VMS鼎珮

季度市场洞察

2024 年第三季度

目录

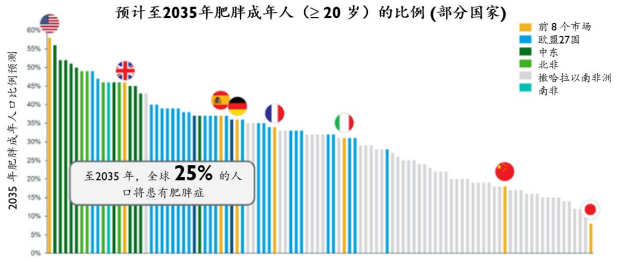
	页
医疗健康行业	3
科技行业	10
消费行业	13

医疗健康行业

减重药物：现状与未来

肥胖症是一种慢性疾病，主要以身体内过量脂肪积累导致的健康受损为特征。目前，全球已有超过 10 亿人深受肥胖症的困扰。预计到 2035 年， 25% 的成年人将出现超重或肥胖问题 (图一)。[1] 自 1990 年以来，全球肥胖率已增长 2 倍以上，其中儿童肥胖增长率尤为显著。随着人均寿命延长，特别是 50 岁以上人群在职场中的活跃度和寿命都较之前有所提升，肥胖症率的不断增长意味着人们将在更长的时间内承受肥胖症带来的相关疾病困扰。[2] 寿命的延长叠加肥胖率的上升，将会给全球医疗保健系统带来前所未有的经济压力。

图一: 全球肥胖全球肥胖症病发病率



来源：世界卫生组织，全球 BMI 指数标准

肥胖症病现况

世界卫生组织估计，肥胖症影响全球 GDP 约 2.4%。随着超重或肥胖成年人比例从 42%上升至 54%，预计到 2035 年，肥胖症对全球 GDP 的影响将上升至约 2.9%（美国约为 4%）。[3]

肥胖与超 200 种健康并发症有关。肥胖增加了多种代谢并发症的风险，包括 2 型糖尿病（T2D）、代谢功能障碍相关的脂肪肝疾病/非酒精性脂肪性肝病（MASLD，曾被称为 NASH）、心血管疾病、以及许多机械性并发症，如骨关节炎和阻塞性睡眠呼吸暂停。[4] 可以说，肥胖是一个公认的慢性疾病间接指标。

与肥胖症相关的慢性疾病，尤其是代谢紊乱，带来了巨大且不断增长的市场机会和相当大的未满足医疗需求。市场增长主要由新型高效的 GLP-1 药物所驱动，这类药物不仅被获批用于 2 型糖尿病（T2D）和减重，同时还能带来显著的心血管获益，导致患者需求激增，市场规模不断扩大。据预测，GLP-1 类药物市场规模有望在 2030 年达到 1,000 亿美元。

[1] Worldwide trends in underweight and obesity. The Lancet, Volume 403, Issue 10431, 1027 – 1050
[2] Worldobesity.org
[3] 《全球肥胖地图集》2023 年，2024 年
[4] Melson, E., Ashraf, U., Papamargaritis, D. et al. What is the pipeline for future medications for obesity?. Int J Obes (2024)

图二: 肥胖症相关的关键信息汇总

肥胖诊断标准

类别	身体质量指数 (kg/m²)		腰围 (cm)	
	世界卫生组织	中国	国际糖尿病联盟	中华医学会糖尿病学分会
超重	25.0~29.9	24.0~27.9	-	-
肥胖	≥30.0	≥28.0	-	-
向心性肥胖	-	-	男性：≥90.0 女性：≥80.0	男性：≥90.0 女性：≥85.0

注释：心腹型肥胖指的是病人体内的脂肪主要集中在心脏和腹部的一种肥胖类型。

风险因素

体重决定于能量摄入和消耗，并受到遗传、环境和心理社会等因素的影响。

- **遗传：**超重和肥胖具有家族遗传性
- **环境因素：**社会因素，如低社会经济地位、缺乏体育锻炼设施、接触到称为渗透原的化学物质
- **生活方式：**缺乏锻炼，不健康的饮食习惯，睡眠不足，以及高压力
- **年龄：**随着年龄的增长，不健康的体重增加所带来的风险也会提高
- **种族或民族：**在某些种族和民族少数群体中，超重和肥胖的现象非常普遍

成因

肥胖有多种成因。饮食和生活方式的显著变化导致了肥胖的日益普遍。

- 摄入更多高能量密度、富含脂肪和糖的食物
- 由于日益趋向久坐的工作性质、交通方式的变化以及城市化的加剧，体力活动水平逐渐降低。

并发症

与超重和肥胖相关的一些严重慢性疾病，包括心血管疾病(CVD)、糖尿病、肌肉骨骼失调症等。

- **增加了患心血管疾病的风险，尤其是高血脂**和心力衰竭
- 导致了糖尿病前期和2型糖尿病的形成
- 肥胖是阻塞性睡眠呼吸中止症的主要风险因素
- **癌症**，如子宫内膜癌、乳腺癌、卵巢癌、前列腺癌、肝癌、胆囊癌、肾癌等
- **骨关节炎**，这是一种影响人自由活动的退行性关节病。

来源: 世界卫生组织，美国国立卫生研究院，国际糖尿病联合会，中华糖尿病协会，CIC 灼识咨询

当前治疗方案及未满足的医疗需求

肥胖症的管理主要依靠于生活方式的改变，包括调整饮食、增加运动量及行为调整。这些干预措施不仅有助于减重，还能带来其他健康好处。然而，即便实施最严格的生活方式改变计划，平均也只能实现最多 10%的减重效果。持续减重效果的维持依旧面临挑战，研究显示，通过生活方式的改变达到的减重效果会在五年内恢复已减重量的约 80%。[5] 尽管生活方式的改变具有不可否认的重要性，但在长期维持减重方面的有效性依然有限，治疗肥胖症的医疗需求仍未得满足。

随着科学家对肠促胰素（entero-pancreatic hormones）在调节饮食、食欲和血糖方面的作用有了更深入的研究，推动了胰高血糖素样肽-1（GLP-1）受体激动剂（RA）作为安全有效的 2 型糖尿病和肥胖症治疗方法的开发。[6]激动剂是与受体结合并将其激活的药物。[7]随着 GLP-1 受体激动剂的引入，肥胖症治疗的前景发生了重大转变。在 GLP-1 药物商业化之前，治疗肥胖主要依赖效果有限且可能带来严重副作用的传统药物。随着越来越多的 GLP-1 受体激动剂的获批和商业化，全球（包括中国）肥胖患者的治疗标准正在被重新定义。

[5] KD, Kahan S. Maintenance of lost weight and long-term management of obesity. Med Clin North Am. 2018;102:183–97

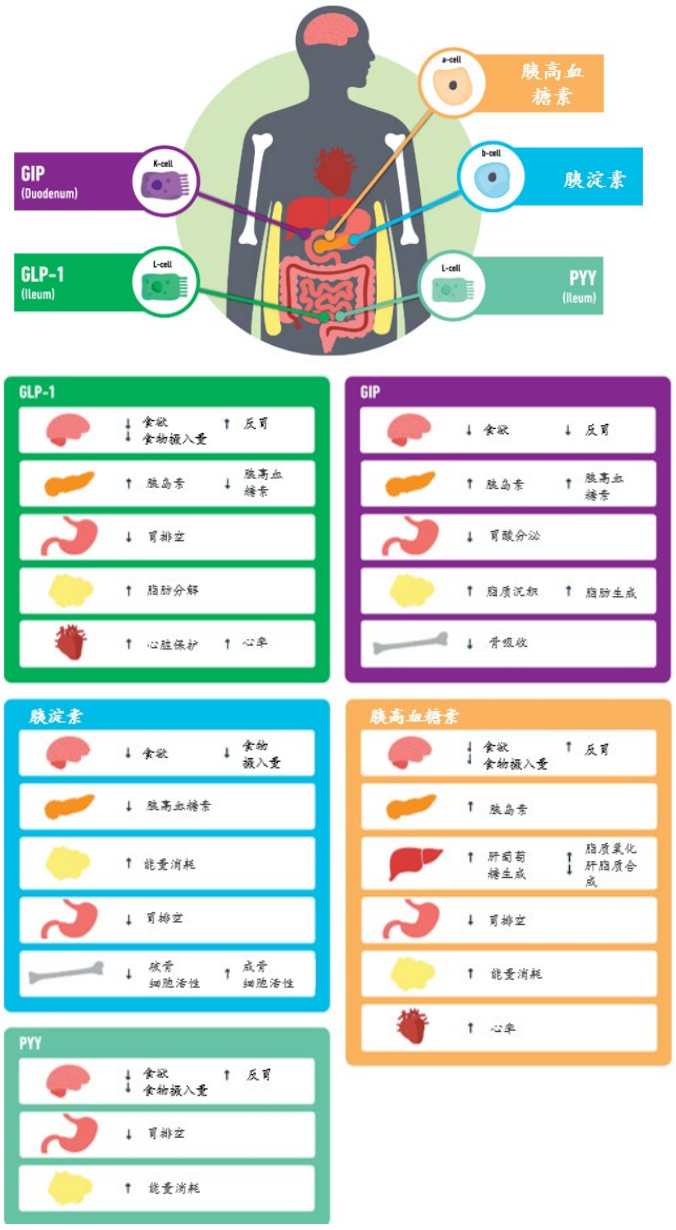
[6] Melson, E., Ashraf, U., Papamargaritis, D. et al. What is the pipeline for future medications for obesity?. Int J Obes (2024)

[7] Tocris

GLP-1 受体激动剂的引入显著改变了肥胖症治疗的方法，与传统药物相比，提供了更高的疗效和安全性。然而，患者对 GLP-1 受体激动剂的治疗效果存在个体差异。在类似的生活方式干预措施下，GLP-1 类药物对 2 型糖尿病患者的减重效果通常少于非糖尿病患者。[8] 此外，目前正式批准用于肥胖症治疗的 GLP-1 受体激动剂药物均为注射剂型，相比起口服药物，这种给药方式所带来的患者接受度及依从性相对较差。

口服 GLP-1 受体激动剂的开发致力于提升药物使用的便利性、患者接受度和依从性，进而在肥胖管理领域为患者提供更多选择。同时，多种基于肠胰激素的新药物疗法正处在开发过程中，旨在增强并补充 GLP-1 受体激动剂的疗效和作用机制，为肥胖症治疗带来更全面和有效的治疗方案。

图三：在研肥胖症药物中所使用的肠道激素的分泌机制及其主要作用



*胰高血糖素样肽-1，葡萄糖依赖性促胰岛素分泌多肽，肽 YY

来源：E. Melson et al., (2024).

[8] Melson E, Alexander A, Miras D, Papamargaritis D. Future therapies for obesity. Clinical Medicine. 2023;23:337–46

减重药物竞争格局–
当前局势及未来趋势

市场的领导者-诺和诺德与礼来持续保持领先地位。分析师预测，诺和诺德和礼来在肥胖症市场的合计份额将达到 84%，这反映了他们研发管线的实力和深度，以及公司在活性药物成分、灌装、临床开发及医保报销策略方面构建的经济护城河。[9]

礼来 Zepbound（替尔泊肽 2.5-15mg）- 迄今市场上最佳注射型 GLP-1 受体激动剂。Zepbound 的获批上市基于其 III 期临床试验，在该试验中，Zepbound 导致平均体重减轻 22.5%（约 52 磅），超过了目前市场上所有可用的减肥药物。在一项世界研究中，近 42 万名患者至少接受了 180 天的替尔泊肽、利拉鲁肽、度拉糖肽或注射型及口服司美格鲁肽的治疗，数据显示，接受了替尔泊肽治疗的患者比接受其他药物治疗的患者达到了更大程度的体重减轻。[10]

诺和诺德 Wegovy（司美格鲁肽：2.4mg）- 已证实对超重或肥胖的心脏病患者达到心血管获益，并显示出 73%的糖尿病发病风险降低。在公司开展的 SELECT 试验中，在 17,604 名 BMI 超过 27（超重或肥胖）且患有心血管疾病但未患糖尿病人群中，与安慰剂相比，接受 Wegovy 治疗的患者发生糖尿病的风险降低了 73%，同时 Wegovy 还将心脏病、中风及心脏病相关的死亡风险降低了 20%。人们相信“体重管理能够挽救生命”，SELECT 试验所揭露的仅是冰山一角，在驱动整体获益方面，除了单独的体重减轻外，更广泛的心血管代谢风险也降低了 37%（图四）。

图四：Wegovy SELECT 实验表明广泛的心血管代谢事件风险降低 37%

来源：诺和诺德 2024 资本市场汇报

[9] 摩根士丹利, Obesity Medication Ripple Effect, 2024 年 4 月

[10] 投资团队内部研究, Epi Research, 2024 年 3 月 14 日, Tirzepatide and Injectable Semaglutide Correlated with Greatest Weight Loss Among GLP-1 Medications

新型口服肥胖症治疗药物出现

新型口服和长效减重药物的开发有潜力突破当前治疗方法的局限性并彻底改变肥胖症的治疗格局（图表一）。

比如，礼来 orfoglipron（口服 GLP-1 受体激动剂）临床表现优异，有望成为潜在同类最佳（best-in-class）小分子口服减重药物：36 周减重 14.7%（优于同期司美格鲁肽），且无剂量限制。[11]目前礼来已启动关键性临床，并预计在 2025 年下半年获得初步数据。

诺和诺德继续从多肽角度开发口服 amycretin（口服胰淀素/GLP1 共激动剂）：最新的临床 1 期试验结果显示，参与者在 12 周后最多减重达到 13.1%，副作用与其他肠促胰岛素治疗相当。关于 amycretin 是否可能直接进入 III 期临床试验的决定，将在明年审查完一项正在进行的皮下制剂研究的数据后作出。[12]

对于具有创新性口服治疗选择的新兴早期生物制药公司，如 Structure Therapeutics、Sciwind Biosciences、Viking Therapeutics、恒瑞和 Eccogene/阿斯利康，他们能否在小分子领域达到或超过礼来设定的疗效基准，以及在多肽领域达到或超过诺和诺德建立的标准，仍有待观察。在口服小分子药物中，恒瑞的 HRS-7535 仅在服药 4 周后就达到了 4.4k 的体重减轻。[13]

图表一:早期口服减重药物研发公司

化合物	公司	类型	阶段	疗效和药物动力学	备注
PF-06882961	辉瑞制药	小分子 GLP1RA	临床II期	32周体重减轻范围为-8%至-13%，26周为-5%至-9.5%，在人体内活性低。	BID剂型导致高血压，BID剂型将不会进入临床III期。
PF-07081532	辉瑞制药	小分子 GLP1RA	临床I期	在人体内活性非常低，在大多数患者中观察到肝毒性。	由于严重的肝毒性，研究已中止
RGT-075	锐格医药（Regor）	小分子 GLP1RA	临床II期	半衰期在6.2至10.0小时之间。迄今为止，疗效数据未公开。	类似辉瑞的结构，在人体内活性低
HRS-7535	恒瑞制药/Suncadia	小分子 GLP1RA	临床II期	在MAD部分第29天（120mg），接受HRS-7535的参与者体重平均减少4.38公斤（6.63%），而安慰剂组为0.8公斤（1.18%）	类似辉瑞的结构
XW-014	先为达（Sciwind）	小分子 GLP1RA	临床I期	临床I期正在进行中，疗效数据尚未公开	类似辉瑞的结构，可能会引起体内活性低
GSBR-1290	硕迪生物（Structure Therapeutics）	小分子 GLP1RA	临床I期	实现了临床意义和统计学皆显著的安慰剂调整后平均体重减轻6.2%（p<0.0001）并在临床2a肥胖研究中达到6.9%	相对于诚益生物(Eccogene)，半衰期较短。高峰谷比
ECC5004	诚益生物（Eccogene）	小分子 GLP1RA	临床II期	临床II期试验正在进行中	良好的口服生物利用度，无心血管负担
HDM1002	华东医药	小分子 GLP1RA	临床I期	28天治疗后（100mg），体重减轻范围为4.9%-6.8%	观察到与胃肠相关的不良事件
VK2735	Viking Therapeutics	小分子 GLP1RA	临床II期	28天后，安慰剂调整后的体重减轻最多3.3%（从基线5.3%）	较低概率观察到与胃肠相关的不良事件

来源：公司资料及鼎珮内部研究

[11] 美国糖尿病学会 2023 年, 礼来公司关于口服 orforglipron 第二期数据的演讲

[12] Gasiorek et al. Safety, tolerability and weight reduction findings of oral amycretin: A novel amylin and glucagon-like peptide-1 receptor co-agonist, in a first-in-human study. 摘要于 EASD 2024 上发表；2024 年 9 月 10 日至 13 日

[13] 美国糖尿病学会 2024 年, 江苏恒瑞医药演讲

Structure Therapeutics 的口服小分子 GSBR-1290 显示出优异的药代动力学特性，并在 12 周的 2a 期肥胖症研究中实现了具有临床意义且统计学意义的平均体重减轻 6.2%。[14]

新一代联合靶点减重疗法的出现

尽管口服减重药物受到的关注度增加，但新一代多靶点减重药物有潜力为患者带来更好的疗效，例如：

- **诺和诺德 Cagrisema**（胰淀素类似物 cagrilintide 和 GLP-1 受体激动剂 semaglutide 的固定剂量组合）在糖尿病患者中的减重效果十分显著。在未控制饮食干预的情况下， 2.4mg Cagrisema 在 32 周减重达 15.6%，且减重速度达到了持续的快速下降。Cagrisema 显示出良好的耐受性特征，同时患者血压也有显著下降。我们预计三期试验的减重数据将于 2024 年第四季度公布。[15]

- **礼来三重激素受体激动剂 Retatrutide**（GIP/GLP-1/GCG）极有可能取代替尔泊肽，成为非糖尿病患者的首选新一代减重药物。最新的临床 II 期研究数据表明，Retatrutide 24 周平均减重高达 17.5%，48 周时达到 24.2%。Retatrutide 的安全性数据与其他肠促胰岛素的治疗结果相似，胃肠道副作用为最常见的不良反应。目前三期试验已经启动，预计结果将于 2025 年底公布。[16]

- **Zealand/BI 双受体激动剂 Survodutide**（Glucagon/GLP1）在减重治疗中效果优异，重点关注剂量调整和安全性。最新数据显示，使用该药物的患者体重减轻高达 18.7%，略低于礼来 Retatrutide 在 48 周时观察到的 22-24%，多达 40%的患者体重减轻超过 20%。然而，我们观察到高达 25%的患者中断治疗并退出试验，这引发了对剂量方案和安全性管理的问题。[17]

- **靶向 GLP-1/GLP 受体**，安进的 MariTide 和 Viking 的 VK2735 有潜力颠覆即将到来的新一代减重药物竞争格局，两者都展现出令人印象深刻的短期疗效。截止日前，MariTide 创下了 3 个月减重记录，在最高测试剂量（420mg）下，12 周平均体重减轻达 14.5%，且患者在 70 天维持了这一减重效果。我们预计安进将于 2024 年底公布其完整二期临床数据的长期减重

[14] Structure Therapeutics 新闻稿, 2024 年 6 月
[15] 诺和诺德，公司及美国糖尿病学会演讲，2024 年 6 月
[16] 礼来，公司及美国糖尿病学会演讲，2023 年 6 月
[17] BI/Zealand, 公司介绍

效果，及该药物安全性数据。[17] 至于 Viking，报告显示 13 周时安慰剂校正后的患者体重减轻了 13.1%。[18]

开发减肥药物的不仅仅局限于北美或欧洲公司。中国市场也出现了几家关键企业：在新一代联合靶点减重药物中，**信达生物**凭借其 Mazdutide（GLP1/GCGR）成为国内的领跑者。在中国人群中，4mg 和 6mg 的 Mazdutide 分别实现了 10.97%和 13.38%的体重减轻。在 48 周时，超过半数（50.6%）接受高剂量 Mazdutide 治疗的患者报告体重减轻至少 15%，同时还观察到了该药物对心血管和肾功能的改善。[19] 我们预计 Mazdutide 将在 2025 年上半年获得中国药监局的批准。**恒瑞医药** HRS9531（GLP-1/GLP）双激动剂在 24 周时 6.0mg 组观察到 16.8%的体重减轻。此外，HRS9531 在降低血压、改善血糖控制和降低甘油三酯水平方面表现优于安慰剂。[20] **先为达生物** ecnoglutide（XW003）在 26 周时观察到患者体重减轻 14.7%，同比之下利拉鲁肽的体重减轻为 8.8%。[21]

采用新型治疗模式的潜在治疗手段正在开发，包括新兴的 siRNA 平台，以 Alnylam 的 ALN-KNK 为代表。ALN-KNK 通过公司 siRNA 平台的独特性展现出长效治疗的优势，给药间隔可达 3-6 个月。[22] 我们预计，其临床 I 期概念验证数据将在 2024 年下半年公布，此数据将披露其耐受性和安全性特性。目前还有超越传统肠-胰腺通路的大分子开发手段，如 Bimagrumab。由 Versanis Bio 开发的 Bimagrumab 是一种刺激 ActRII 的人源化单克隆抗体，其展现出的差异化减重机制潜力吸引了礼来的注意，后者于 2023 年 7 月以 19 亿美元收购了 Versanis Bio。Bimagrumab 通过同时靶向脂肪组织和肌肉质量，希望改善更有利于患者的去脂体重/脂肪比（lean-to-fat ratio）比例，尤其是与司美格鲁肽等肠促胰素结合使用时。[23] 目前，该药物正在进行二期试验。最后，Ascendis 的 TransCon 平台通过延长给药间隔来优化药物疗效。我们预计 TransCon 的 GLP-1 可能在 2024 年提交新药研究申请（IND）。[24]

[18] Viking, 公司介绍, 2024 年第一季度
[19] 美国糖尿病学会, Innovent 演讲, 2024 年 6 月
[20] 美国糖尿病学会 2024 年, 江苏恒瑞医药演讲
[21] 79-LB, 755-P, 756-P, 美国糖尿病学会 2023 年演讲, Sciwind Biosciences
[22] Alynlam 公司介绍
[23] Heymsfield SB, Coleman LA, Miller R, Rooks DS, Laurent D, Petricoul O, et al. Effect of bimagrumab vs. placebo on body fat mass among adults with type 2 diabetes and obesity: a phase 2 randomized clinical trial. JAMA Netw Open. 2021;4:e2033457–e2033457.
[24] Ascendis Pharma, 公司官网

图五：即将公布的新一代减重药物重要事件以及数据读出

来源：公司资料及鼎珮内部研究

减重药物的开发已进入一个新时代，不再局限于单一的 GLP-1 受体激动剂疗法，而是扩展到下一代的多靶点联合治疗时代。礼来的 GIP/GLP-1RA 双重激动剂替尔泊肽（Zepbound）已成为减重治疗领域中首个获批的双重激动剂。目前，众多双重甚至三重激动剂正处于临床 III 期试验中，为肥胖症患者提供更多样化的治疗选择。与此同时，口服小分子药物的出现与开发能够解决当前治疗方式所存在的未满足需求，极有可能改变当下以及未来的竞争格局。此外，siRNA 等前沿疗法在未来有望给肥胖症患者提供更持久的解决方案。

行业分析师预测，到 2030 年，全球肥胖症药物市场将达到 1,050 亿美元，诺和诺德和礼来将维持其行业领先地位。在我们看来，对于行业中希望达到或超越礼来与诺和诺德所建立标杆的公司来说，未来减重药物的研发应侧重于以下几个关键方面：1）开发口服制剂和长效注射剂型，以优化疗效和提高患者依从性为主，同时减轻如恶心和胃肠道不适等不良反应；2）肥胖症与其他健康并发症息息相关，下一代减重药物需要达到除减重以外的其他基础疾病风险减低并为患者带来其他健康获益；3）实现高质量的减重效果是关键，市场领先玩家已经强调并专注于在减少脂肪含量的同时保持患者的肌肉质量。

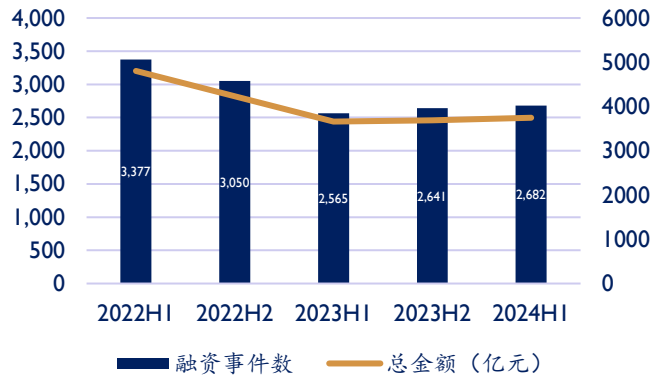
随着肥胖症治疗领域的持续发展，其治疗模式正在发生转变，下一代创新疗法和多靶点结合药物的不断演变开创了减重药物的下一个新时代。

科技行业

2024 年上半年，中国一级市场呈现略微回暖趋势（图六）；总共发生 2,682 起融资事件，同比增长 4.56%，估算总投资额约为 3,746 亿元，同比增长 2.35%。[25]从细分赛道来看（占比以融资金额计算）：

1) 先进制造业占比持续提升，达到 39.04%（去年同期 35.98%），主要集中在集成电路、新能源、新材料等领域，侧面反映了人民币基金主导的投资诉求。
2) 企业服务占比略有回升，从去年同期的 8.07%提升至 9.66%。
3) 人工智能呈现出降温迹象，占比从去年的 11.70%降至 8.58%。

图六: 中国一级市场股权投资交易数量级金额 (H1 2022 - H1 2024)



来源：IT 桔子，截至 2024 年 7 月 8 日

政策方面，2024 年第三季度持续加强。上海在 2024 年 7 月发布的《关于进一步发挥资本市场作用促进本市科创企业高质量发展的实施意见》（后简称“意见”）对如何扶持科创企业在科创板上市 给出了具体的指引。意见的重点包括：

- **明确重点行业：**重点培育和储备集成电路、人工智能、生物医药等重点产业的拟上市企业；优先支持"硬科技"企业科创板上市
- **支持并购重组：**鼓励开展产业并购重组，支持龙头企业整合产业链资源
- **贯彻税收优惠：**做好融资激励安排，落实高新技术企业税收优惠等措施
- **强调 ESG 和出海布局：**支持上市公司绿色低碳发展和全球业务拓展

[25] https://www.199it.com/archives/1708387.html

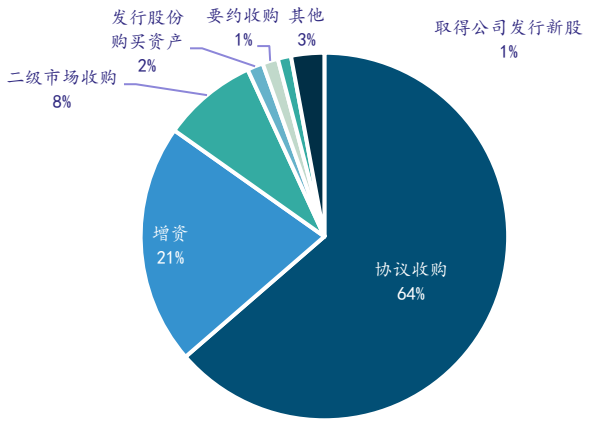
2024 年第三季度，科技行业依旧整体呈现人民币基金主导、美元基金“偏安一隅”的态势。先进制造、半导体、新能源等“制造+落地”属性明显的项目是人民币基金的重点覆盖方向，而美元基金和部分传统双币基金则持续关注 AIGC 赛道以及出海机会。相较于第二季度，鼎珮的 PE 团队在第三季度的行业覆盖中有以下新的发现和感受：

并购整合类交易机会显著增加，主要由两大因素推动：

1) 国内 IPO 持续收紧，叠加国内经济整体持续承压，导致公司业绩增长乏力，部分创始人的“上市执念”显著减弱。在预期上市市值较小的情况下，考虑到最终的上市难度，创始人对并购类交易机会已逐步持开放态度（图七）。

2) 海外并购机会增加（尤其是欧洲的制造类企业）。受美国加息影响和“家族企业传承”问题的扰动，部分高负债率的海外制造类企业面临经营困难，出现大量破产重组机会。大部分潜在标的的资产质量和客户积累良好，具有明显的收购价值。国内财团通过利用较低成本的资金和国内的产能优势，实现财务投资者、地方政府和被收购企业的多方共赢。但这类交易机会要求控盘方具备强大的产业整合和落地能力，各方正在积极探索经验

图七: H1 2024 中国并购市场并购方式（按金额）

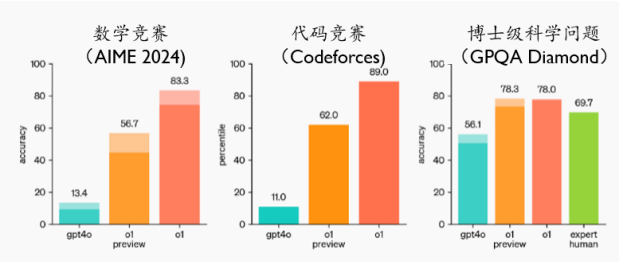


来源：Wind

大模型行业持续出现新范式

尽管 GPT5 模型尚未发布，但 GPT-o1 模型在复杂推理领域持续实现突破（图八）。相较于 GPT-4o 模型，o1 系列在复杂推理任务上表现出色，尤其在科学、编程和数学等领域。o1 系列模型会花费更多时间“思考”问题，尝试不同的解题策略，并能意识到自己的错误。逐步推理、迭代优化答案的整体思维范式更类似于人类在面对复杂和未知问题时所表现出的推理能力。随着推理成本的降低，我们预计在接下来的 12-24 个月内，AI Agent 将在某些 to B 行业内率先展示出更好的产品市场契合度 (PMF, Product-Market Fit)，并逐步向 to C 领域扩展，再次掀起现象级的范式转移浪潮。

图八：GPT 大模型性能比较



来源：OpenAI

“硬卡替”行业有望迎来潜在 IPO 红利期

A 股有望为“卡脖子”硬科技型企业开辟 IPO 绿色通道，实现"即送即审、审过即发"。但“卡脖子”企业的 IPO 标准可能设置较高，潜在标准包括：1）企业需要承担过重大专项或被美国列入制裁清单；2）研发人员数量不少于 150 人（高于科创板 10%的要求）；3）需满足上市财务指标、鼓励类产业、硬科技赛道等其他条件。

企业服务赛道逐渐回归理性，出海初见成效

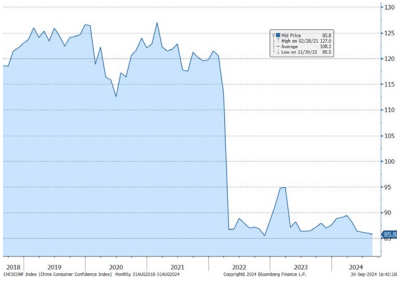
在一级市场融资难度骤增的现状下，绝大部分企业服务初创公司开始聚焦主业、降本增效，完全摒弃之前通过烧钱换市场的做法，并且通过子公司或海外合作伙伴，积极开拓欧洲、东南亚、以及北美的市场机会。其中一些从成立初期就面向全球市场的基础软件类公司，也展现出了不弱于美国标杆公司的产品和商务能力。

总之，我们看到中国的科技行业从企业端到政府端的政策和战略方向均有转型。各类企业优先聚焦主业的健康发展并积极探索并购机会，而不盲目扩大市场份额。地方政府也不断出台实施新的支持政策，鼓励硬科技等重点行业的公司上市。在过去几个月里，我们看到科技行业的整体投资活动略有改善，而上文提到的都是重要的趋势。

消费行业

2024年三季度，中国居民内需疲软、消费意愿收缩的趋势仍未改善。反映在以下几个关键经济指标：GDP平减指数连续五个季度为负、社会消费品零售总额边际增速递减、消费者信心指数持续低迷（图九）、职工基本医疗保险缴费金额同比显著下降、城镇调查16~24岁劳动力失业率飙升、乘用车销量增速持续下滑、中秋节假日旅游量价表现持续分化趋势……同时，房价的持续下跌和A股市场的低迷，也进一步削弱了居民资产的财富效应及预期。

图九: 消费者信心指数 (2018年8月至2024年8月)



来源：国家统计局，彭博

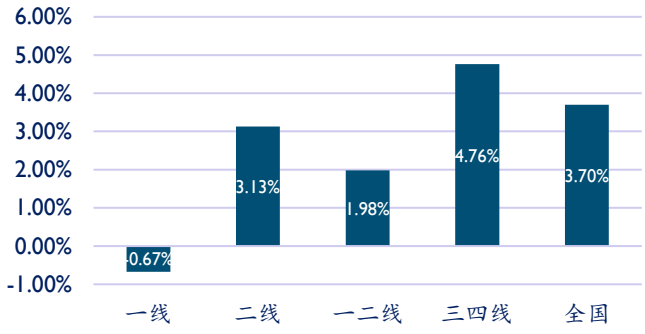
深入到不同层级城市，我们看到一线城市的问题尤为突出（图十）：北京市上半年限额以上[26]餐饮业营业收入同比下降3%，利润总额同比下降近90%，而餐饮配送及外卖送餐服务平均从业人数同比增长50%；上海发改委对人大上半年国民经济和社会发展计划执行情况的报告中，明确指出“上半年上海市消费市场表现弱于全国”，并存在大宗消费下滑、餐饮营业额下降、高端消费外流等挑战[27]；广州市报备网约车数量、注册驾驶员数量提升，但订单量与日均应收下降。

相比之下，三、四线及以下城市的社零数据表现好于一、二线城市，主要由于三、四线城市人口变动较小、收入增速较高、居民杠杆率低、收入与就业预期稳定、消费供给端资源下沉等因素。然而，我们也不能对三、四线及以下城市的消费前景报以单纯的乐观预期，因为其社零增速总体仍处于稳定下滑趋势。

[26] 限额以上：指的是达到批、零、住、餐行业统计限额标准以上：批发业年主营业务收入达到2000万元以上、零售业年主营业务收入达到500万元以上、住宿和餐饮业年主营业务收入达到200万元以上的单位。

[27] https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-08-21/doc-inckmmvv9113977.shtml

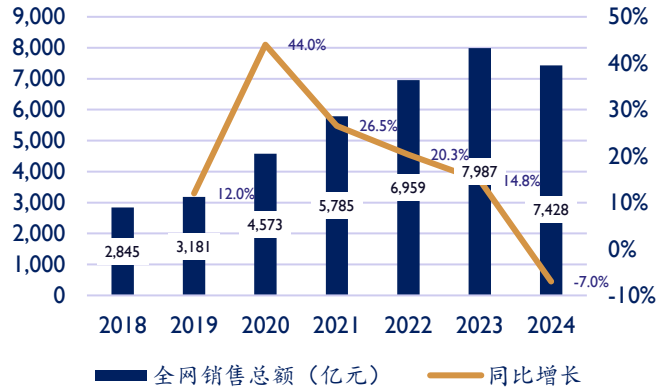
图十：H1 2024 个能级城市增速



来源：Wind, 华创证券计算

主流互联网平台的数据表现与战略调整也能提供侧面印证：美团外卖（3690.HK）于二季度将经营目标第一优先级从追求 GMV 转向订单量增长，以试图改善客单价持续下滑的趋势；“618”网购节全网销售总额首次出现负增长（图十一）；拼多多（PDD.O）二季度业绩表现不及预期，且管理层对未来增长及盈利能力的可持续性表达明确悲观态度；抖音电商增速于二季度开始放缓等等。鉴于 2024 年第二季度表现不佳，这些公司从 2024 年第三季度起开始调整策略。

图十一：618 全网销售总额级同比增速 (2018-2024)



来源：星图资料

当前，中国经济的通缩状态已成为广泛共识，对其通过有效政策改善的紧迫性也引起官方日益重视。根据摩根士丹利近期与北京相关政策制定者和智库交流后撰写的报告，决策层已开始打破之前的路径依赖，即主要通过投资端和供给端来应对经济下行，现在则可能通过强化和完善社会保障福利来促进消费，特别是针对底层收入群体。[28] 我们对于政策思路的改善表示肯定，并对长期政策效果报以谨慎乐观的期待。但基于对决策信息来源、决策链条效率、执行力度与速度等变量的观察经验，并结合当前通缩已进入恶性循环进程，我们认为不宜对中短期政策效果过度乐观。

28 http://www.aastocks.com/en/mobile/news.aspx?newsid=NOW.1383464&newssource=AAFN#:~:text=Morgan%20Stanley%20commented%20in%20its,which%20indicated%20that%20the%20authorities

在考虑以上的趋势中，从一个投资策略方面，我们依然看好上前季度提出的两条主线：

- **“理性化”、“性价比”的内需消费：**基于前文所述，我们观察到居民消费低迷的趋势短期仍未出现改善信号，且对政策效果不宜盲目乐观；
- **产品力、品牌力过硬的出海企业：**三季度出口金额表现仍体现韧性，显著好于内需数据。在此基础上，美联储进入降息周期且首次降息幅度高于市场预期，有助美国经济实现“软着陆”，对中国出口形成重要支撑，不过同时也要考虑到人民币较美元升值对该利好因素的抵消效应。此外，美国总统大选导致的潜在贸易政策变化（包括当前正在计划取消 800 美元“最低限度豁免”政策）是所有出海企业需高度重视的潜在系统风险。

作者

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