VMS鼎珮

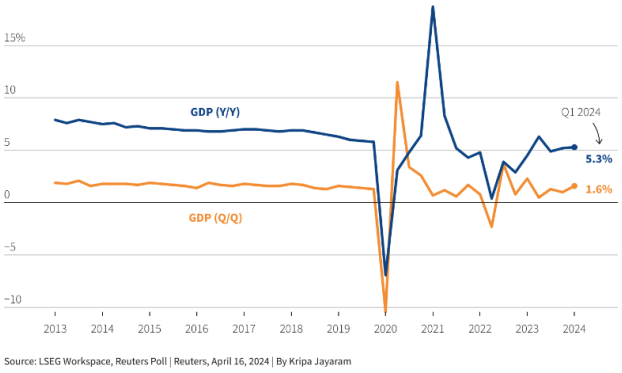
季度市场洞察

2024年第二季度

中国宏观经济分析

从统计数据来看，2024年第一季度GDP增长了5.3%，超出市场预期（图一）。2024年1-5月工业增加值累计增长率为6.2%[1]。尽管出口和制造业投资表现良好，但社会消费品零售总额相对表现一般，房地产投资仍在探底，供需失衡问题尚未得到显著缓解。

图一：中国GDP增长（截至2024年第一季度）

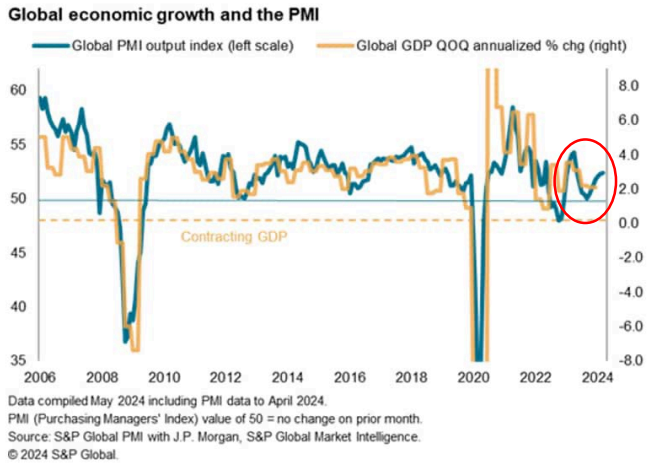


来源：路透社

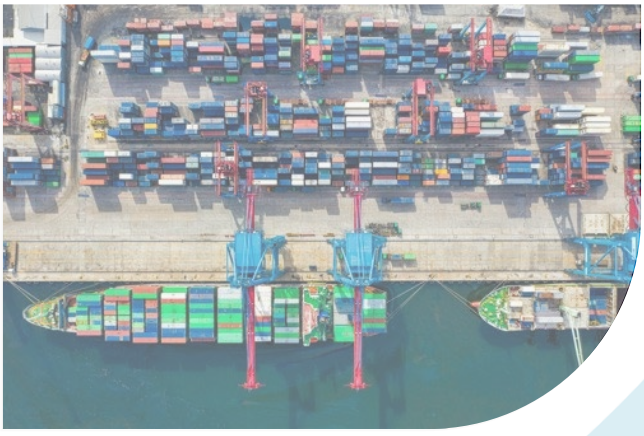
从具体行业来看，1-5月，计算机、通信和其他电子设备业，铁路、船舶、航空航天等运输设备业以及汽车制造业分别增长了13.8%、11.1%和10.5%。有色金属冶炼和化工分别增长11.4%和10.7%。在产品方面，新能源汽车、集成电路、太阳能光伏电池和工业机器人增速最快，增长率分别为33.9%、32.7%、22.8%和8.9%，而粗钢、水泥、煤炭等传统产业增速均出现负增长[2]。

当前，仍需提振需求并解决部分行业的产能过剩问题。房地产投资和消费增速均低于市场预期，生产者消费指数（PPI）仍为负值，库存回升动力不足。然而，有一些积极因素正在显现：首先，随着全球制造业采购经理指数（PMI）持续上升（图二），像中国出口集装箱运价指数（CCFI）这样的货运费率指数显示持续增长，出口预计将保持韧性。

图二：全球经济增长及PMI



来源: Capital IQ

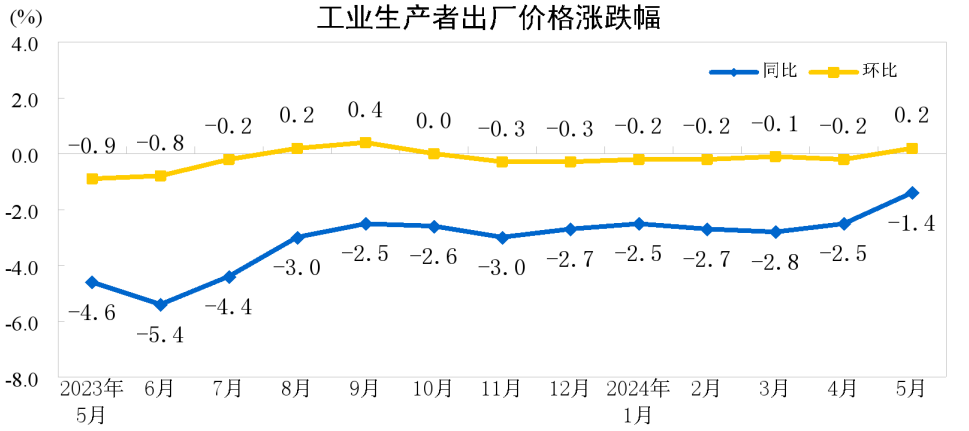


[1, 2]来源：国家统计局，发布于2024年6约17日

其次，5月PMI出厂价格进入扩张区间，PPI同比降幅显著收窄，表明工业品价格的拖累作用有望减弱（图三）。

三、财政措施预计将加快基建投资，刺激实际工作量，从而导致相关行业生产强度有望小幅回暖。然而，下表的税收结构显示，整体经济和居民收入端仍面临压力。

图三：中国工业生产物价指数



来源：国家统计局，截至2024年5月

表 1：全国税收收入（2024 年 1 月至 5 月）

税种	额度（亿元）	同比率
增值税	30,119	-6.1%
国内消费税	7,607	+7.2%
企业所得税	22,382	-1.7%
个人所得税	6,072	-6.0%
进口货物增值税、消费税	7,741	+1.5%
关税	989	-4.4%
出口退税	9,709	+21.2%
城市维护建设税	2,190	-7.4%
车辆购置税	1,086	-0.1%
印花税	1,505	-18.6%
证券交易印花税	439	-50.8%
资源税	1,221	-14.0%
土地和房地产相关税		
契税	2,326	-8.7%
房产税	2,086	+20.1%
城镇土地使用税	1,120	+12.7%
土地增值税	2,442	-5.3%
耕地占用税	642	+21.4%
环境保护税	111	+12.1%
其他	532	+3.4%
2024年1-5月全国税收收入	**80,462**	**-5.1%**

来源：财务部

在结束宏观经济分析更新后，我们转向到细分行业动态。该分析聚焦于我们私募股权业务重点关注行业：医疗健康、科技及消费。在以下部分中，鼎珮的私募团队将深入剖析对2024年第二季度的行业见解与趋势。

医疗健康行业

放射性药物：精准治疗的新前沿

Pluvicto: 前列腺癌治疗的颠覆性放射性药物

由诺华开发的突破性放射性药物Pluvicto在2023年迅速接近重磅药物地位（重磅药物指年销售额超10亿美元的药物），在上市的第一个完整年度实现了9.8亿美元的销售收入。Pluvicto于2022年3月获得美国FDA批准，专门用于针对前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 阳性及先前接受过治疗的转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC) 患者。诺华预计 Pluvicto 将在当前的适应症中稳步增长，峰值销售额将超过 20 亿美元。如果能在化疗前一线 mCRPC 领域中获得更多适应症批准，市场预计到 2028 年，Pluvicto的峰值销售额将达到 40 亿美元[1]。

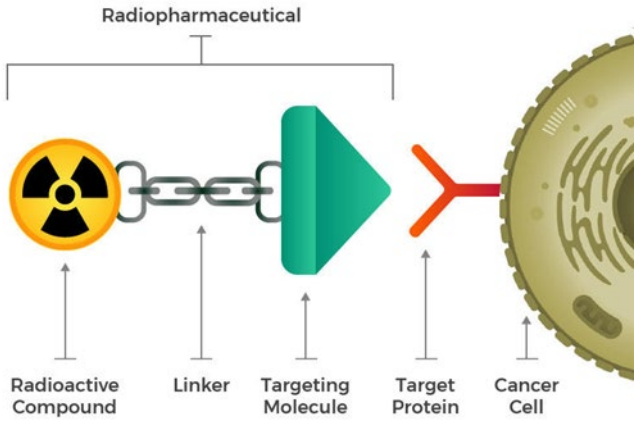
放射性药物领域的并购及风险投资

受到诺华成功的启发，各大制药企业纷纷收购放射性药物公司。礼来于2023年10月以14亿美元收购Point Bio，百时美施贵宝于2023年12月以41亿美元收购RayzeBio，阿斯利康于2024年3月对Fusion Pharmaceuticals投资高达24亿美元。在过去十年中，大型制药企业在放射性药物收购上投资了约150亿美元，而风险投资公司则在这一具有前景的领域投资了约15亿美元。

什么是放射性药物?

放射性药物的治疗方式类似于精确制导导弹，将辐射直接传送至癌细胞，从而最大限度地减少对健康细胞的损害。这种创新疗法属于一种叫做“疗诊合一”的疗法概念，是指将诊断生物标志物与特定目标的治疗剂配对，用于识别并治疗患病细胞或组织（如癌细胞）[2]。

图四：发射性药物应用



来源：美国国家癌症研究院

例如，在前列腺癌治疗中，医生首先使用一种名为gallium-68 PSMA（Locametz）的放射性药物来识别癌细胞。这种分子会发出少量辐射，通过 PET 扫描检测来帮助医生预览癌症扩散的位置。然后，使用另一种名为lutetium-177 PSMA（Pluvicto）的放射性药物来释放更强剂量的辐射以杀死癌细胞。

[1]Investor’s Business Daily: “Why Big Pharma Is Following Novartis’ Lead In A USD 25 Billion Market”
[2]美国放射学会: “Theranostics in Nuclear Medicine: Emerging and Reemerging Integrated Imaging and Therapies in the Era of Precision Oncology”

市场增速及潜力

全球放射性药物市场规模预计到2033年或将超过 320 亿美元。2023 年全球放射性药物的市场规模为 110 亿美元，预计年复合增长率为 11.5%。北美一直处于领先地位，预计到 2033 年其市场规模将增长至约 190 亿美元[3]。这一增长是由癌症和其他疾病发病率的增加以及医学成像和治疗技术的进步所推动的。

技术发展历程碑及行业创新

随着放射性药物的发展，该行业见证了针对各种疾病的众多治疗及诊断剂的出现，包括甲状腺疾病、血液疾病、骨转移和恶性肿瘤等。

2018 年是关键的一年，美国FDA批准了lutetium Lu 177-dotatate（Lutathera）用于治疗影响消化道的特定神经内分泌肿瘤 (NET)。相较于之前的任何药物，Lutathera 在减缓 NET 生长方面表现出了卓越的疗效[4]，预计到 2028 年其销售额或将达到 7.25 亿美元。

在此势头推动下，美国FDA 于 2022 年 3 月批准了 Pluvicto，用于治疗 PSMA 阳性 mCRPC 成年患者。在同一天，Locametz 也获得批准，成为患者选择放射性治疗使用的首个放射性诊断剂。

医学影像技术亦有长足进步，由早期平面影像及有限的治疗程序开始，至八十年代初心脏影像的惊人进展，再到引入了PET放射性药物及技术，以及SPECT/CT（单光子发射计算机断层扫描）及PET/CT（正电子发射断层扫描/计算机断层扫描）等混合技术的发展，医学影像的技术发展前景光明。

行业展望

1. 从诊断成像化合物中改造治疗剂

各种研究都致力于开发用于治疗不同类型癌症的放射性药物，包括黑色素瘤、肺癌、结直肠癌及白血病等。任何肿瘤，只要其细胞表面具有可靶向分子且血液供应充足，都可以使用放射性药物进行有效治疗。这些靶向分子被重新利用，不仅仅为了帮助疾病成像，更以提供有效的放射性化合物来摧毁癌细胞。不出所料，许多新的放射性药物都是从在核成像使用的现有化合物中改造而产生的[5]。

图片来源: Advanced Radiology

[3]Biospace: “US Nuclear Medicine Market Size to Hit USD 19bn by 2033”，发布于2024年5月
[4, 5]美国国家癌症研究院: “Radiopharmaceuticals: Radiation therapy enters the molecular age”，发布于2020年10月

2. 放射性药物的临床进展及应用推动了核医学影像扫描的需求

PET、SPECT 和闪烁显像等诊断程序利用放射性药物进行早期疾病检测，从而改进干预措施。除了诊断之外，放射性药物还是靶向放射性核素治疗不可或缺的一部分。靶向放射性核素治疗是一种将放射性物质精准传递到病变组织的方法。这种方法提高了治疗效果，同时最大限度地减少了对健康组织的损害，达到改善患者的治疗效果。数字 SPECT/CT 成像系统的最新技术进步有望比传统模拟系统提供更高质量的图像和更出色的诊断效率[6]。预计到 2030 年，SPECT 和 PET/CT 市场规模将分别达到约 30 亿美元[7]。

挑战重重，但行业前景广阔

放射性药物代表了精准治疗中具有潜力的新领域，可为一些最严重的疾病提供更有效和更有针对性的治疗。然而，缺乏能够实施放射性药物治疗的专业人员，并且放射性物质的供应也存在一定的挑战；鉴于确保这些材料的稳定供应对于满足日益增长的需求至关重要。

随着技术和研究的不断进步，这些创新疗法的前景仍然光明，有望为患者带来更好的治疗效果，开启癌症治疗的新纪元。

科技行业

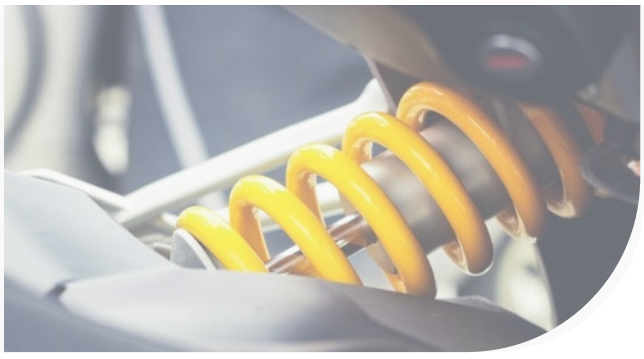
回顾2024年第一季度，中国一级市场出现“小阳春”，投资活跃度明显提高。从融资数据来看，2024年第一季度共发生1,390起投资事件，较上一季度增长了10%，同比增长14%；投资总额约2,291.72亿元，环比和同比均增长8%[8]。从科技行业细分赛道来看，投资最活跃的细分领域包括集成电路、新材料和新能源。其中，集成电路领域的投资事件最多，有153起。人民币基金逐步成为市场的主导力量，他们关注与国家战略、产业政策和技术突破密切相关的科技领域。此外，AIGC（人工智能生成内容）领域也表现活跃，2024年第一季度披露了36起融资事件，较上一季度增长28.6%[9]。

[6]GE医疗: “Advancing SPECT/CT with CZT digital detectors”, 发布于2022年4月; PR Newswire: “Spectrum Dynamics is proud to announce the installation of the VERITON-CT SPECT/CT imaging system at European Leading Cancer Center”, 发布于2024年3月
[7]Imaging Technology News, 发布于2024年1月; Verified Market Research 发布于2024年3月
[8,9]36氪: “2024 年 Q1 投资报告：VC/PE 们快醒醒，一级市场迎来小阳春”

在政策方面，2024年第二季度出现了明显的推动，围绕科技领域的“新质生产力”（指先进技术领域创新）、“耐心资本”（指长期投资）等术语开始频繁出现在政府文件中，并在政策层面得到强化。例如，国务院办公厅于2024年6月19日发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（简称“创投国六条”），从投资期限、投资方式、退出机制上全方位支持和引导科技领域的股权投资，积极培养“耐心资本”。中国证监会主席吴清近期宣布，证监会将推出“科创板八条”，深化科创板改革，支持科技创新和新质生产力发展。具体措施包括:

1) 强化科创板“硬科技”定位
2) 开展深化发行承销制度试点
3) 优化科创板上市公司股债融资制度
4) 更大力度支持并购重组
5) 完善股权激励制度
6) 完善交易机制
7) 防范市场风险
8) 加强科创板上市公司全链条监管

在2024年第二季度，科技行业延续了上一季度的表现，整体呈现出人民币基金主导、美元基金“偏安一隅”的态势。先进制造、半导体、新能源等具备“制造+落地”属性明显的项目是人民币基金的关注重点，而美元基金和部分老牌双币基金则继续关注AIGC赛道的机会。具体而言，我们的团队在行业覆盖过程中有以下几点体会:



汽车零部件行业

受主要汽车制造商之间的价格战影响，汽车零部件供应商面临较大的生存压力。然而，部分看似“传统”的一级/二级供应商生存空间良好。根本原因是核心市场壁垒是否已经建立并取得一定的商业进展。例如，技术门槛较高的辅助自动驾驶行业，却面临参与者众多和头部汽车制造商自研的挑战，导致行业内公司面临毛利率和账期的压力；而部分看似传统的零部件和解决方案，例如模具、零部件产品、汽车涂装/冲压/焊装解决方案提供商等，由于多年的资本支出、高性价比产品和丰富的生产经验，在毛利率和账期方面表现良好。许多供应商也在寻求海外扩张。

半导体行业

受国产替代需求推动，国产设备和材料类公司进入稳定增长期，并带动上游精密零部件行业持续增长。在部分设备（如蚀刻机、清洗设备）和材料（如光刻胶）领域，国产厂商已占有相当的市场份额并持续扩大；头部精密零部件厂商业绩持续增长，并维持20%以上的净利润率。我们认为设备、材料及相关精密零部件厂商成长逻辑清晰，但在部分子行业（例如半导体材料）中，需重点关注单一产品的市场天花板问题。

自动驾驶行业

面对技术范式的转变，“端到端”实测表现亮眼。“端到端”自动驾驶模型有可能重塑目前由“感知-规划-决策”方法主导的自动驾驶技术路径。从特斯拉FSD12自动驾驶软件表现来看，已经可以在部分城市场景下无需高精度地图亦可以实现和人类驾驶员相同甚至更好的表现。掌握持续数据源和技术能力的车企，更容易形成飞轮效应，建立持续的竞争壁垒。

泛先进制造行业

公司需平衡“落地性”和财务回报。因为具备明显的生产和可落地属性，该行业是国资和政府引导类基金的重点布局方向。目前，越来越多的公司，会在商业计划书中直接体现落地后给当地带来的潜在价值。但在实操层面，需要平衡估值、落地、企业发展等因素，因此金融机构和非金融机构的投资偏好也逐步出现分化。

人工智能相关细分赛道

大模型赛道

大模型公司已结束第一轮淘汰赛，初创公司和互联网大厂各自形成阵营，并已进入激烈降本/价格战阶段。从实际表现来看，中国的大模型能力与美国处同一梯队，但受英伟达高端AI芯片禁运影响，中国的大模型公司面临一定程度的高质量算力供给瓶颈。我们认为，中短期的投资机会在算力端和应用端，特别是AI算力中心、分布式以太网络、Chiplet和先进封装技术等算力层面的创新机会。

具身智能赛道

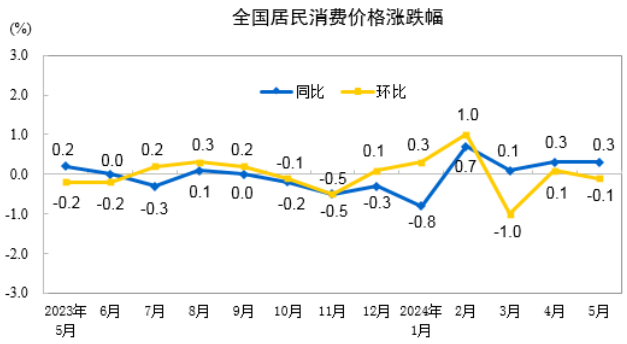
投资资本向领先的具身智能头部公司集中的趋势已逐渐获得市场共识。以我们近期关注项目“北京银河通用机器人”为例，该公司在2024年6月21日宣布完成了7亿人民币的天使轮融资，投资方阵容豪华且多元化，既有美团战投、北汽产投、商汤国香基金、讯飞基金等等战略及产业投资方；也有启明创投、蓝驰创投、经纬创投、源码资本、IDG资本等头部财务机构。

图片来源：GalaxyBot 线上招聘信息页面

消费行业

从经济基本面来看，中国居民消费需求低迷的问题在第二季度尚未得到实质性改善，这一现象反映在CPI（图五）、社会零售总额、居民新增贷款及存款等各个维度的经济数据中。为了改善国内需求和刺激通胀，政府部门在上半年实施了一系列政策措施，包括但不限于放松房地产限购限贷、上调公用事业收费标准等。然而，不论从实际数据，还是从逻辑推演，效果可能有限，甚至有机会对经济"软着陆"和内需复苏产生负面影响。相较于内需，出口则表现尚可，主要归功于全球制造业PMI回升、美国地产周期重启等因素驱动。然而，仍存在一定程度的"以价换量"现象，因此行业的可持续性需要进一步观察。

图五：中国消费者物价指数



来源：国家统计局，截至2024年5月

资本市场方面，中国私募股权对消费行业的投资仍处于低迷状态，主要原因来自退出预期的不明确。尽管中国存在大量具有规模、增长与盈利能力的优质消费类企业，但A股上市政策在经过2023年至今的多次规则调整与窗口指导后，对于上市企业的科技创新属性要求愈加严格，对于部分消费行业或商业模式的态度则更加谨慎，令大量消费类企业在A股上市的可行性显著降低。即便能通过行业属性的考验，更新后的A股上市政策对于企业信息披露、券商核查工作及审核责任追究均提出更高要求，对消费企业在A股上市意愿形成一定挑战。有部分消费类企业转去香港上市，然而海外投资者对于中国企业的投资热情在二级市场上仍未有实质性回升，导致上市前配售与上市后股价走势均承受较大压力。

当长期依赖的上市退出路径受阻后，很多私募股权基金在消费赛道探索新的投资与退出模式，比如投资端从少数股权投资转为并购+运营、退出端更加积极地寻求强制分红和并购退出的可行性。我们认为，投资端并购+运营的模式对基金规模、产业资源与经验提出了更高的要求，因此该方法仅适用于少数机构；强制分红从逻辑角度具有内在矛盾，在投融双方信息对称的情况下实践难度较高；尽管在部分消费领域，如美妆、香氛、服装和配饰中，并购退出相当常见，但本质上具有较强的随机性，不宜作为常规退出渠道。

对我们投资策略的影响

在上述背景下，我们的投资策略须兼顾公司基本面与退出渠道的长期确定性。在基本面角度，我们将继续在消费领域探索以下两个投资主题：

- 基于中国长期以来对“供给侧”优于“需求侧”的政策关注及地方政府债务问题带来的压力，我们认为政策端对居民消费需求带来实质性改善的影响有限。因此，内需疲软现象将成为未来三至五年的新常态，这意味着“理性化”及“性价比”的内需消费将成为长期确定性的投资主题。

- 长期内需不足将导致过剩供给寻求对外输出，为出口提供支撑。在此基础上，中国消费企业的产品能力和品牌实力将持续升级，再加上物流和支付系统等基础设施的改善，让中国企业在海外更具竞争力。然而，大势所趋的出海必将变得越来越竞争激烈，价格竞争将成为不可避免的挑战，这意味着具备强大产品力和品牌竞争力的企业在保持长期竞争力方面具有更强的确定性。

同时在退出渠道方面，我们认为整个行业与企业本身发展前景过硬是退出机会确定性的最佳保障。在此基础上，我们将寻找公司在技术层面具有强劲指标，如行业龙头、科技创新、经营合规、资本经营目标清晰、安全边际充足等。

邹舰明
合伙人，
私募股权部主管

伍兆威
合伙人，
医疗健康投资主管

宫彪
董事总经理，
科技及消费投资主管