案子占比逐级减少，取而代之的是企业服务、金融等行业的崛起。在案件数量和融资金额两个维度上都有所上升的行业主要包括企业服务、汽车交通和医疗健康，三者合计占据2018年整体一级市场融资金额的37%左右，案件数量的37%左右。

根据我们总结的IT桔子和36氪数据，我们通过划分更加细分（此前为一级行业）的行业来看，2018年融资公司数量前五的行业分别是企业服务、生物技术和制药、行业信息化及解决方案、虚拟货币和数据服务。除了虚拟货币之外，其他四个方面均属于非消费级领域。而融资金额前五分别为金融、生物技术及制药、交通出行、保险和新车制造及硬件。而2015年融资数量前五的领域分别是美食餐饮、游戏开发商、行业信息化及解决方案、生鲜食品、创业服务。其中除了行业信息化及解决方案之外，其余均与消费互联网非常靠近。2012年融资前五的行业则分别是游戏开发商、行业信息化及解决方案、综合电商、媒体及阅读和整合营销传播，均属于消费级的细分领域。另外相比2015年的融资结构，一级市场在2012年显然更加偏向于投资纯线上的互联网生意。总结来看一级市场的细分领域融资遵循了两个方向：从纯线上向线上线下相结合发展；从消费互联网的投资逐步移向B端互联网的融资。

表 2：2018 年融资公司数和融资金额 Top5 的领域

融资公司数 Top5	领域	2018 年融资 公司数 (家)	2017 年融资 公司数 (家)	YoY (%)	2018 年融资 金额 (亿元)	2017 年融资 金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	其他企业服务	401	266	51%	569	270	111%
Top2	生物技术和制药	334	240	39%	929	541	72%
Top3	行业信息化及解决方案	306	238	29%	487	197	147%
Top4	虚拟货币	272	88	209%	278	98	183%
Top5	数据服务	254	268	-5%	344	178	93%
融资金额 Top5	领域	2018 年融资 公司数 (家)	2017 年融资 公司数 (家)	YoY (%)	2018 年融资 金额 (亿元)	2017 年融资 金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	金融综合服务	50	52	-4%	1364	182	649%
Top2	生物技术和制药	334	240	39%	929	541	72%
Top3	交通出行	135	165	-18%	861	2014	-57%
Top4	保险	76	77	-1%	751	67	1017%
Top5	新车制造及硬件	41	50	-18%	636	74	761%

数据来源：IT 桔子，36 氪，广发证券发展研究中心

表 3: 2015 年融资公司数和融资额 Top5 的领域

融资公司数 Top5	领域	2015 年融资公司数 (家)	2014 年融资公司数 (家)	YoY (%)	2015 年融资金额 (亿元)	2014 年融资金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	美食餐饮	316	150	111%	206	127	62%
Top2	游戏开发商	314	327	-4%	140	123	14%
Top3	行业信息化及解决方案	271	238	14%	341	251	36%
Top4	生鲜食品	215	69	212%	100	80	25%
Top5	创业服务	204	67	204%	141	68	106%

融资金额 Top5	领域	2015 年融资公司数 (家)	2014 年融资公司数 (家)	YoY (%)	2015 年融资金额 (亿元)	2014 年融资金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	金融综合服务	81	25	224%	664	17	3889%
Top2	综合电商	155	135	15%	603	267	126%
Top3	交通出行	153	113	35%	545	353	54%
Top4	百货零售	77	39	97%	456	22	1937%
Top5	行业信息化及解决方案	271	238	14%	341	251	36%

数据来源: IT 桔子, 36 氪, 广发证券发展研究中心

表 4: 2012 融资公司数和融资额 Top5 的领域

融资公司数 Top5	领域	2012 年融资公司数 (家)	2011 年融资公司数 (家)	YoY (%)	2012 年融资金额 (亿元)	2011 年融资金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	游戏开发商	85	64	33%	19	26	-27%
Top2	行业信息化及解决方案	66	42	57%	32	18	78%
Top3	综合电商	44	47	-6%	309	184	68%
Top4	媒体及阅读	43	30	43%	12	8	47%
Top5	整合营销传播	35	21	67%	13	15	-13%

融资金额 Top5	领域	2012 年融资公司数 (家)	2011 年融资公司数 (家)	YoY (%)	2012 年融资金额 (亿元)	2011 年融资金额 (亿元)	YoY (%)
Top1	综合电商	44	47	-6%	309	184	68%
Top2	行业信息化及解决方案	66	42	57%	32	18	78%
Top3	节能环保	28	27	4%	29	12	141%
Top4	供应链金融	8	3	167%	28	10	166%
Top5	交通出行	18	10	80%	23	9	140%

数据来源: IT 桔子, 36 氪, 广发证券发展研究中心

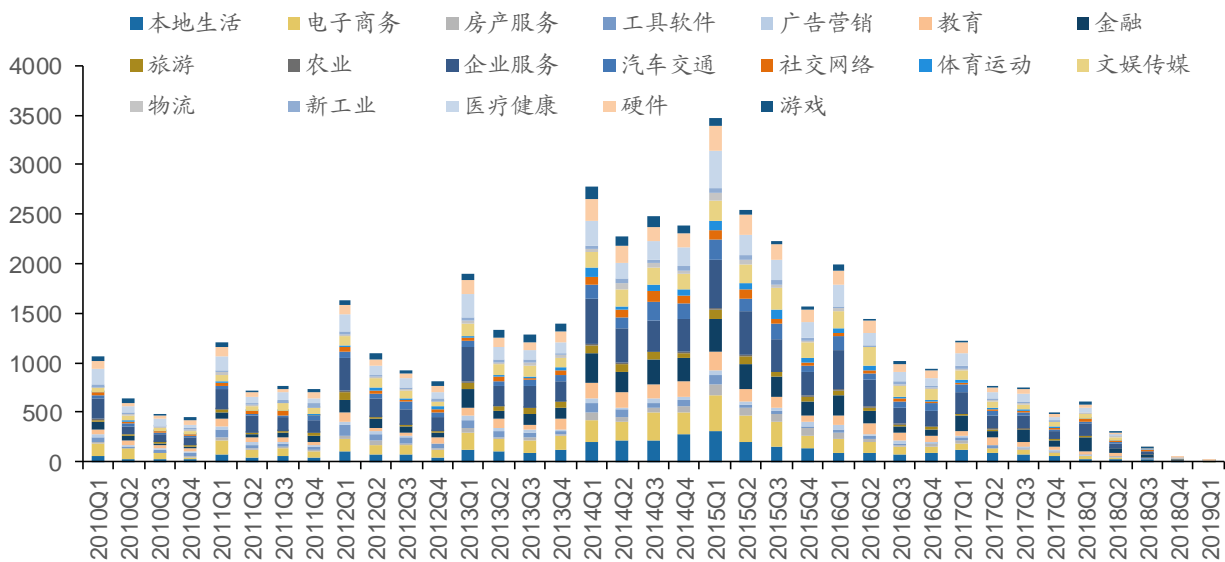
2. 一级资金：不断捕捉前瞻创业者

目前一级市场呈现的趋势是转向产业互联网，而资本本身的动向应该是滞后于创业者的动向，因此我们希望讨论一级市场捕捉独角兽的速度有多快，且一个细分领域当中的标杆性企业诞生之后对于该领域有着怎样的影响。

2.1 一级市场捕捉前瞻公司的速度在明显变快，或是资金供过于求的体现

根据IT桔子的数据，我们简单罗列了各个领域在2010-2019Q1之间创业公司的成立时间变化，趋势上与此前的一级市场投资案例分布图非常相似。14Q1以来创业公司的成立数量井喷，15Q1创业公司的成立数量创下历史新高，对应的是一级市场融资案件数量在15Q3触顶。而在创业的类别上，同样与一级市场的投资趋势基本保持一致，2018年创业企业（接受过融资）中20%为金融企业、19%为企业服务类公司。

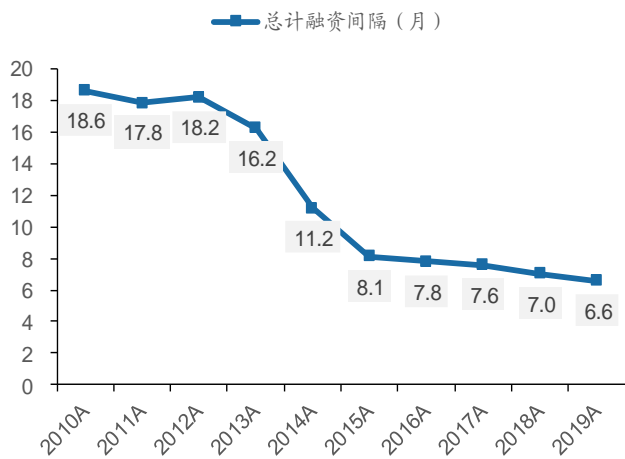
图7：10Q1到19Q1各个领域的创业者们成立公司的时间



数据来源：IT桔子，36氪，Pocketsgame，广发证券发展研究中心

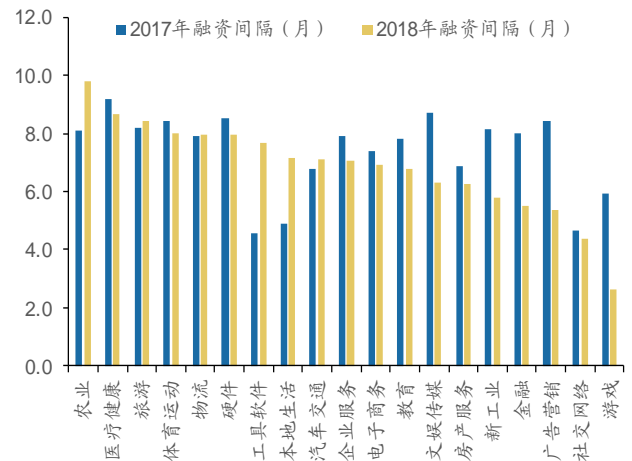
而由于一级市场沉淀了大量的资金和竞争越来越激烈，我们发现资本找到创业者的速度在迅速缩短。我们统计了IT桔子上部分公司融资的情况，如果这家公司在2015年12月接受了一轮融资，在2016年6月接受了第二轮融资，那我们定义这家公司在2016年的融资间隔为6个月。按照这一统计计算方法，我们发现整体市场的融资间隔在迅速缩短，从2013年大约16个月一轮融资，到2019年融资间隔缩短至6.6个月左右。而融资间隔越短，越说明该行业可能需要资金支撑和越受到资金追捧。为了平滑单年度案子的偶然性，我们选取了2017年和2018年两年情况，发现社交网络、游戏领域会进行频繁融资，而农业、医疗保健、旅游、企业服务等相关产业趋势较固定、巨头公司自身资金储备丰厚和技术壁垒较高的行业融资间隔更长。

图8：2010年单个公司融资间隔推移



数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

图9：2017年和2018年各个领域融资间隔推移



数据来源：IT桔子，36氪，广发证券发展研究中心

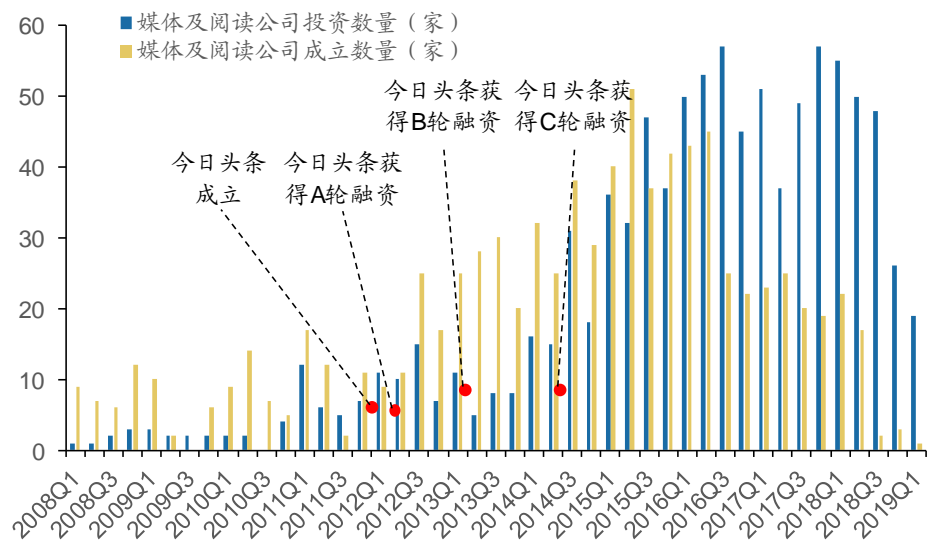
2.2 一级市场羊群效应较为明显，头部案例刺激该领域投资上涨

我们对于几个确定有巨头崛起的领域进行回顾发现，这些案例基本都诞生在2015年之前；虽然早期投资人非常敏锐地捕获了这些早期巨头，而成为巨头之后的标杆案例反倒会催生该领域更多的创业和投资发生，这显示出一级市场也存在较强的羊群效应。

在媒体阅读领域，今日头条于2012年3月成立，2012年8月发布了第一个版本，而根据36氪鲸准的信息，在此前的7月份，头条获得了SIG的A轮融资100万美元，随后1000万美元的B轮融资在2013年的9月，1亿美元的C轮融资在2014年的1月，C轮融资之后，今日头条已经成为了媒体阅读领域毫无疑问的巨头企业。我们看到2013-2014年确实是媒体阅读相关公司成立最为密集的时期，但是资本加大在这一领域的投资力度要延后至15Q1-16Q2左右；今日头条完成10亿美元的D轮融资在2016年12月，一级市场此后在2017年在这一领域密集布局了多个项目。

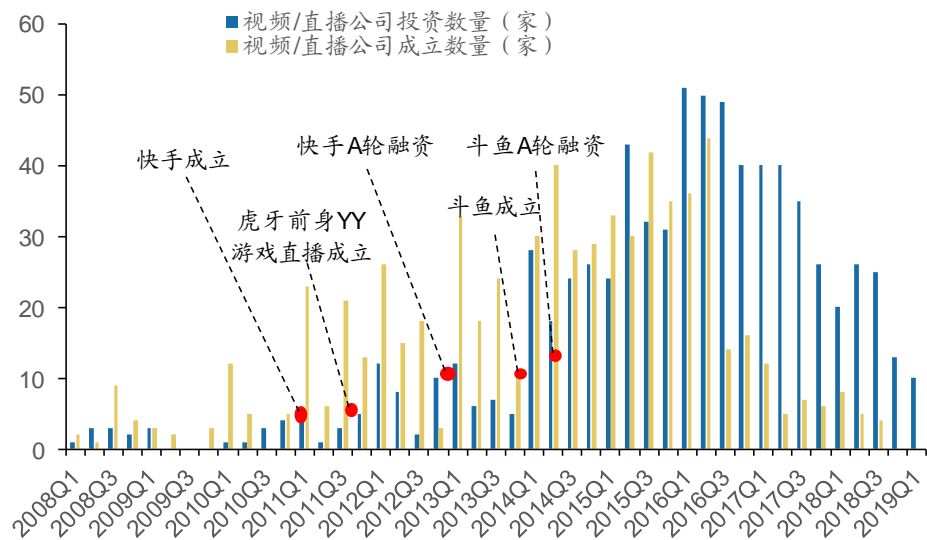
在短视频和直播领域，我们挑选头部公司如快手、斗鱼和虎牙等作为案例，根据新芽的统计，快手于2011年3月成立，并且于2012年11月从纯粹的工具型应用转变为短视频社区，而根据新芽网报道，其在2012年4月完成由晨兴资本完成了A轮融资，此后于2015年完成了红杉和晨兴的B轮融资。虎牙前身的YY游戏直播则诞生于2011年下半年，并一直没有进行融资，直到2017年上市前夕才进行了A轮融资。斗鱼正式成立于2014年1月，在4月获得天使轮融资后，于同年6月获得了红杉资本2000万美元的A轮投资，在2016年3月完成了腾讯领投的高达1亿美元B轮融资后，游戏直播领域对创业者开始关上了大门。但从数据可以看到在战局基本已定的2016年，一级市场投资者出于大量明星公司的融资案例投资了不少短视频和直播类的公司。

图10: 媒体阅读领域今日头条的诞生和早中期融资在2014年前基本完成



数据来源: App Annie, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图11: 直播/短视频领域快手、斗鱼和虎牙的早中期融资在2015年前完成

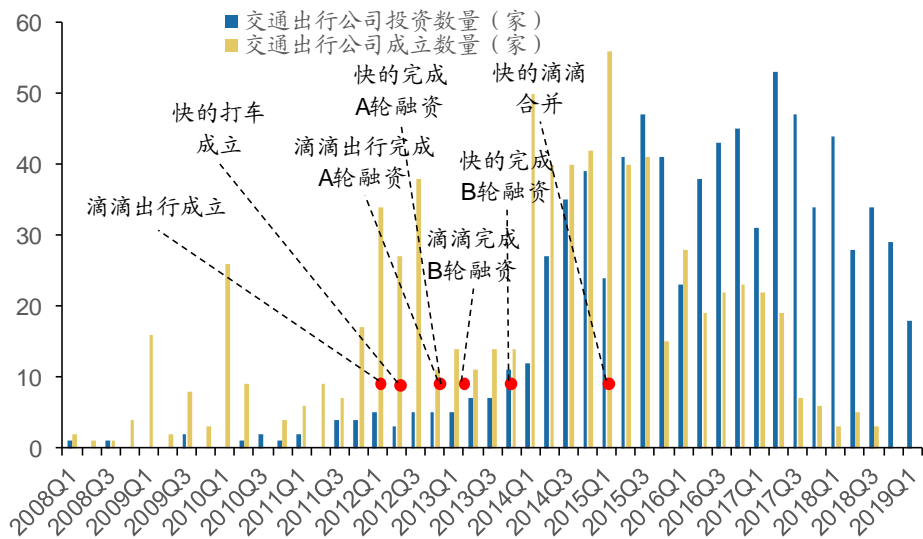


数据来源: App Annie, 公司官网, 广发证券发展研究中心

在出行领域我们选取滴滴出行作为案例, 根据新芽的统计, 2012年小桔科技成立, 并于10月份推出了产品滴滴打车, 随后在2012年11月完成了A轮融资(300万美元), 并随后在2013年完成了B轮融资(1500万美元), 2014年完成了C轮融资(1亿美元), 2014年12月完成了D轮融资(7亿美元), 2015年10月完成了30亿美元的E轮融资。而当时其竞争对手快的打车于2012年5月成立, 8月在杭州上线, 随即2013年获得阿里巴巴、经纬创投的1000万美元A轮融资, 2014年4月获得B轮融资, 2014年10月获得老虎基金的C轮融资, 并在2015年1月15日获得了阿里、老虎基金和软银中国的D

轮融资（6亿美元）。打车软件领域在经过了一轮节奏紧密的融资之后，2015年2月14日，快的打车与滴滴打车宣布进行战略合并，形成的滴滴出行品牌开始成为出行领域的寡头公司，至今领先优势依然明显。而从交通出行公司的融资时间分布来看，伴随着共享单车等生意模式的出现，2017年又进行了新一轮密集的资金投入期，而这次资本的投入对应的确实16Q1-17Q1相对冷静的创业环境和较少的该领域的创业者，投资的回报率明显下降。

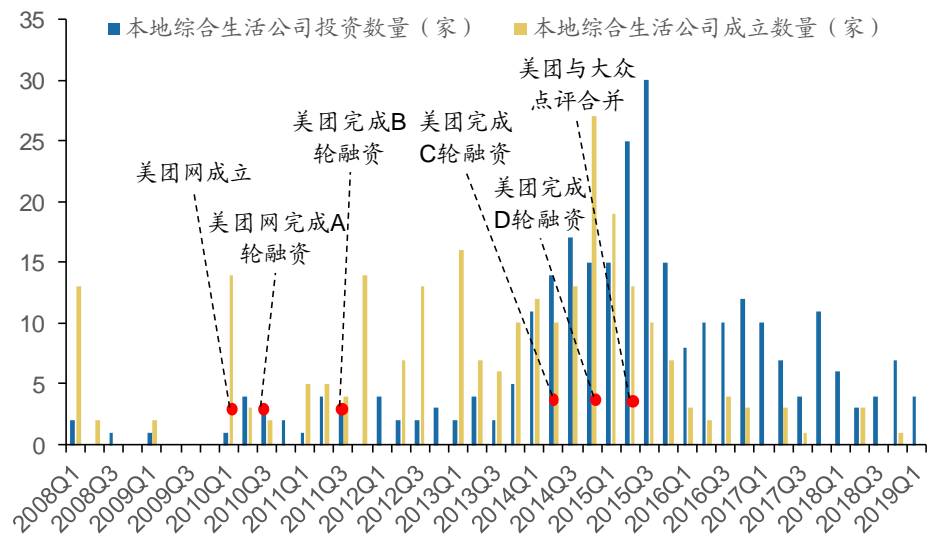
图12: 交通出行领域中的滴滴的创立和中期融资在2015年前完成



数据来源: App Annie, 公司官网, 广发证券发展研究中心

在本地生活领域我们选取美团作为典型案例。根据新芽的统计，美团成立于2010年3月，起初定位为团购网站，于当年9月左右拿到了红杉资本1000万美元的A轮融资，随后在2011年的7月份完成了5000万美元的B轮融资，2014年5月完成了5亿美元的C轮融资，当年的12月份完成D轮融资（7亿美元）。2015年10月，美团正式与大众点评宣布合并，本地生活领域的寡头地位初具规模。而2015年为名副其实的O2O概念大年，当年15Q2和15Q3的本地生活类公司的投资案例数量创下历史新高，但VC和PE们再也没有找到下一个美团点评，2016年O2O投资热有所消退但仍延续，一级市场在此时下注的本地生活公司投资回报率远低于此前。

图13: 本地生活领域美团的诞生和中期融资完结在2016年之前



数据来源: App Annie, 公司官网, 广发证券发展研究中心

我们总结来看, 资本找到优质公司的周期正在缩短, 但这并不意味着一级市场是完全有效的, 事实上通过对于头部案例的分析我们可以看到明显的羊群效应。头部案例的出现对于后续同领域案例有着明显的带动作用, 巨头的出现往往提供了极佳的对标企业, VC/PE往往会倾向于加注这一领域。但后验来看, 互联网领域对于先发优势的颠覆难度极大, 因此后续的投资回报率并不高。

3. 如何评判一级资金在某细分领域是否具有效率？

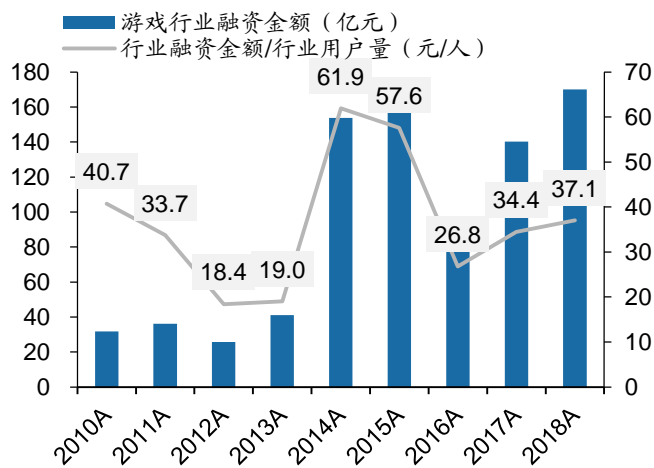
我们在上文中通过对于一级市场总的融资案例和领域划分标记了现在我们所处的投资阶段；另外通过对于创业者创立时间的时点分析粗略的在总量上得出了一级市场投资总体有效率但仍存在极强的羊群效应的结论。我们仍然缺少简单的框架去横向对比哪些细分领域的投资性价比或更高，此前一级市场的资金配置是否具有效率。我们在第三部分当中主要用（融资规模/市场规模）和（融资规模/用户规模）两个简单的指标衡量资金的使用效率，其更多适用于直接与用户连接的消费互联网领域，另外本身也没有考虑到本身该领域融资在非用户部分（如带宽、技术投入等）的消耗，只是简单提出了一个粗略的分析框架。

3.1 从用户和市场规模两个维度评价部分消费互联网市场的投资效率

1) 游戏市场：这一细分领域的投资回报率较高，为典型的流量变现型市场

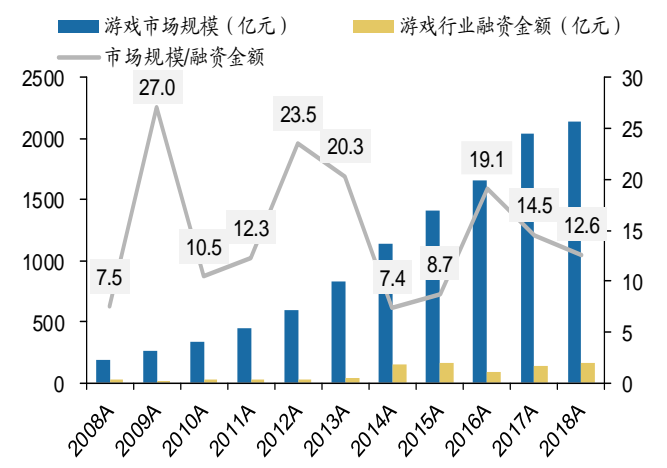
我们综合CNNIC和IT桔子的数据来看，2010-2018年期间，游戏行业的融资额从约32亿元增长至170亿元，而整体手游市场的用户量规模也从7811万人左右增长至4.6亿人，我们简单计算来看单个用户的融资额在2014年触及高峰达到62元/人，但随即有所下降，在2018年约为37.1元/人。而考虑到游戏市场的规模，我们发现游戏行业的整体投资回报率非常高，2016年之后，我们用市场规模除以融资金额模拟市场的ROI发现约100亿（2016-2018年分别为87亿、140亿和170亿元）撬动了高达2000亿的市场，倍数指标分别为19.1X、14.5X和12.6X。

图14：2010-2018年游戏市场融资规模和用户量推移



数据来源：WeAreSocial&Hootsuite，广发证券发展研究中心

图15：2010-2018年游戏市场融资规模和市场规模推移



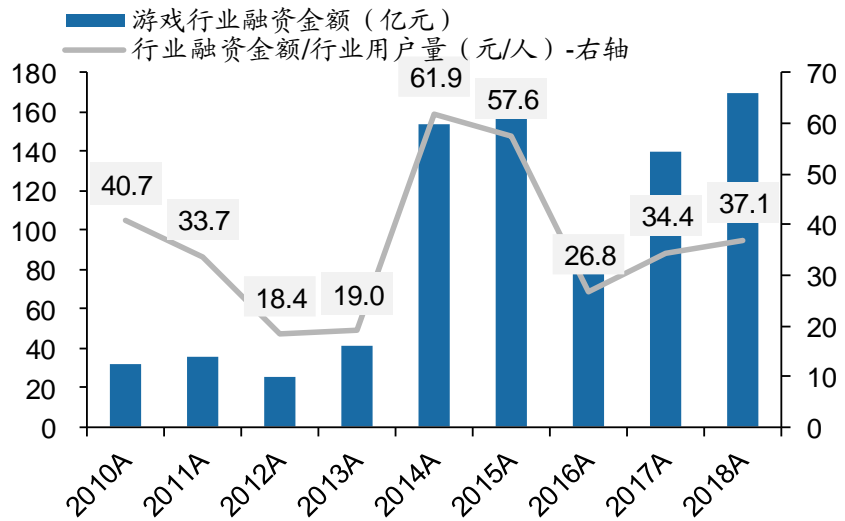
数据来源：WeAreSocial&Hootsuite，广发证券发展研究中心

2) 社交网络：典型的流量入口市场，用户的融资成本低

由于其广告、直播、游戏等变现市场规模难以统计，我们主要针对融资规模/用户量进行分析，以CNNIC每年公布的即时通讯+社交网络（包括微博）的用户量作为分母，细分行业当年的融资金额之和作为分子，得到社交行业的单个用户融资金额，可以看到这一数字整体从2012年的2元/人上升至2016年的31元/人，但仍低于大部分其他

领域的单用户融资金额；而2016年之后由于社交网络战场已定，整体的融资金额锐减，因此按照单个用户计算的融资额下滑明显。

图16: 2012-2018年社交行业的用户规模和行业的融资金额走势

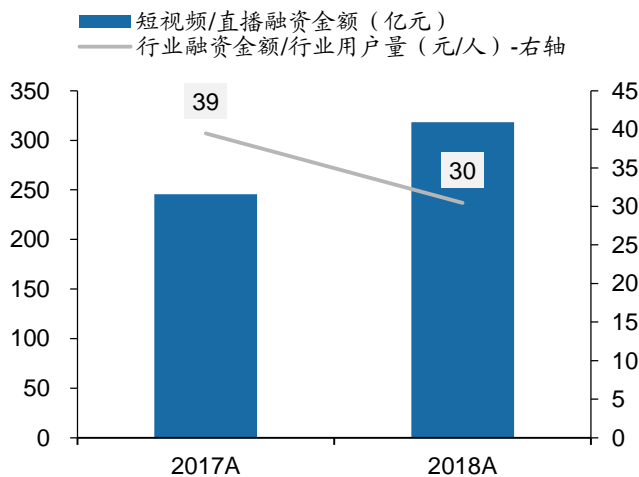


数据来源: App Annie, 公司官网, 广发证券发展研究中心

3) 短视频/直播市场: 当前回报率不高, 但有望成为一个流量入口型市场

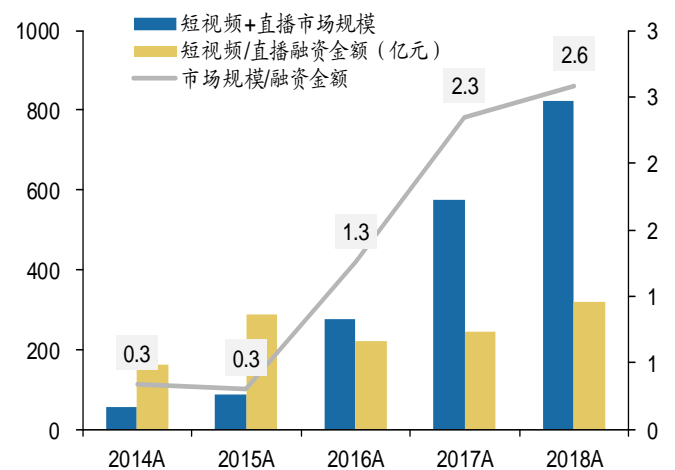
CNNIC最新披露的2017-2018年短视频领域2018年使用人数约为6.5亿人, 而娱乐直播用户规模约为4亿人, 不去重计算行业融资额除以用户量规模约为30元/人, 与前文中的社交软件的单用户融资成本相去不远。而目前的短视频市场仍处于发展的初期, 按照国家版权局对于短视频市场规模和直播市场规模的统计, 我们计算市场规模/融资金额比值, 2018年仅为2.5X左右, 远低于游戏行业的10X以上, 一方面有市场规模统计口径偏差的问题, 另外一方面我们认为短视频仍在商业化的初级阶段, 未来有望释放更大的变现潜力。

图17: 2017-2018年短视频/直播融资和用户规模推移



数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

图18: 2014-2018年短视频/直播融资和市场规模推移

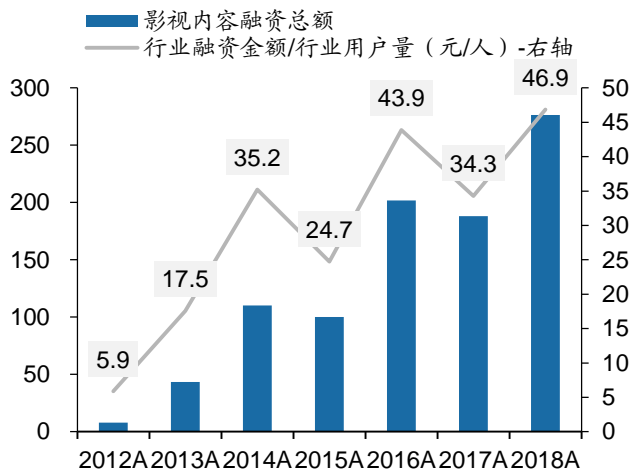


数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

4) 长视频：用户融资成本在逐渐升高，市场规模的回报率也未有明显的上升迹象

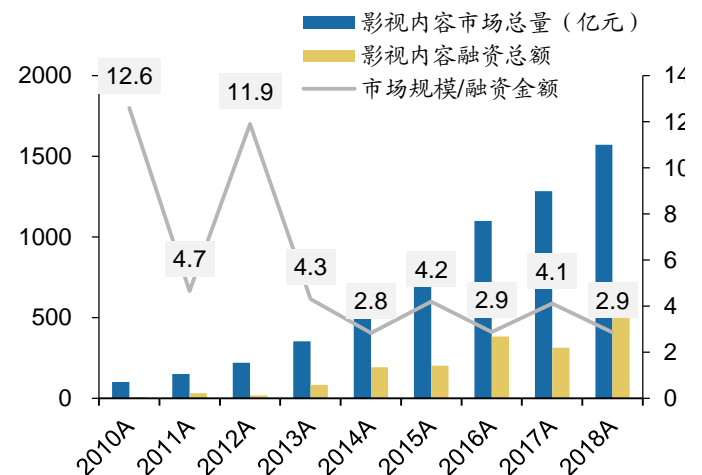
我们按照CNNIC口径的“网络视频”来统计该领域的用户数量作为分母，影视内容行业的融资额作为分子，则发现过去几年单用户的融资额呈现较快的上升趋势，2015-2018年单个用户的融资额分别是24.7元/人、43.9元/人、34.3元/人和46.9元/人。在单人融资额几乎与游戏相当的情况下，我们用网络版权剧口径的长视频网站市场规模得到的回报率情况却略低于游戏市场，且没有明显的上涨趋势，2016-2018年分别是2.9X、4.1X和2.9X左右，说明这一细分领域整体投资回报率并不尽如人意。

图19：2013-2018年长视频领域融资和用户规模推移



数据来源：IT桔子，CNNIC，广发证券发展研究中心

图20：2013-2018年长视频领域融资和市场规模推移

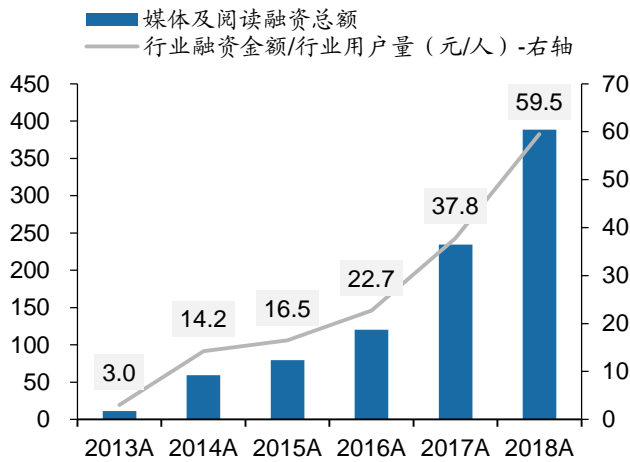


数据来源：IT桔子，CNNIC，广发证券发展研究中心

5) 新闻阅读资讯市场：整体的回报率在降低，短视频冲击下该领域正丧失流量入口型市场领域的优势

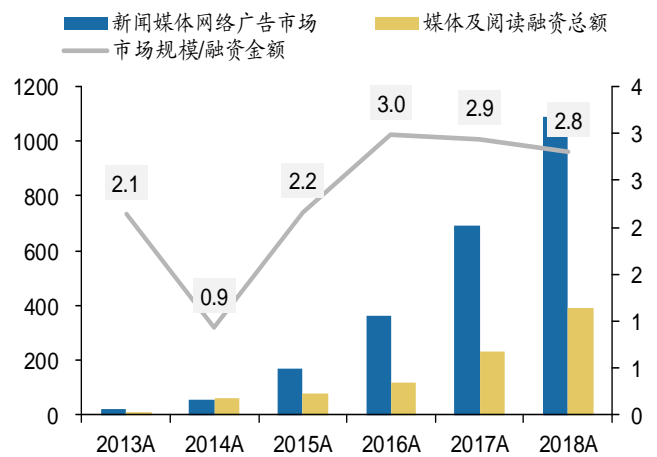
我们以CNNIC披露的2013-2018年新闻资讯使用人群数量作为分母，整体行业的融资金额作为分子，可以看出单个用户的融资额在迅速扩大，从2015年的16.5元/人到2018年的59.5元/人。我们认为其中因素主要系以今日头条为代表的资讯软件崛起后，将新闻资讯作为用户流量入口，随后开始不断融资在其他横向领域（如短视频、直播、工具、游戏等）拓展突破，而短视频等新的媒体形式也对资讯行业进行了分流。而我们选取信息流广告市场规模作为分子，媒体和阅读类市场作为分母，可以看出整体上该市场的回报率不高，很难单纯依赖本身的广告收入进行商业化，2016-2018年的比重分别为3X、2.9X和2.8X，整体回报率低于游戏等变现类产品，由于新闻媒体App的变现途径一般为广告，预计未来也不会有爆发式的增长，因此在头部APP逐步形成寡头的情况下，新闻资讯市场或许既失去了流量入口型产品的优势，未来的融资的市场回报率或也许不会太高。

图21: 2013-2018年新闻阅读领域融资和用户规模推移



数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

图22: 2013-2018年新闻阅读领域融资和市场规模推移

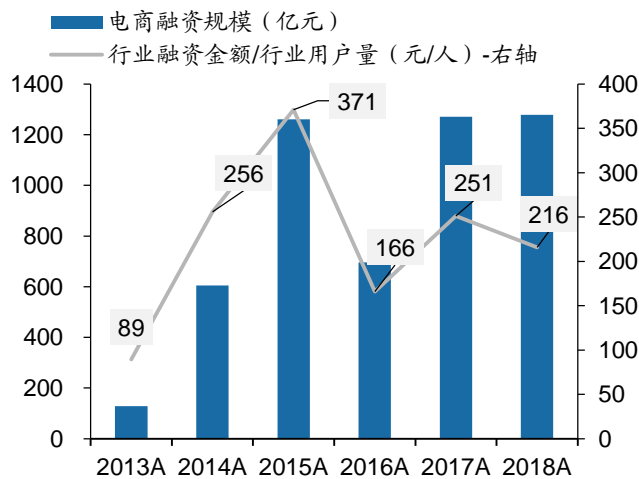


数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

6) 电商市场: 典型的流量变现型市场

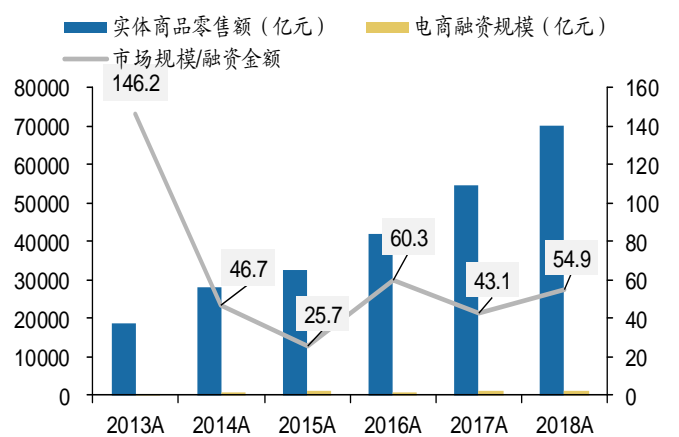
我们以CNNIC披露的2013-2018年电商用户规模作为分母, 电商行业的融资额作为分子, 单人的融资规模在2015年达到峰值, 约为371元/人, 其后随着融资金额减少, 单人的融资金额有所减少, 但仍然保持在200元/人左右。而我们用实体电商零售总额作为分子, 电商融资规模作为分母, 可以看出这一市场的投资高回报率, 2016-2018年的比重分别为60X、43X和55X, 我们即使考虑到其中电商平台抽取佣金率和广告费计算, 这一市场的投资回报效率也远高于新闻、短视频/直播等, 是回报率最高的市场之一。

图23: 2013-2018年电商领域融资和用户规模推移



数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

图24: 2013-2018年电商领域融资和用户规模推移



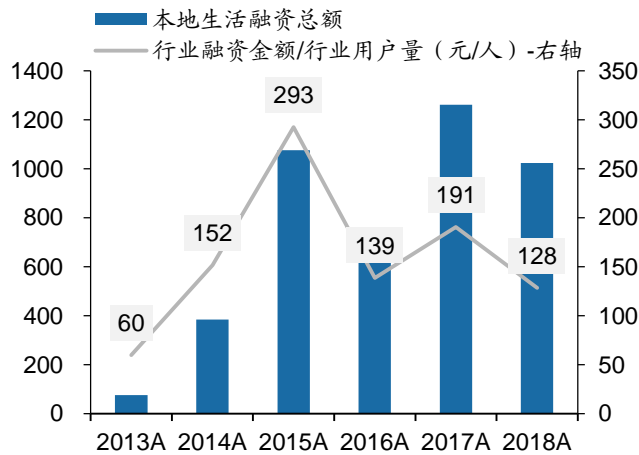
数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

7) 本地生活市场: 规模巨大回报率逐渐升高, 融资金额不少于电商领域

根据易观的统计, 本地生活市场在2018年约为1.6万亿, 其中主要包括餐饮外卖市场、到店业务和其他到家业务市场等。我们用CNNIC统计的外卖快递、旅行预订和团购

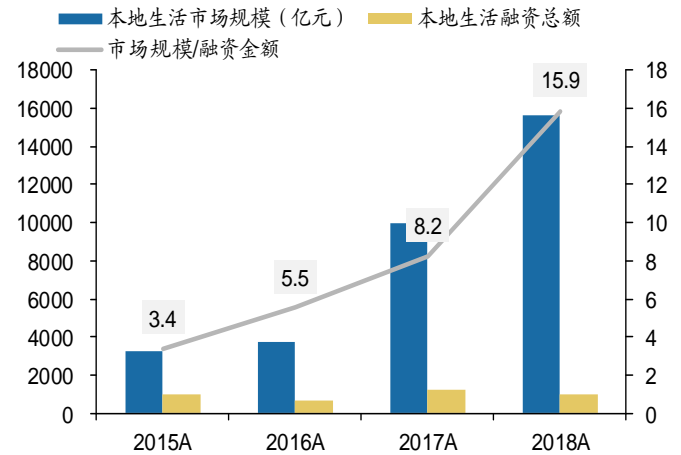
用户规模作为本地生活市场的用户数量，2016-2018年单个用户的融资额约为139元/人、191元/人和128元/人。而用本地生活市场规模除以融资额，则可以发现这一市场的回报率在逐年上升，2016-2018年分别为5.5X、8.2X和15.9X，说明在后期该市场已经开始进入了商业化的快速增长期，对于外部资本的依赖程度降低。

图25: 2013-2018年本地生活领域融资和用户规模推移



数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

图26: 2013-2018年本地生活领域融资和市场规模推移

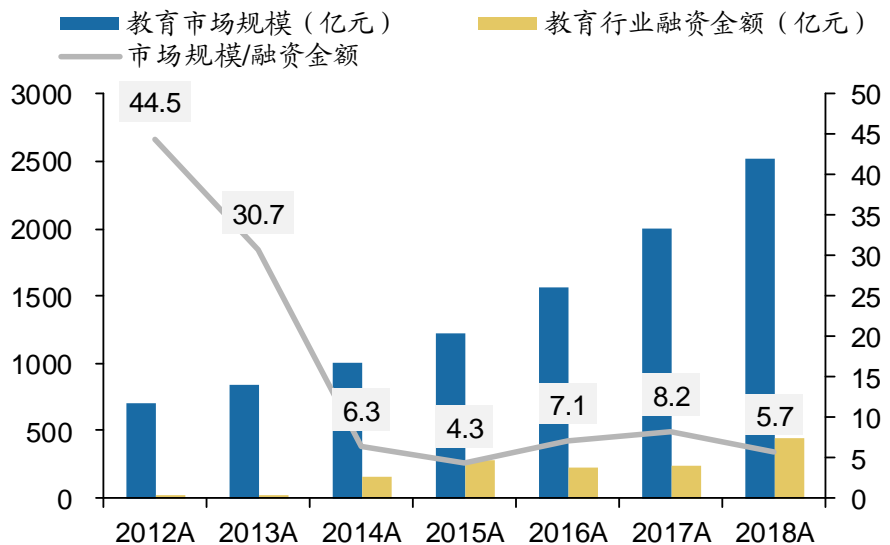


数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

8) 教育市场: 一级市场持续投入, 市场规模/融资金额比率保持稳定

由于教育市场涉及较多的线下服务环节, 线上用户获客仅仅是融资规模投入的一小部分, 履约行为主要在线下完成, 因此我们使用教育市场的融资额除以在线教育的用户规模或有较大的偏差。因此我们主要使用市场规模/教育市场融资金额来衡量一级市场投资的回报率。我们发现2014年教育的投资逐步兴起之后, 我们可以市场规模/教育市场融资规模的倍数不高, 2016-2018年分别为7.2X、8.2X和5.7X。

图27: 2008-2018年教育市场融资规模和市场规模推移



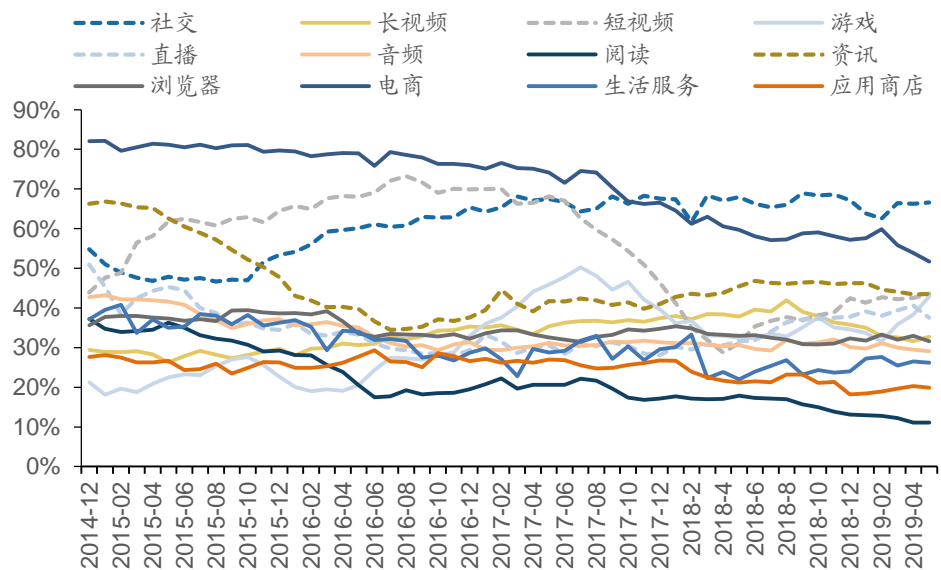
数据来源: IT桔子, CNNIC, 广发证券发展研究中心

3.2 线上双边平台和社交网络具有明显的头部通吃效应

此前我们在2.2讨论了头部案例的投资往往出现在该市场爆发的早期，而在3.1分析了各个市场的资金投资效率，两个结论综合起来我们可以认为：一个新兴的消费级互联网细分领域，其价值往往是由早期创业打开了行业天花板，并且成为巨头，提供了市场上最丰厚的回报。值得思考的是，哪些领域的头部效应更加显著，哪些行业的后来创业者能够反超拿下头名。根据Quest Mobile，我们按各细分领域的历史头名应用时长占比来衡量头部效应大小，另外也统计了相应领域头名的被颠覆次数：

- 社交：这一领域为网络效应最明显的子领域，头名更替仅发生过一次，即2015年4月起微信的使用总时长正式超过QQ，此后微信在社交领域的时长占比稳步提升，目前约为67%左右。
- 长视频：目前正在逐渐形成双寡头局面，2014年年底起，爱奇艺和腾讯视频分别交替占据该领域的头名。
- 短视频：在2018年5月之前，该领域头名一直为快手，此后更换为抖音。短视频领域也有较为明显的头部效应，目前第一名的时长消耗比例在缓步走高。
- 游戏：产品迭代较快，《开心消消乐》、《天天酷跑》等均成为过时长第一名，但《王者荣耀》等顶之后形成了极强的头部通吃效应，时长比例逐渐提升。
- 直播：2016年1月之前YY是该领域头名，此后为虎牙直播，直到2018年5月后斗鱼时长占比超越了虎牙，目前来看双寡头趋势仍在维持。

图28：2014年以来各个细分领域头名时长和其占比趋势推移



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

- 音乐：头名一直为酷狗音乐，但其领先优势在被持续蚕食，目前其市场的市占率已经降低至29%左右，约相当于第二名QQ音乐的1.5倍左右。
- 阅读：头部效应并不明显，阅读领域为集中度最低的领域之一，且目前的头部App的市占率由于不断出现的新App市占率在不断被稀释。

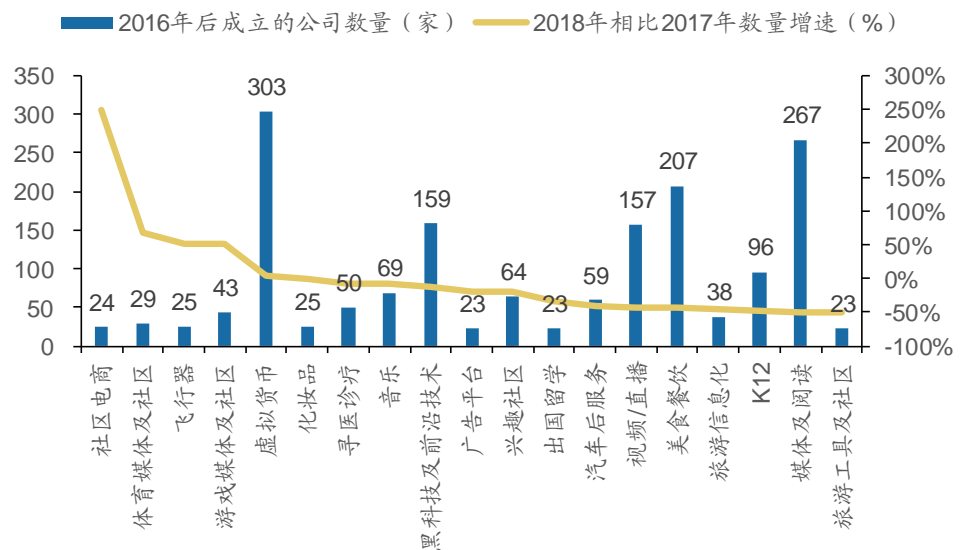
- 资讯：2016年9月今日头条的时长超过了腾讯新闻后，该领域的头部优势在被不断加深，我们推测这与今日头条背后不断训练的精准算法有着密切关系。
- 电商：淘宝的头部优势非常明显，但近年来相继受到京东和拼多多的冲击略有下滑。
- 生活服务：美团的时长市占率始终保持第一，但近年来由于饿了么等竞争对手的持续竞争，时长的市占率有所下降，近几个月又重新开始上升。

我们总结来看，社交、短视频、直播、资讯、本地生活是头名的时长集中度较高、且近几个月头名App时长占比仍在不断上升的细分行业，先发优势明显，这四个行业有着明显的网络效应（社交、短视频）和双边平台效应（短视频、直播、本地生活等）。而能在先发者之后，投资后来创业者仍能取得较好资金回报率的行业：比如一些产品迭代非常快的行业，如游戏、阅读；比如行业规模大，同时集中度一直在不断下行的行业，如电商等。

3.3 从创业者的角度来看未来哪些细分领域或迎来爆发式机会？

总结了投资效率和先发优势之后，我们再从创业者的角度来简单看未来哪些领域或迎来快速发展的机会。正是因为创业者先于资本发现一个细分领域，而且先做容易形成极强的先发优势，所以可以通过哪些细分领域的创业者逐步开始变多，来看本身创业者对于未来行业趋势的判断。我们选取了2016年后成立的、接受过融资的公司数量在各个细分领域里面的分布；然后在将其按照2018年相比于2017年数量的增长幅度由高至低排序，就可以筛选出近几年的创业热点包括哪些行业。我们可以看出创业者新晋热门行业有几个特点：1) ToC互联网数量仍较多，ToB的创业者主要分布的行业包括飞行器、汽车后服务等，其他创业的重点仍是ToC类项目居多，一方面说明资本对于消费互联网的看法或许过于悲观，创业者仍在涌入这个市场，另一方面或与创业门槛有关；2) 创业者增长较快的三个细分领域分别是：社区电商、体育社区和飞行器；而2016年之后创业者进入最多的行业则是虚拟货币、黑科技及签约技术、媒体和阅读、美食餐饮，后两者已成就了字节跳动和美团两个行业巨头。

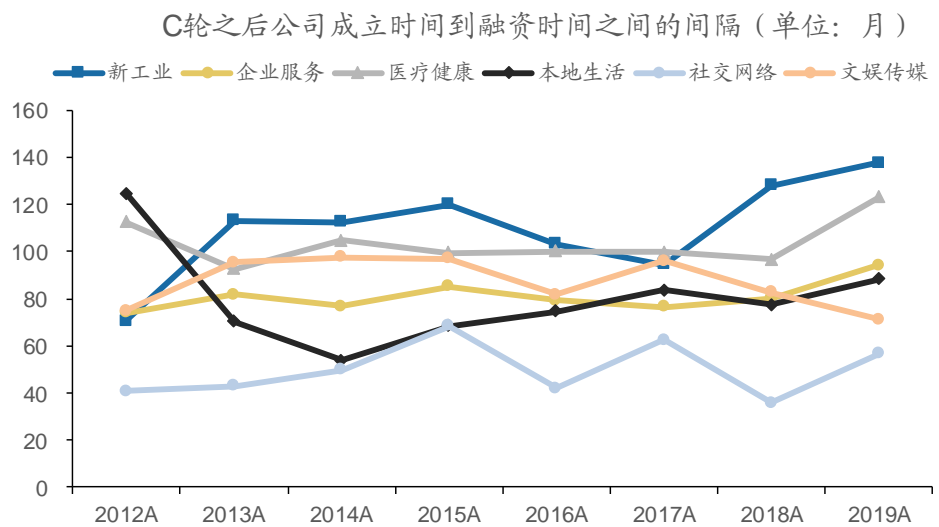
图29：2016年后创业证在某些细分领域成立公司和增长情况



数据来源：IT桔子，CNNIC，广发证券发展研究中心

另外进入ToC领域的创业者始终多于ToB领域的另一原因主要系ToB领域的创业门槛更高、对长线经营的要求或更长。我们截取了C轮之后的获得融资的公司的融资时间和成立时间，并将两个时间的差值定义为成长到C轮公司所需的时间，可以发现发现新工业、企业服务、医疗健康这三类属于产业互联网领域、有一定技术门槛壁垒的行业在所需经营周期上明显高过了本地生活、社交网络、文娱传媒三个ToC的细分领域（其中文娱传媒由于有着部分较早成立的传媒内容公司在这一轮新的互联网潮流中获得了C轮以后的融资，因此抬高了C轮所需经营周期）。这或许说明产业互联网所需创业者的长线经营要求更高。

图30: C轮之后偏大型公司中，ToB类企业的经营周期略高于ToC类



数据来源：IT桔子，CNNIC，广发证券发展研究中心

投资建议

随着一级市场的投资标的逐步走向二级市场，我们认为一二级市场的认知差异将会逐渐弥合。1) 由于企业登录二级公开市场后已经偏向后期阶段，二级市场或更偏好于能够获取高ROE的流量变现型公司；流量入口型公司也同样会关注持续获取高流量和拓展变现场景的能力，游戏、电商、本地生活等市场规模较大、变现效率较高的标的值得关注。2) 随着创业者逐渐转向产业互联网，其为企业服务市场、行业信息化市场和黑科技前沿技术方面对于二级市场的映射或逐步显现，二级市场的投资也将更加重视技术优势而非此前的流量优势。3) 我们认为部分网络效应明显和双边平台上有着明显的头部通吃效应，后来者的追赶难度极大，因此先发的平台型互联网公司更加值得二级市场关注。

风险提示

- 1) 一级市场钱多项目少，投资回报率逐渐降低的风险。
- 2) 创业者错误判断未来趋势形式，集体踏空风口的风险，
- 3) 我们的统计口径较为粗陋，在部分指标的选取上限于数据颗粒度而只是进行了简单的划分，因此有与真实情况不符的风险。

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。