

## 策略研究

## 掘金“科特估”

## ——策略联合行业专题报告

## 要点

## 我国科技产业估值重塑在即

“科特估”顺应政策对于新质生产力的支持。发展新质生产力是当前政策对于国内经济方向的重要指引，而“科特估”就是资本市场对于新质生产力的重要支持。“科特估”可以理解为“科技特色估值”。当前全球不断推进的人工智能、大数据、量子科技等智能化为核心的第四次工业革命进程，国内政策对于新质生产力的发展也有持续支持，对我国高科技企业的估值体系进行重塑，建立新的高科技企业的投资理念，对我国科技企业以及资本市场的发展都具有必要性。

国内科技产业当前整体估值明显低于海外，中期来看存在显著的重估空间。当前来看，无论是PS估值，还是PB估值，我国科技板块均明显低于美国科技板块。由于国内科技产业发展成熟度低于美国，这种估值的倒挂并非正常现象。海外制裁扰动下对未来发展的担忧或是造成低估的主要因素。增量资金缺乏导致的存量博弈可能是另一个影响因素。

“科特估”核心产业方向可以分为自主可控、前沿科技以及高端制造三类。针对不同产业的发展阶段我们将新质生产力产业为三类，分别是自主可控（对关键产业链已有一定把控，技术突破可能性高，以半导体为代表）、前沿科技（还未实现完整技术路径，未来前景有待探索，以人工智能为代表）以及高端制造（技术已较为成熟，具备先发优势，以新能源为代表）。

## “科特估”主线下有哪些投资机会？

**电子：**电子是新质生产力重中之重，大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持。看好半导体和AI未来趋势。

**通信：**通信涉及芯片众多，是半导体产业链的重要下游应用之一，重点关注通信芯片国产化。

**计算机：**看好计算机板块迎来阶段性反弹，建议从传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设关注相关投资机会。

**汽车：**以智促变培育新质生产力，板块估值有望向上修复。整车方面，看好具备算法全栈自研能力、以及存在2B+2C端新车上量预期的整车厂；零部件方面，看好线控底盘+人形机器人两条主线。

**电新：**锂电行业是“科特估”的重要代表。我国锂电行业全球竞争力强，宁德时代全球市占率保持第一。电池技术不断创新，尚有较大迭代空间。

**机械：**关注人形机器人与工业母机。人形机器人是新质生产力的重要载体，行业加速发展，空间广阔；工业母机为国之重器，新质生产力重要的安全资产。

**医药：**生物医药是“科特估”的重要组成部分之一，创新药与创新器械有望成为强劲主线。

**石化化工：**加快发展新质生产力，关注半导体材料、OLED材料及COC/COP。

**风险分析：**政策推进不及预期；我国科技发展速度与预期不符；全球科技进展有超预期变化；经济复苏不及预期；资金偏好发生明显变化。

## 作者

## 分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001  
021-52523806  
zhangys@ebsecn.com

## 分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002  
021-52523849  
kailiu@ebsecn.com

## 分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005  
021-52523856  
shiql@ebsecn.com

## 分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004  
010-58452063  
yinzs@ebsecn.com

## 分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002  
021-52523852  
niyj@ebsecn.com

## 分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005  
0755-23915357  
huangshuaibin@ebsecn.com

## 分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001  
021-52523851  
chenjianing@ebsecn.com

## 分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004  
021-52523867  
wangmingrui@ebsecn.com

## 分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005  
010-57378026  
zhaond@ebsecn.com

# 目 录

<b>1、“科特估”的政策背景</b>	<b>6</b>
1.1 “科特估”顺应政策对于新质生产力发展的要求	6
1.2 当前国内科技产业的发展前景	7
1.3 国内科技产业整体估值与海外相比仍有差距	9
<b>2、从政策看“科特估”相关的产业方向</b>	<b>13</b>
2.1 自主可控：发展势在必行	13
2.2 前沿科技：技术持续升级	14
2.3 高端制造：已具先发优势	16
<b>3、电子：看好 AI 和半导体未来趋势</b>	<b>18</b>
3.1 新质生产力重中之重，大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持	18
3.2 半导体及 AI 重点公司估值情况	20
3.3 投资建议：看好半导体和 AI 未来趋势	21
<b>4、通信：重点关注通信国产替代</b>	<b>23</b>
4.1 新质生产力重中之重，重点关注通信芯片国产化	23
4.2 通信行业重点公司估值情况	25
4.3 投资建议：看好 AI、高分红投资主线	25
<b>5、计算机：看好计算机板块迎来阶段性反弹</b>	<b>27</b>
5.1 紧抓新质生产力本质，关注传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设三大方面	27
5.2 AI 及智能制造重点公司估值情况	28
5.3 投资建议：看好计算机板块迎来阶段性反弹	30
<b>6、汽车智能化——加速培育新质生产力</b>	<b>32</b>
6.1 以智促变培育新质生产力，板块估值有望向上修复	32
6.2 投资建议	32
6.2.1 小鹏汽车 (XPEV.N)	33
6.2.2 伯特利 (603596.SH)	34
6.2.3 耐世特 (1316.HK)	35
6.2.4 拓普集团 (601689.SH)	36
<b>7、锂电行业引领优势制造</b>	<b>38</b>
7.1 锂电行业引领中国优势制造，需求放缓及海外政策扰动压制估值	38
7.2 宁德时代：强者恒强，CATL inside 开启新成长	39
<b>8、机械行业：人形机器人与工业母机</b>	<b>42</b>
8.1 人形机器人：新质生产力的重要载体	42
8.2 工业母机：国之重器，新质生产力重要的安全资产	45
<b>9、医药行业：创新药与创新器械有望成为强劲主线</b>	<b>50</b>
9.1 创新药：政策大力支持创新发展，高临床价值产品将持续获得优势	50
9.1.1 恒瑞医药：中国创新药龙头企业，把握转型再拾增长势态	51
9.1.2 荣昌生物：核心品种商业化稳步推进，创新药梯队持续完善	53
9.2 创新器械：医学影像、科学仪器等硬科技崛起	54
9.2.1 联影医疗：医学影像设备国产龙头，撬动千亿进口主导市场	56
<b>10、石化化工：加快发展新质生产力，关注半导体材料、OLED 材料及 COC/COP</b>	<b>58</b>
10.1 大基金三期成立，半导体材料行业景气有望上行	58
10.2 国内大厂陆续规划 8.6 代线，OLED 需求快速扩增利好材料龙头	59
10.3 COC/COP 材料：高端光学材料潜力新星，光学及医疗领域应用前景广阔	62
<b>11、风险分析</b>	<b>65</b>

## 图目录

图 1: 我国科技竞争实力目前处于第二梯队 .....	8
图 2: 我国研发支出占 GDP 比重在持续抬升.....	8
图 3: 我国全要素生产率与美国的差距也呈现缩小趋势 .....	8
图 4: 2020-2050 年中国和美国科技强国指数发展预测.....	9
图 5: 我国高新技术产业产值逐年持续抬升 .....	9
图 6: 科创 50 的 PS 估值当前显著低于纳斯达克 100 .....	10
图 7: 科创 50 的 PB 估值近几年也明显低于纳斯达克 100.....	10
图 8: 公募基金近两年发行较为低迷 .....	10
图 9: 北上资金 23 年以来的流入情况较为波动.....	10
图 10: 近几年美股科技板块融资热情抬升明显.....	11
图 11: 大基金三期于 2024 年 5 月 24 日成立.....	11
图 12: 国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》主要内容 .....	11
图 13: 近几个季度 IPO 对股市资金的分流明显减少 .....	12
图 14: 近几个季度企业增发对股市资金的分流同样减少 .....	12
图 15: “科特估”核心产业方向可以分为三类 .....	13
图 16: 大基金三期股东情况 .....	14
图 17: 全球半导体收入预测 .....	14
图 18: 我国算力规模占比全球领先 .....	15
图 19: 2017-2024 年全球工业机器人销售额及增长率 .....	16
图 20: 2017-2024 年中国工业机器人销售额及增长率 .....	16
图 21: 我国新能源发电占比稳步提升.....	17
图 22: 近年新能源车产销快速增长 .....	17
图 23: 新能源车与光伏出口稳步增长.....	17
图 24: 台积电各季度收入构成（按应用场景；单位：百万新台币） .....	19
图 25: 全球 4 大通信主设备商 2018~2023 年运营商网络相关业务收入（单位：亿元） .....	23
图 26: 通信设备中的核心芯片 .....	23
图 27: 2018/1/2-2024/6/11 中信 A 股汽车指数 PE (TTM) .....	32
图 28: 2018/1/2-2024/6/11 中信二级乘用车指数 PE (TTM) .....	33
图 29: 2018/1/2-2024/6/11 中信二级零部件指数 PE (TTM) .....	33
图 30: 动力电池技术持续创新 .....	38
图 31: 2023 年全球动力电池装车市场份额 .....	38
图 32: 电池技术仍在不断创新，有较大迭代空间 .....	38
图 33: 锂电池指数(884039.WI) PE-Band.....	39
图 34: 宁德时代 ROE 拆分 .....	40
图 35: 宁德时代 EBITDA 分项结构.....	40
图 36: 宁德时代 PE-Band .....	40
图 37: 相关板块股价涨跌幅 .....	42
图 38: 人形机器人产业链一览 .....	43
图 39: 国内机床行业竞争结构 .....	45

图 40: 中国机床国产化率.....	46
图 41: 中国金属切削机床数控化率 .....	46
图 42: 全球机床产值 .....	46
图 43: 2022 年全球机床生产情况.....	47
图 44: 全球机床产值国家和地区前十.....	47
图 45: 2022 年全球机床消费情况.....	47
图 46: 全球机床消费国家和地区前十.....	47
图 47: 数控机床上下游 .....	48
图 48: 我国金属切削机床出口增速 .....	48
图 49: 2024 年 4 月日本机床对华订单同比+3% .....	48
图 50: 公司近年来收入利润情况 (2019~2023) .....	52
图 51: 公司近年来净利润和现金流情况 (2019~2023) .....	52
图 52: 公司单季度收入利润情况 (2022Q1~2024Q1) .....	52
图 53: 公司近年来应收款项与存货情况 (2022Q1~2024Q1) .....	52
图 54: 中国基因测序下游应用市场规模变化 (2019-2026) .....	55
图 55: 中国临床质谱检测服务市场规模 (亿元, 2015-2030E) .....	55
图 56: 全球半导体销售额.....	59
图 57: 亚太地区半导体销售额 .....	59
图 58: 双栈串联 OLED 架构示意图.....	60
图 59: 液晶电视面板价格走势 (美元/片) .....	61
图 60: 2023 年全球 AMOLED 智能手机面板出货量占比 .....	61
图 61: 中信面板行业指数成分股单季度营收同比增长率 (%) .....	62
图 62: COC 和 COP 的微观结构不同 .....	63
图 63: COC/COP 下游应用领域.....	63
图 64: 2021 年中国 COC/COP 下游行业应用占比 .....	63

## 表目录

表 1: 中央对“新质生产力”的相关表态 .....	7
表 2: 政策对于科技产业的发展高度重视 .....	9
表 3: 半导体行业 2024Q1 归母净利润增速排名 .....	19
表 4: 半导体行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	20
表 5: AI 领域重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	21
表 6: 通信子行业 2024Q1 归母净利润增速排名 (单位: 亿元, %) .....	25
表 7: 通信行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	25
表 8: 计算机分板块 2023 年及 2024 年一季度收入和利润增速 .....	27
表 9: “传统产业改造”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	28
表 10: “AI 为代表的新兴产业培育”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	29
表 11: “未来产业建设”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值 .....	30
表 12: 汽车板块推荐公司盈利预测、估值与评级 .....	33
表 13: 小鹏汽车盈利预测与估值 .....	34
表 14: 伯特利公司盈利预测与估值 .....	35
表 15: 耐世特盈利预测与估值 .....	36
表 16: 拓普集团盈利预测与估值 .....	37
表 17: 宁德时代盈利预测与估值简表 .....	41
表 18: 相关标的估值表 .....	42
表 19: 特斯拉 Optimus 价值量拆解 .....	44
表 20: 人形机器人各环节市场空间测算 .....	44
表 21: 恒瑞医药盈利预测与估值简表 .....	53
表 22: 荣昌生物盈利预测与估值简表 .....	54
表 23: 联影医疗盈利预测与估值简表 .....	57
表 24: 全球主要 COC/COP 生产企业产能 (截至 2023 年 6 月) .....	64
表 25: 阿科力年产 2 万吨聚醚胺、3 万吨光学材料 (环烯烃单体及聚合物) 项目规划情况 .....	64

# 1、“科特估”的政策背景

## 1.1 “科特估”顺应政策对于新质生产力发展的要求

“科特估”可以理解为“科技特色估值”，旨在对我国高科技企业估值体系进行重塑。当前全球正处在以人工智能、大数据、量子科技等智能化为核心的第四次工业革命进程中，伴随我国科技实力快速发展与增强，对我国高科技企业的估值体系进行重塑，建立新的高科技企业的投资理念，对我国科技企业以及资本市场的发展都具有必要性。

**“科特估”顺应政策对于新质生产力发展的要求。**新质生产力指代表新技术、创造新价值、适应新产业、重塑新动能的新型生产力。2023年9月，习近平总书记在黑龙江考察以及主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会时首次提出“新质生产力”，指出“整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业，加快形成新质生产力；积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。”2023年12月，中央经济工作会议再次提出“要以科技创新推动产业创新，发展新质生产力，实施制造业重点产业链高质量发展行动，提升产业链供应链韧性和安全水平”。

**两会将新质生产力列为十大工作任务之首，金融支持科技产业政策频发。**今年的《政府工作报告》再次提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道，开展“人工智能+”行动。4月12日，证监会主席吴清表示“推动资本市场高质量发展，有利于促进科技、产业和资本高水平循环，完善现代化产业体系，推动发展新质生产力”。4月19日，证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，优化资源配置，更大力度支持科技企业高水平发展，后续金融市场支持科技产业发展政策仍然值得期待。

**“科特估”有望引领国内科技股重估。**在当前全球科技竞争格局之下，我国高科技行业发展迫在眉睫，与海外龙头科技公司相比，我国科技企业的技术与估值仍存在较大的提升空间。伴随新质生产力政策的持续推进与加码，我国硬核科技股有望迎来一波估值重塑。

表 1: 中央对“新质生产力”的相关表态

时间	出处/文件	内容表述/政策/部署
2023/9/7	新时代推动东北全面振兴座谈会	“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。”
2023/12/11	中央经济工作会议	中央经济工作会议提出，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2024/1/18	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	到 2025 年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。全面布局未来产业。把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展。
2024/1/30	国家金融监督管理总局 2024 年工作会议	精准高效服务经济社会发展，统筹做好“五篇大文章”，更好服务新质生产力发展和现代化产业体系建设，着力支持扩大有效需求，持续增强普惠金融服务能力，切实提升金融消保工作质效。
2024/1/31	第十一次集体学习	中共中央总书记习近平在主持学习时强调，“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，必须继续做好创新这篇大文章，推动新质生产力加快发展”。
2024/2/2	国务院国资委	近期部署 2024 年投资工作，推动国资央企聚焦主责主业、发展实体经济，积极扩大有效投资，优化投资布局结构，其中加快布局培育新质生产力是着力重点之一。
2024/2/17	国家开发银行	国家开发银行发挥中长期融资优势，围绕服务以科技创新引领现代化产业体系建设，2023 年发放先进制造业及战略性新兴产业贷款 5518 亿元，重点支持了新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源汽车、节能环保、新能源、生物医药等领域发展，助力加快发展新质生产力。
2024/3/5	《政府工作报告》	《政府工作报告》提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展“人工智能+”行动。
2024/4/27	证监会就贯彻落实新“国九条”推动新质生产力发展开展专题调研	市场各参与方和证监会系统单位要以贯彻落实新“国九条”为契机，坚守资本市场工作的政治性、人民性，提升专业性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，坚持市场化法治化方向，尊重规律，尊重规则，持续深化资本市场改革，推动股票发行注册制改革持续推进、走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展。
2024/6/1	《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》	发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。

资料来源：中国政府网，新华社等，光大证券研究所整理

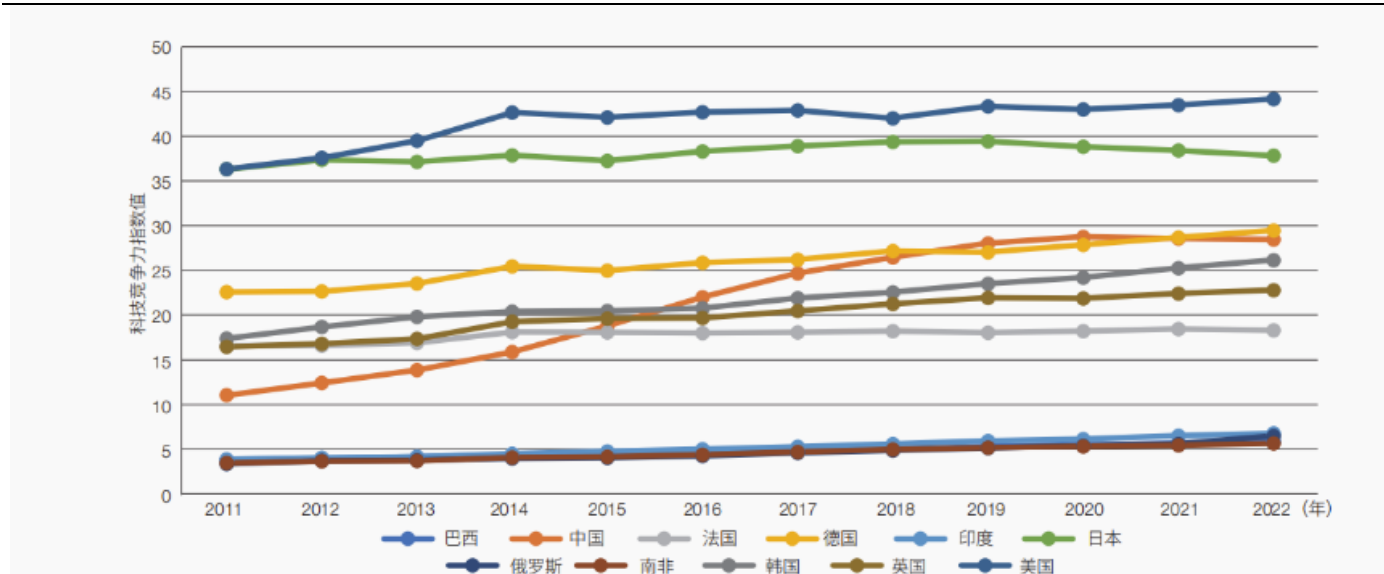
## 1.2 当前国内科技产业的发展前景

与美、日等科技领先国家相比，我国科技产业发展目前存在一定差距。与科技领先国家相比，我国目前仍然存在一定的差距。参考《国家科技竞争力测度、演进与国际比较》<sup>1</sup>，截至 2022 年，美、日科技竞争力远远强于其它国家，位于第一梯队，而我国与德国、韩国相当，目前正处于第二梯队。

不过我国科技产业也在不断追赶，经过多年发展，科技竞争力已经从第二梯队末位跻身梯队前列。尽管与部分发达国家相比，我国科技产业发展存在差距，但是我国也在不断进行追赶，例如研发支出投入强度持续在加大，全要素生产率也在持续抬升。经过多年的发展，我国科技竞争力提升十分明显，已经从第二梯队末位跻身到了第二梯队前列。

<sup>1</sup> 陈凯华,温馨,张超.国家科技竞争力测度、演进与国际比较[J].中国科学院院刊,2024,39(01):163-175.DOI:10.16418/j.issn.1000-3045.20230317001.

图 1：我国科技竞争实力目前处于第二梯队

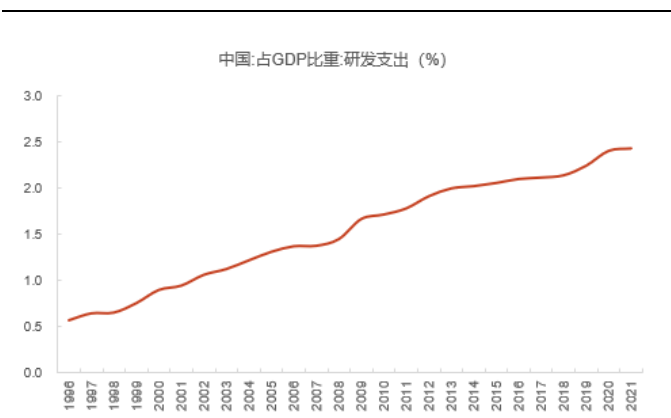


资料来源：《国家科技竞争力测度、演进与国际比较》(陈凯华, 温馨, 张超), 光大证券研究所

**政策对于科技产业的发展也高度重视。**科技强国始终是政策关注的重点方向之一，包括“十四五”规划、23 年底的中央经济工作会议、24 年的政府工作报告等，都强调了科技创新的重要性并做出了相应规划。此外，在融资端，政策也在积极发力，例如，证监会发布《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》、国家大基金三期也于近期成立。

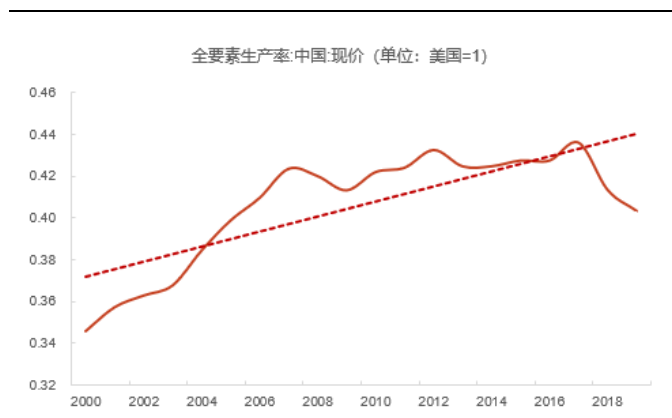
**未来我国科技产业有望持续壮大，并成为支撑国内经济增长的重要动力。**截至 2021 年，我国高新技术企业工业产值占 GDP 的比重已经超过 40%。未来随着政策的持续发力以及我国科学技术的不断进步，我国科技产业有望持续壮大，与美国的差距预计也将会逐渐缩小，并成为支撑国内经济增长的重要动力。

图 2：我国研发支出占 GDP 比重在持续抬升



资料来源：wind, 光大证券研究所

图 3：我国全要素生产率与美国的差距也呈现缩小趋势



资料来源：Wind, 光大证券研究所。数据截至 2019 年

表 2：政策对于科技产业的发展高度重视

政策或会议	时间	主要内容
国家大基金三期成立	2024/5/24	国家大基金三期注册资本 3440 亿元，由 19 位发起人发起，具体包括财政部、国开金融有限责任公司、上海国盛(集团)有限公司、中国工商银行股份有限公司等
证监会《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	2024/4/19	集中力量支持重大科技攻关、完善科技型企业股权激励、深入推进发行监管转型、优化科技型企业上市融资环境等
政府工作报告	2024/3/5	李强总理在作政府工作报告时强调“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”
中央经济工作会议	2023/12/12	以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力等
“十四五”规划	2021/3/12	制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能

资料来源：中国政府网，澎湃新闻等，光大证券研究所整理

图 4：2020-2050 年中国和美国科技强国指数发展预测

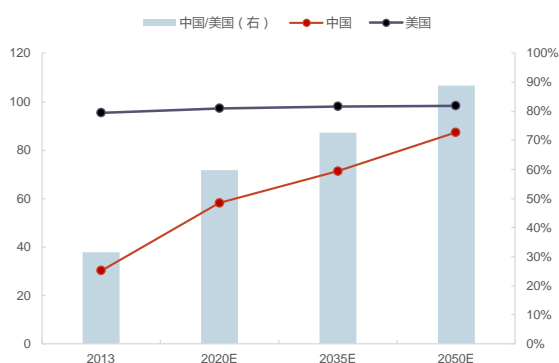
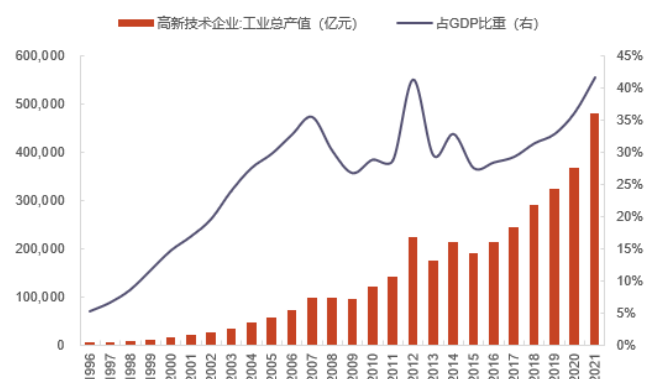
资料来源：《科技强国评价指标体系构建及初步分析》<sup>2</sup>预测，光大证券研究所

图 5：我国高新技术产业产值逐年持续抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.3 国内科技产业整体估值与海外相比仍有差距

国内科技产业当前整体估值明显低于海外，尤其是 PB 估值，甚至远低于纳斯达克 100 指数长期中枢。2021 年之前，两国科技股的估值差异并不大，我国科技股的 PS 估值甚至还明显高于美国科技股。不过当前来看，无论是 PS 估值，还是 PB 估值，我国科技板块均明显低于美国科技板块。截至 2024 年 6 月 12 日，科创 50 的 PS (TTM) 估值为 3.3 倍、PB (LF) 估值为 3.3 倍，创业板指的 PS (TTM) 估值为 2.7 倍、PB (LF) 估值为 3.5 倍，纳斯达克 100 指数的 PS (TTM) 估值为 5.2 倍、PB (LF) 估值为 7.9 倍。

由于国内科技产业发展成熟度低于美国，这种估值的倒挂并非正常现象。科技产业自身成长性较大，在发展的初期，市场通常愿意给予较高的估值，而随着发展成熟度逐渐提高，估值反而会逐渐下降。相比于美国而言，我国的科技产业发展成熟度相对较低，理论上成长潜力更大，估值应该高于美国科技股，但实际情况并非如此，这并非是一种正常的现象。

海外制裁扰动下对未来发展的担忧或是造成低估的主要因素。近几年，美国等国家对于我国的科技制裁和封锁在持续进行，以遏制我国科技产业的发展。在海外制裁的扰动下，投资者或许会对我国科技产业未来的发展前景产生一定担忧，这也使得市场在科技产业的估值方面会较为保守，因此近几年国内科技产业的估值明显低于海外。

<sup>2</sup> 沈艳波,王崑声,马雪梅,等.科技强国评价指标体系构建及初步分析[J].中国科学院院刊,2020,35(05):593-601.DOI:10.16418/j.issn.1000-3045.20200414003.

增量资金缺乏导致的存量博弈可能是另一个影响因素。除了海外制裁的扰动外，资金面的因素可能也是我国科技产业估值偏低的原因之一。从近几年的情况来看，偏股型基金在经历了 20 年及 21 年的发行大年后，整体发行情况较为低迷，北上资金 2023 年以来整体流入情况也较为波动。在存量博弈的背景下，其它板块可能会对科技板块的资金形成分流，这也会对科技板块的估值造成一定影响。

此外，股市融资端结构的变化或许也会对科技板块估值产生影响。当投资者对于某一板块较为偏好时，该板块相关的公司将会更容易在资本市场上成功融资，直观体现便是该板块在股市中的融资占比出现抬升，这也意味着相关个股估值在股市中更容易抬升。从中美两国股市的融资情况来看，国内 TMT 板块近几年的融资占比相对较为稳定，而美股科技板块近几年的占比则出现了明显抬升。两国融资端结构的变化或许也是科技板块估值分化的原因之一。

图 6：科创 50 的 PS 估值当前显著低于纳斯达克 100

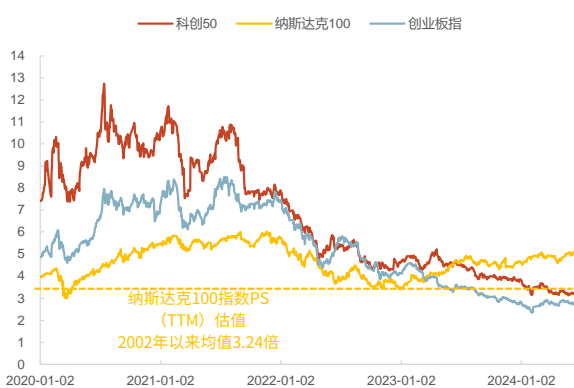


图 7：科创 50 的 PB 估值近几年也明显低于纳斯达克 100



图 8：公募基金近两年发行较为低迷

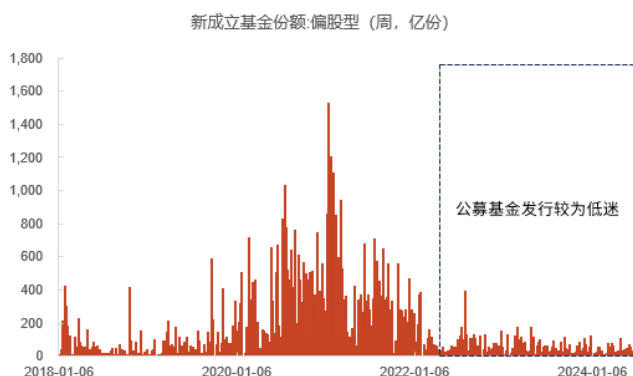
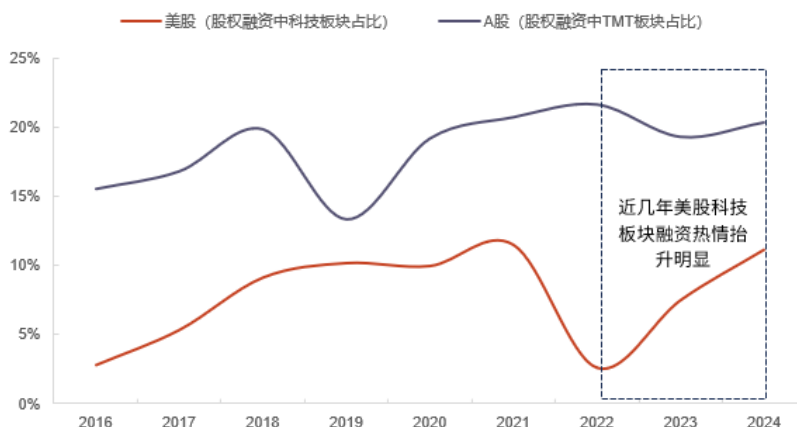


图 9：北上资金 23 年以来的流入情况较为波动



图 10: 近几年美股科技板块融资热情抬升明显



资料来源: wind, 光大证券研究所。2024 年数据截至 2024 年 6 月 12 日

展望未来, 我国科技产业估值在“科特估”概念催化下或将逐渐得到重塑。

一方面, 政策高度重视, 叠加自主可控持续突破, 海外制裁的影响将会逐渐弱化。如前文所述, 政策对于科技产业始终高度支持, 我国科技产业在自主可控方面也在持续取得突破, 可以预见, 海外制裁对于我国科技产业的影响将会逐渐弱化, 这意味着我国科技产业估值未来有望逐渐回归正常化。而大基金三期的成立, 或许会成为科技产业估值回归的重要催化因素。

另一方面, 资本市场高质量发展的趋势下, 资金面也将持续好转, 科技板块融资占比也有望抬升。政策端当前对于资本市场高质量发展高度重视, 资本市场的资金面已经出现了明显改善, 近几个季度 IPO 及企业增发对于股市资金的分流已经出现了明显减少。而在 4 月 12 日, 国务院更是出台了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》, 即“新国九条”, 在“新国九条”公布后, 相关的配套政策也在持续出台。在资本市场高质量发展的背景下, 预计市场资金面也将会持续好转, 科技板块融资占比也有望抬升。

图 11: 大基金三期于 2024 年 5 月 24 日成立



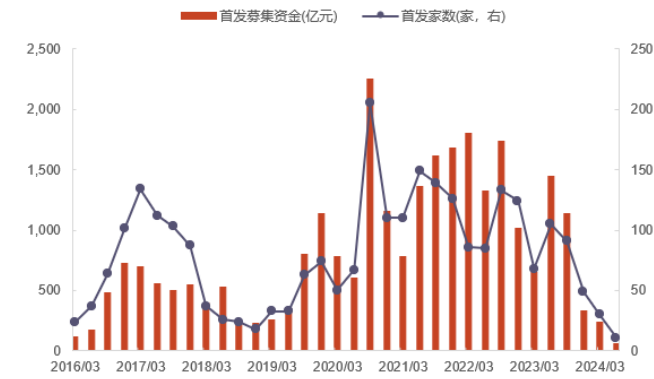
资料来源: 国家企业信用信息公示系统, 光大证券研究所

图 12: 国务院《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》主要内容

主要举措	对应内容
总体要求	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神, 贯彻新发展理念, 紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场
严把发行上市准入关	进一步完善发行上市制度 强化发行上市主体责任 加大发行承销监管力度
严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管 全面完善减持规则体系 强化上市公司现金分红监管 推动上市公司提升投资价值
加大退市监管力度	深化退市制度改革, 加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局
加强证券基金机构监管, 推动行业回归本源、做优做强	推动证券基金机构高质量发展 积极培育良好的行业文化和投资文化
加强交易监管, 增强资本市场内在稳定性	促进市场平稳运行 加强交易监管 健全预期管理机制
大力推动中长期资金入市, 持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态, 完善适配长期投资的基础制度, 构建支持“长钱长投”的数据体系 优化保险资金权益投资环境, 落实并完善国有保险公司绩效评价的办法, 更好鼓励开展长期权益投资 着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章
进一步全面深化改革开放, 更好服务高质量发展	完善多层次资本市场体系 坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	推动加强资本市场法治建设, 大幅提升违法违规成本 加大对证券期货违法违规的联合打击力度 深化央地、部际协调联动 打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

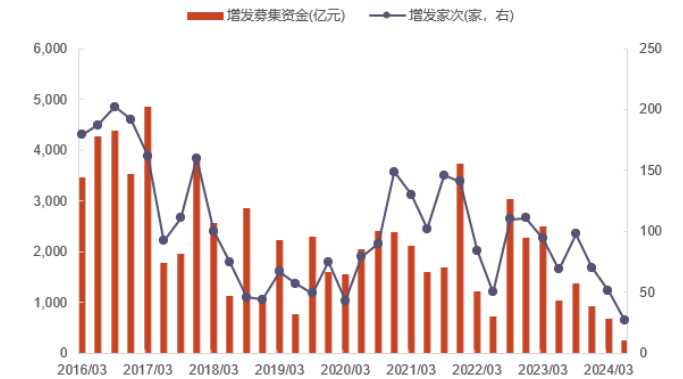
资料来源: 中国政府网站, 光大证券研究所整理

图 13: 近几个季度 IPO 对股市资金的分流明显减少



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据频率为季度, 截至 2024 年 6 月 12 日

图 14: 近几个季度企业增发对股市资金的分流同样减少

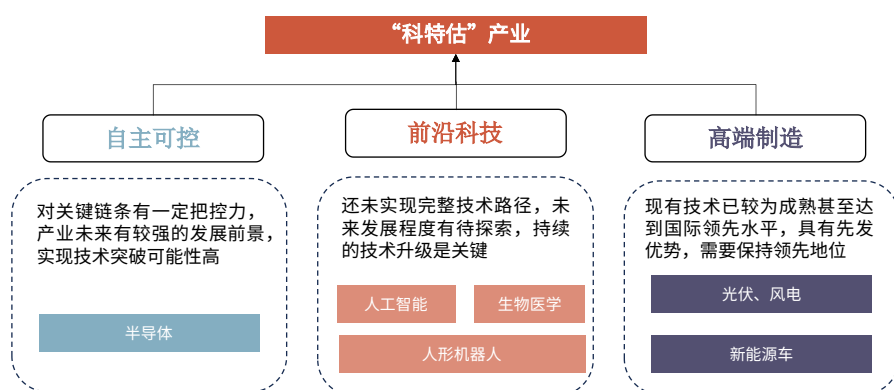


资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据频率为季度, 截至 2024 年 6 月 12 日

## 2、从政策看“科特估”相关的产业方向

“科特估”核心产业方向可以分为自主可控、前沿科技以及高端制造三类。根据2023年8月22日工业和信息化部联合科技部、国家能源局、国家标准委印发的《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035年）》，新质生产力相关的产业方向包括新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造、未来显示、未来网络等。针对不同产业的发展阶段我们将其分为三类，分别是自主可控（对关键产业链已有一定把控，技术突破可能性高）、前沿科技（还未实现完整技术路径，未来发展程度有待探索，持续的技术升级是关键）以及高端制造（现有技术已较为成熟甚至达到国际领先水平，具有先发优势，需要保持领先地位）。

图 15：“科特估”核心产业方向可以分为三类



资料来源：光大证券研究所绘制

### 2.1 自主可控：发展势在必行

自主可控产业主要包括半导体设备与材料、信创、卫星通信元器件等，是我国技术升级的要点行业。我国对于自主可控产业的关键链条有一定的把控力，同时产业未来有较强的发展前景，实现技术突破可能性高，通过技术的深化使我国的国际竞争力逐步提升，是势在必行的发展方向。自主可控产业主要包括半导体设备与材料、信创、卫星通信元器件等，既是我国技术升级的要点产业，也是新一代信息技术的发展基础。

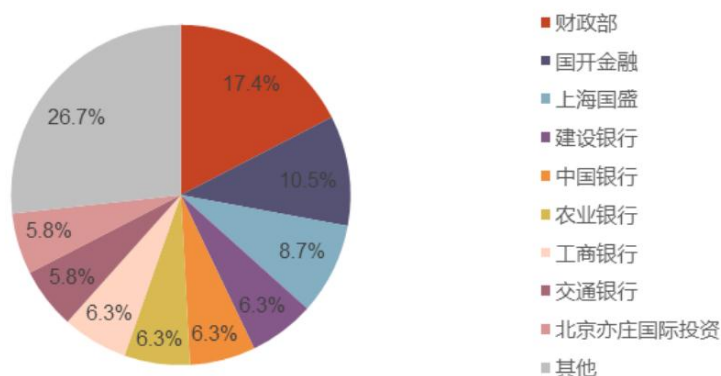
半导体产业发展不仅驱动我国经济增长，更与国家安全密切相关。在全球数字化革命加速推进的背景下，半导体作为实现数字化转型不可或缺的物理载体，其应用几乎遍及各个行业部门，不仅是未来驱动经济增长的重要引擎，更是与国家安全密切相关的战略性产品。因此，加快推动我国在半导体细分领域的技术深化，构筑具有国际竞争力的专业分工优势，增强我国在全球半导体供应链中的平衡能力，是我国半导体产业持续自主可控的关键。

政策给予我国半导体产业实际资金支持，助力“卡脖子”技术突破。政策从实际的资金上扶持半导体产业发展，我国自2014年起相继推出了三期集成电路产业大基金，合计投入9897亿元资金。今年5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立，由财政部、国开金融有限责任公司等19位发起人发起，注册资本3440亿元人民币，高于大基金一期（987.2亿元，以晶圆代工、封装测试领域为主）、二期（2041.5亿元，以半导体设备和材料领域为主）的

总和。在大基金三期资金的进一步推动下，国内半导体行业相关企业将有望获得充足资金进行产品研发、验证、导入，实现半导体“卡脖子”技术的突破。

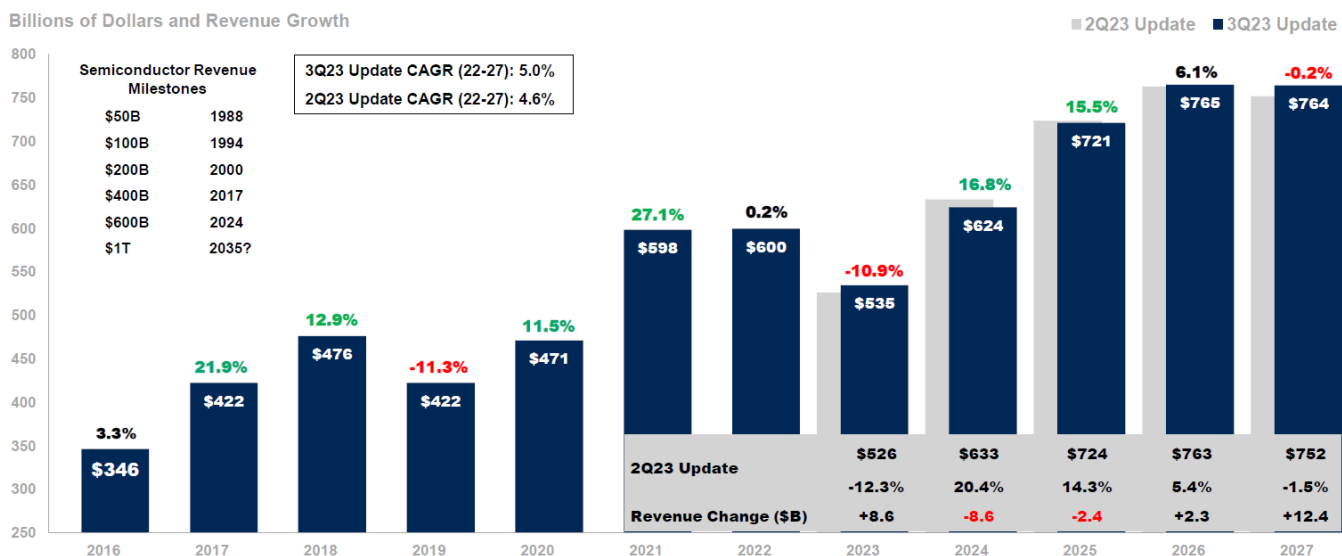
**2024 年全球半导体销售有望迎来复苏，未来销售预期改善可观。**根据 Gartner 数据，2023 年全球半导体销售收入为 5350 亿美元，同比下降 10.9%；2024 年全球半导体销售收入有望迎来复苏，Gartner 预计 2024 年全球半导体收入为 6240 亿美元，同比增长 16.8%。伴随全球半导体产业复苏，我国半导体产业也有望加速突破。

图 16：大基金三期股东情况



资料来源：企查查，光大证券研究所整理

图 17：全球半导体收入预测



资料来源：Gartner 2023Q3 预测 注：2023—2027 年为 Gartner 2023Q3 预测

## 2.2 前沿科技：技术持续升级

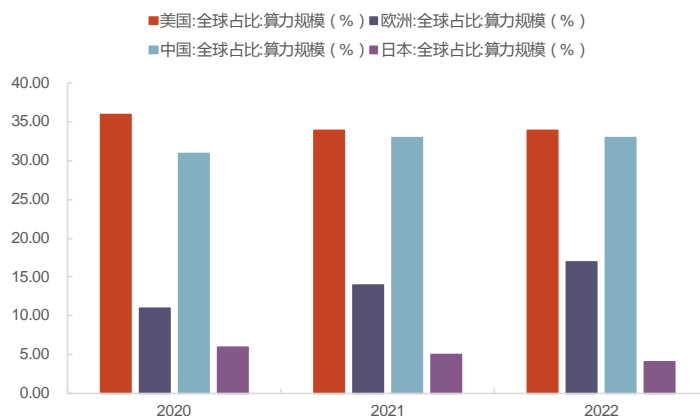
前沿科技产业主要包括人工智能、生物医学以及人形机器人等，技术持续升级是关键。前沿科技产业主要指我国还未实现完整技术路径的产业，未来发展程度有

待探索，需要保持持续的技术升级，典型行业主要包括未来产业中的人工智能、生物医学以及人形机器人、脑机显示、未来显示等。

**AI 浪潮下，全球信息技术产业技术突破不断涌现。**在当前以新一代信息技术引领的技术和产业革命的背景下，以 ChatGPT 为代表的人工智能技术为抓手，凭借 AI 大模型良好的通用性和泛化性，产业整体具有较强的研发意愿和创新效应。今年以来 AI 大模型技术研发快速迭代，2 月 OpenAI 发布全新文生视频模型 Sora，4 月 Meta 正式发布了开源大模型 Llama 3，5 月 OpenAI 又推出新一代旗舰 AI 模型——GPT-4o。而国内的角度，截至今年 4 月底国内共推出了约 305 个大模型，伴随 AI 浪潮的高速发展，我国人工智能产业也有望快速实现技术突破。

**伴随 AI 技术快速迭代，我国算力产业有望持续收益。**人工智能核心要素中，我国算力规模持续壮大，2022 年我国算力规模已位居世界前列，全球占比超过 30%，仅次于美国。未来伴随人工智能进一步带动相关产业链发展，促进数字经济和实体经济融合，我国 AI 相关产业也有望高速发展。

**图 18：我国算力规模占比全球领先**



资料来源：Wind，光大证券研究所

**全球机器人市场规模持续增长。**根据中国电子学会组织编写的《中国机器人产业发展报告（2022 年）》：预计到 2024 年全球机器人市场规模将有望突破 650 亿美元，同比增长 12%；其中 2024 年工业机器人市场达 230 亿美元，同比增长 10%；服务机器人市场达 290 亿美元，同比增长 16%；特种机器人市场达 140 亿美元，同比增长 16.7%。

**我国重视人形机器人产业的发展，为人形机器人产业的创新和成长提供了良好的环境。**2023 年 11 月，工业和信息化部印发的《人形机器人创新发展指导意见》提出了相关战略部署，到 2025 年，人形机器人创新体系将初步建立，整机产品达到国际先进水平；到 2027 年，人形机器人技术创新能力显著提升，综合实力达到世界先进水平。

**国产人形机器人研发进展快速，硬件层面拥有全球竞争力。**国产人形机器人进展较快，不断优化硬件以及提升智能化水平，一方面接入机器人模型，模仿&学习驱动下 AI 智能化进度较快，动作执行的准确度、连续性均在持续进步；另一方面，硬件能力不断提升，可选配多自由度的灵巧手，可触达应用场景更多。2024 年是人形机器人发展的加速之年，技术升级、产品训练测试及产业链验证会持续出现。

图 19：2017-2024 年全球工业机器人销售额及增长率



资料来源：IFR，中国电子学会；单位：亿美元

图 20：2017-2024 年中国工业机器人销售额及增长率



资料来源：IFR，中国电子学会；单位：亿美元

**生物医药产业是我国生物经济首要发展领域。**2022 年 5 月，经国务院批准，国家发展改革委发布《“十四五”生物经济发展规划》，将面向人民生命健康的生物医药产业作为生物经济首要发展领域。当前我国生物产业还处在技术推动产业发展的起步上升阶段，未来生物产业在经济中的占比有望持续扩大。

**生物医学产业技术持续实现突破，加速迈入成长期。**我国生物医药产业体系完备、规模持续扩大，拥有覆盖生物药、化学药、中药、医疗器械、兽用药、医用辅料等门类的产业体系。2012 至 2022 年，我国累计有 112 个创新药、189 个创新医疗器械产品获批上市，填补了相关治疗领域国内空白。未来借助生物技术加速演进、生命健康需求快速增长的关键机遇，有望进一步推动生物医学产业成为促进经济发展的重要力量。

## 2.3 高端制造：已具先发优势

**我国高端制造产业已具先发优势，新能源行业是典型案例。**高端制造产业主要指我国现有技术已经较为成熟甚至达到国际领先水平，已经具有较强的先发优势，未来需要持续保持领先地位，同时通过出海为经济贡献新的增长点，主要包括新能源、新材料、高端装备等产业。

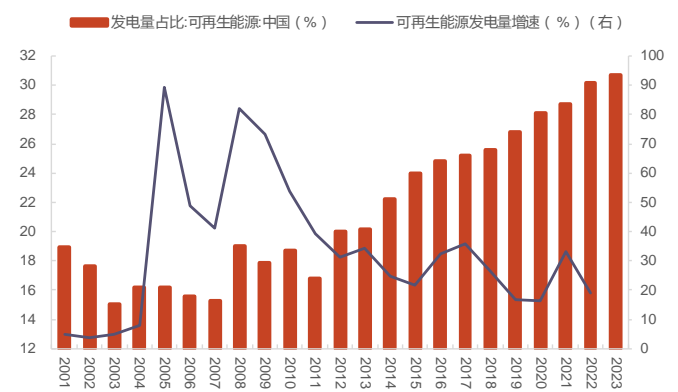
**光伏、风电、新能源车等新能源领域已具备先发优势。**在电气化和智能化时代的背景下，我国新能源相关产业已逐渐形成领先优势。一方面，光伏、风电等可再生能源市场份额不断扩大，其发电量占我国发电量的比重从 2011 年的 17% 上升至 2023 年的 31%；另一方面，我国新能源车快速占领市场，2022 年我国新能源车销量的市场占有率已经达到 25.6%，未来 2025 年新增长能源、清洁能源动力的交通工具比例达到 20%，2030 年实现 40% 的目标相对能够有效实现，甚至加速实现。

**政策鼓励下新能源制造出海可能成为新的增长点。**伴随我国新能源相关产业的国际领先优势，出海已经成为产业重要的增长点，新能源车以及光伏电池出口量近年持续保持高增速，其中新能源车更是在 2023 年迎来出口量快速增长。政策支持方面，今年 2 月商务部、国家发展和改革委员会、海关总署等 9 部门联合印发《关于支持新能源汽车贸易合作健康发展的意见》，推动新能源汽车贸易合作健康发展，后续我国新能源产业出口有望持续增长。

**我国新能源领域技术研发与突破持续快速进行。**2023 年 11 月，中国科学院实验室制备的钙钛矿太阳能电池可将光电转换效率提升至 26.1%，为进一步提升

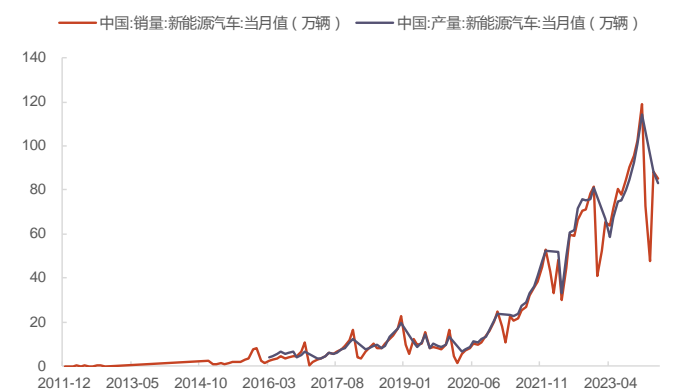
高效、稳定的钙钛矿太阳能电池提供了明确的方向，对推动其走向商业化发展具有重要意义。今年5月，“高比例新能源电力系统多能互补优化配置与运行关键技术及应用”项目通过中国电机工程学会成果评价，研究成果获评“国际领先”，标志着中国高比例新能源电力系统多能互补优化配置与运行关键技术领域取得重大突破。未来伴随政策持续扶持，叠加关键技术突破不断推进，我国新能源产业有望持续高速发展。

图 21：我国新能源发电占比稳步提升



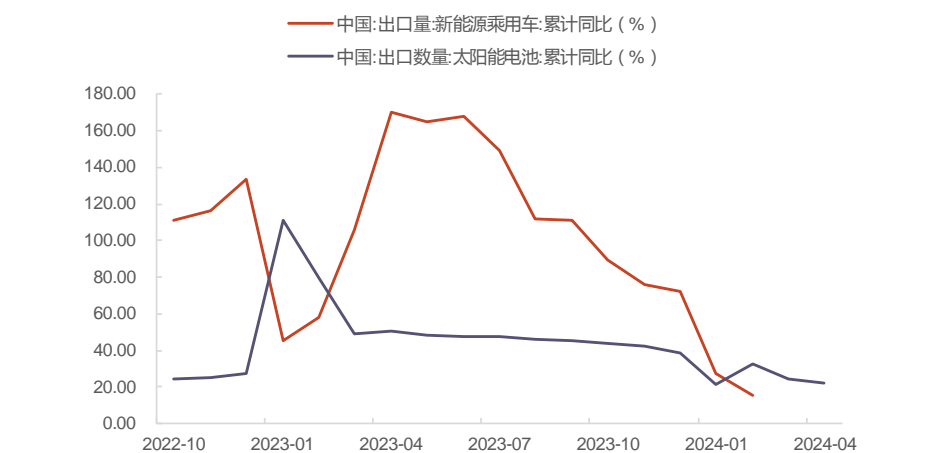
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：近年新能源车产销快速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2024/4

图 23：新能源车与光伏出口稳步增长



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2024/4

### 3、电子：看好 AI 和半导体未来趋势

#### 3.1 新质生产力重中之重，大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持

求是网近期外发多篇关于新质生产力专题文章，包括《深刻认识习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述的重大意义》、《发展新质生产力的实现路径在哪里》、《我国发展新质生产力有哪些优势和条件》、《发展新质生产力、推进新型工业化的重点任务》、《科技创新是发展新质生产力的核心要素》等。我们经过重点学习后，这些文章的核心观点如下：

**（一）深刻认识习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述的重大意义。**习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述，是对人类社会发​​展规律和时代发展大势的深刻把握，是对马克思主义生产力理论的丰富和发展，为以高质量发展全面推进中国式现代化提供了科学的理论指引。新质生产力的提出，是对新一轮科技革命和产业变革发展大势的深刻洞察，是推动高质量发展的内在要求。

**（二）培育发展新质生产力要牢牢把握科技创新这一核心要素。**科技创新是向新质生产力跃升的内在驱动。科技创新促进新质生产力与新型生产关系相互适应。科技创新需要有效市场与有为政府更好结合。科技创新需要统筹好高水平自立自强与高水平对外开放。

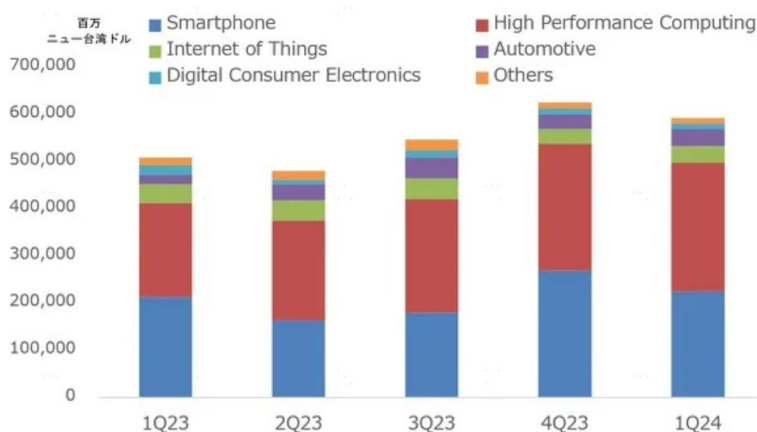
**（三）大力推进工程科技创新，加快培育和发展新质生产力。**以科技创新引领现代化产业体系建设。发挥工程科技创新引领作用。加快推动科技成果转化应用。完善国家科技治理体系，优化科技创新生态。以高水平开放促进国际科技交流合作。

#### ● 大基金成立彰显了中国对半导体产业发展的强力支持

**大基金三期成立，注册资本高达 3440 亿元。**国家企业信用信息公示系统显示，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司已于 2024 年 5 月 24 日成立，注册资本高达 3440 亿元人民币。2014 年成立的大基金一期注册资金为 987 亿元，2019 年成立的大基金二期为 2042 亿元，这意味着第三期规模已经超过第一期与第二期总和。

**台积电销售额触底复苏，HPC 销量进一步提升。**台积电的销售额在 2023 年第二季度触底后呈现复苏趋势，但晶圆出货量自触底以来并没有太大增长。除了高端工艺比例增加导致每片晶圆平均单价上涨之外，后加工的贡献有望进一步增强。尽管智能手机销量下降，但 HPC（高性能计算）销量占比从 2023Q4 的 43% 增长到 2024Q1 的 46%。这背后的推动力是 NVIDIA，数据中心对 AI 处理器的需求预计将持续增长。台积电 80% 以上的销售额来自智能手机和 HPC，代表客户包括智能手机领域的 Apple 和 HPC 领域的 NVIDIA。

图 24：台积电各季度收入构成（按应用场景；单位：百万新台币）



资料来源：台积电公告

**24Q1 CIS/封测等领域快速复苏。**在半导体细分领域中，24Q1 归母净利润增速前五的行业分别是 CIS（24Q1 归母净利润为 6.02 亿元，同比+1269%，下同）、封测（5.08 亿元，+251%）、前道设备和零部件（18.99 亿元，+19%）、红外（0.67 亿元，-15%）及材料（7.56 亿元，-30%）。

表 3：半导体行业 2024Q1 归母净利润增速排名

24Q1 净利增速排名	行业	子行业	总市值(亿元)	净利润(亿元)					同比增速 (%)				
				23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
1	半导体	CIS	1755	0.44	0.20	2.89	2.65	6.02	-96%	-99%	扭亏	扭亏	1269%
2	半导体	封测	1905	1.45	7.47	9.43	13.09	5.08	-92%	-58%	-41%	29%	251%
3	半导体	前道设备和零部件	4758	15.94	28.87	22.50	30.52	18.99	168%	88%	3%	25%	19%
4	半导体	红外	492	0.79	2.33	1.29	-2.66	0.67	-75%	77%	-19%	N/A	-15%
5	半导体	材料	2588	10.73	13.30	9.78	4.74	7.56	-14%	-20%	-28%	-57%	-30%
6	半导体	功率半导体	1802	12.43	8.88	8.20	14.70	5.86	-27%	-57%	-56%	-12%	-53%
7	半导体	后道设备	488	0.29	2.28	0.03	1.46	-0.01	-88%	-51%	-99%	-58%	-104%
8	半导体	模拟	1721	1.16	-1.89	-2.45	3.19	-1.42	-91%	-115%	-139%	97%	-222%
9	半导体	EDA	619	0.25	0.83	0.86	0.79	-0.52	851%	46%	-27%	-55%	-309%
10	半导体	存储	2281	-1.14	-1.48	-2.63	0.34	12.39	-108%	-108%	-129%	扭亏	扭亏
11	半导体	射频	698	-0.32	1.53	3.75	3.30	1.11	-108%	-17%	129%	529%	扭亏
12	半导体	数字	3482	-2.63	9.15	2.05	-56.47	7.28	-116%	-63%	-80%	-22279%	扭亏
13	半导体	第三代	593	-0.23	0.14	1.82	-2.05	2.22	N/A	-75%	935%	-488%	扭亏
14	半导体	数字-GPU 和 CPU	3245	-1.58	1.80	-1.19	2.42	-0.24	N/A	85%	N/A	扭亏	N/A
15	半导体	代工	902	-7.26	-1.86	-0.57	-2.22	-1.50	-165%	-115%	-110%	N/A	N/A
16	半导体	MEMS	309	-0.18	-0.39	0.61	1.42	-0.33	-148%	-224%	184%	扭亏	N/A

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；注：（1）注：各细分板块内组分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。（2）市值时间为 2024 年 6 月 12 日。（3）负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示，正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

**库存持续去化，模拟行业底部已现。**ADI 库存持续去化，FY2024Q2 库存 14.8 亿美元，环比减少 0.74 亿美元，库存天数从 201 天降至 192 天，渠道库存周数降低为 8 周。预计 FY2024Q3 库存将继续去化，但去化幅度小于 FY2024Q2，随着客户库存趋稳，以及订单量的增长，高库存将不再是营业收入增长的障碍。

### 3.2 半导体及 AI 重点公司估值情况

表 4：半导体行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688012.SH	中微公司	899.91	17.86	20.30	26.17	34.11	50	44	34	26
002371.SZ	北方华创	1,725.77	38.99	56.92	76.85	98.48	44	30	22	18
300567.SZ	精测电子	167.42	1.50	2.71	3.84	5.12	112	62	44	33
603690.SH	至纯科技	96.94	3.77	5.36	6.92	8.40	26	18	14	12
688037.SH	芯源微	151.01	2.51	3.42	4.75	5.92	60	44	32	26
688082.SH	盛美上海	365.12	9.11	11.52	14.88	18.58	40	32	25	20
688072.SH	拓荆科技	394.91	6.63	8.27	11.38	14.89	60	48	35	27
688120.SH	华海清科	322.95	7.24	10.03	13.16	16.32	45	32	25	20
600641.SH	万业企业	120.24	1.51	1.83	2.32	2.93	80	66	52	41
300604.SZ	长川科技	200.95	0.45	4.96	7.77	9.61	445	40	26	21
688200.SH	华峰测控	145.59	2.52	3.37	4.28	5.44	58	43	34	27
300480.SZ	光力科技	63.04	0.69	1.05	1.42	1.71	91	60	45	37
603061.SH	金海通	39.65	0.85	1.28	1.74	2.09	47	31	23	19
002409.SZ	雅克科技	294.60	5.79	9.91	13.38	17.38	51	30	22	17
603004.SH	鼎龙股份	44.14	1.74	2.28	2.86	3.87	25	19	15	11
688019.SH	安集科技	167.90	4.03	4.87	6.24	7.69	42	34	27	22
603650.SH	彤程新材	198.54	4.07	4.93	5.99	7.13	49	40	33	28
300236.SZ	上海新阳	107.96	1.67	2.09	2.93	3.81	65	52	37	28
688035.SH	德邦科技	48.15	1.03	1.41	1.88	2.37	47	34	26	20
688233.SH	神工股份	34.66	-0.69	0.50	1.87	3.36	N/A	69	19	10
688138.SH	清溢光电	59.84	1.34	1.85	2.31	3.03	45	32	26	20
688401.SH	路维光电	53.65	1.49	2.10	2.79	3.46	36	26	19	16
300666.SZ	江丰电子	138.98	2.55	3.39	4.58	6.19	54	41	30	22
300661.SZ	圣邦股份	373.43	2.81	4.44	7.09	9.61	133	84	53	39
688601.SH	力芯微	55.70	2.01	2.74	3.48	3.94	28	20	16	14
603501.SH	韦尔股份	1,223.07	5.56	29.13	42.01	54.84	220	42	29	22
300782.SZ	卓胜微	484.16	11.22	13.71	17.56	20.64	43	35	28	23
688008.SH	澜起科技	588.99	4.51	13.50	21.67	28.42	131	44	27	21
603986.SH	兆易创新	577.54	1.61	10.63	15.91	20.22	358	54	36	29
688525.SH	佰维存储	251.31	-6.24	5.63	7.63	8.06	N/A	45	33	31
001309.SZ	德明利	125.21	0.25	6.89	6.27	7.68	501	18	20	16
301308.SZ	江波龙	390.90	-8.28	11.88	13.51	17.34	-47	33	29	23
300475.SZ	香农芯创	154.11	3.78	4.47	5.64	7.86	41	34	27	20
300857.SZ	协创数据	139.84	2.87	5.80	7.40	10.11	49	24	19	14
600584.SH	长电科技	516.07	14.71	22.31	30.40	36.06	35	23	17	14
002156.SZ	通富微电	370.02	1.69	9.34	12.86	16.80	218	40	29	22
688691.SH	灿芯股份	69.00	1.70	\	\	\	40	\	\	\
688521.SH	芯原股份	166.82	-2.96	0.16	1.09	2.74	N/A	1016	154	61

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日 注：PE 为负数用“N/A”表示；无 wind 一致预期用“/”表示

表 5: AI 领域重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688256.SH	寒武纪	790.70	-8.48	-4.62	-1.43	0.77	N/A	N/A	N/A	1026
688041.SH	海光信息	1,648.89	12.63	17.23	23.68	32.07	131	96	70	51
002156.SZ	通富微电	370.02	1.69	9.34	12.86	16.80	218	40	29	22
300308.SZ	中际旭创	1,336.54	21.74	49.24	66.28	84.34	61	27	20	16
300502.SZ	新易盛	651.35	6.88	14.71	21.32	29.41	95	44	31	22
300394.SZ	天孚通信	486.72	7.30	13.62	19.91	26.90	67	36	24	18
000034.SZ	神州数码	190.16	11.72	14.22	17.30	20.53	16	13	11	9
600498.SH	烽火通信	188.37	5.05	7.06	9.14	11.43	37	27	21	16
301236.SZ	软通动力	375.27	5.34	7.40	9.82	11.38	70	51	38	33
002929.SZ	润建股份	87.41	4.39	6.05	7.78	9.49	20	14	11	9
002947.SZ	恒铭达	72.53	2.81	4.45	6.45	8.66	26	16	11	8
301013.SZ	利和兴	24.15	-0.38	0.84	1.15	1.50	N/A	29	21	16
601138.SH	工业富联	4,840.86	210.40	252.86	301.97	342.08	23	19	16	14
000977.SZ	浪潮信息	527.61	17.83	21.57	26.40	31.20	30	24	20	17
603296.SH	华勤技术	598.93	27.07	30.45	35.56	40.66	22	20	17	15
000063.SZ	中兴通讯	1,224.45	93.26	105.49	118.65	131.83	13	12	10	9
300857.SZ	协创数据	139.84	2.87	5.80	7.40	10.11	49	24	19	14
002475.SZ	立讯精密	2,399.58	109.53	137.60	172.94	206.49	22	17	14	12
002130.SZ	沃尔核材	171.72	7.00	8.45	10.13	11.57	25	20	17	15
002463.SZ	沪电股份	629.35	15.13	22.42	28.00	33.34	42	28	22	19
002916.SZ	深南电路	495.95	13.98	17.39	20.78	24.89	35	29	24	20
600183.SH	生益科技	476.69	11.64	17.64	21.58	25.19	41	27	22	19
300476.SZ	胜宏科技	256.48	6.71	11.61	14.91	17.99	38	22	17	14
002913.SZ	奥士康	82.55	5.19	\	\	\	16	\	\	\
600584.SH	长电科技	516.07	14.71	22.31	30.40	36.06	35	23	17	14
300232.SZ	洲明科技	58.53	1.44	4.34	5.79	4.72	41	13	10	12
688322.SH	奥比中光	110.00	-2.76	-1.43	-0.05	1.07	N/A	N/A	N/A	103
301280.SZ	珠城科技	39.01	1.47	2.05	2.49	3.07	27	19	16	13
002415.SZ	海康威视	3,067.90	141.08	166.40	192.79	221.50	22	18	16	14
002236.SZ	大华股份	537.00	73.62	40.00	47.44	54.61	7	13	11	10
688036.SH	传音控股	981.83	55.37	65.08	77.19	90.54	18	15	13	11
002351.SZ	漫步者	114.69	4.20	5.37	6.36	7.66	27	21	18	15
688111.SH	金山办公	1,220.11	13.18	16.68	21.95	28.49	93	73	56	43
688088.SH	虹软科技	122.41	0.88	1.40	1.93	2.56	138	87	63	48
300130.SZ	新国都	109.95	7.55	9.41	11.71	14.09	15	12	9	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期; 2) 股价时间: 2024 年 6 月 12 日 注: PE 为负数用 "N/A" 表示; 无 wind 一致预期用 "/" 表示

### 3.3 投资建议：看好半导体和 AI 未来趋势

#### 半导体主线建议关注：

- ✓ 前道设备：北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微、华海清科、万业企业、精测电子、至纯科技、盛美上海等；
- ✓ 后道设备：长川科技、华峰测控、光力科技、金海通等；

- ✓ 材料：雅克科技、鼎龙股份、安集科技、彤程新材、上海新阳、德邦科技、神工股份、清溢光电、路维光电、江丰电子等；
- ✓ 模拟：圣邦股份、力芯微等；
- ✓ 制造：中芯国际（H）、华虹半导体（H）等；
- ✓ 设计：韦尔股份、卓胜微、澜起科技等；
- ✓ 存储：兆易创新、佰维存储、德明利、江波龙、香农芯创、协创数据等；
- ✓ 封测：长电科技、通富微电；
- ✓ 其它：灿芯股份、芯原股份。

#### AI 主线建议关注：

- ✓ 国产算力：寒武纪、海光信息、通富微电；
- ✓ 光模块：中际旭创、新易盛、天孚通信；
- ✓ 华为昇腾产业链：神州数码、烽火通信、软通动力、润建股份、恒为科技、恒铭达、利和兴；
- ✓ 服务器：工业富联、浪潮信息、华勤技术、中兴通讯、协创数据；
- ✓ 铜互连、连接器和线缆线束：立讯精密、沃尔核材等；
- ✓ PCB：沪电股份、深南电路、生益科技、胜宏科技、奥士康；
- ✓ 封测：通富微电、长电科技；
- ✓ AI 虚拟人：洲明科技；
- ✓ AI 机器人：奥比中光、珠城科技；
- ✓ AI 视觉：海康威视、大华股份；
- ✓ AI 终端：传音控股、漫步者、华勤技术、联想集团（H）；
- ✓ AI 应用：金山办公、虹软科技、新国都等。

#### 风险提示：

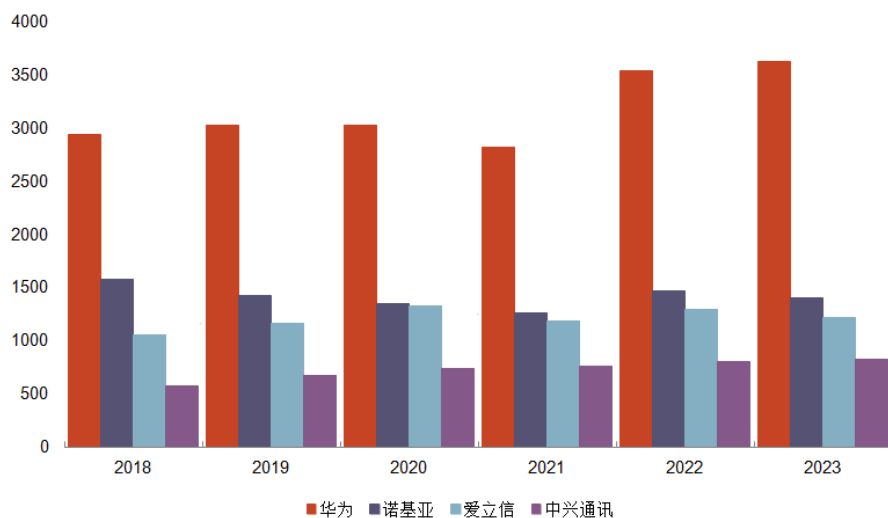
消费电子市场需求恢复不及预期风险，产品技术升级不及预期风险，行业竞争加剧风险，AI 商业化不及预期，AI 产业链竞争加剧，下游需求不及预期，半导体下游需求不及预期，中美贸易摩擦反复风险。

## 4、通信：重点关注通信国产替代

### 4.1 新质生产力重中之重，重点关注通信芯片国产化

华为中兴全球通信业地位显著。近年来，我国信息通信行业综合实力显著增强，华为、中兴等国产通信主设备商经过多年打拼，已成为全球通信龙头。

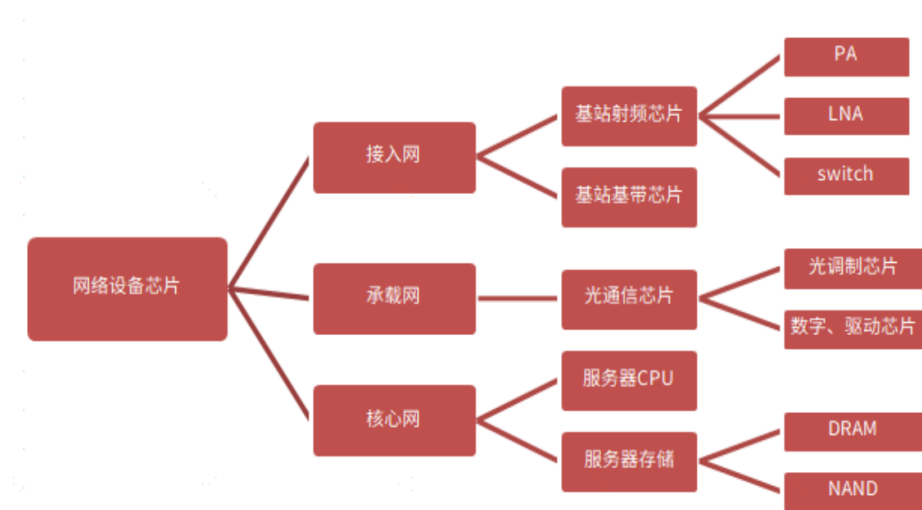
图 25：全球 4 大通信主设备商 2018~2023 年运营商网络相关业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，华为年报，光大证券研究所整理 注：（1）诺基亚营收单位为欧元，爱立信营收单位为瑞典克朗，已根据 Wind 汇率统一换算成人民币；（2）华为 2022 年起按业务方向公布营收，我们把运营业务归类为 ICT 基础设施业务

通信涉及芯片众多，是半导体产业链的重要下游应用之一。从网络划分来看，5G 接入网由 AAU、CU、DU 构成，涉及到的芯片有基带芯片和射频芯片，其中射频芯片包含功率放大器、低噪声放大器、射频开关。承载网全面采用光纤网，涉及到的芯片主要在光模块中，包含激光器芯片和探测器芯片，以及 DSP 数字芯片等。核心网包含 X86 服务器与虚拟软件，涉及到的芯片主要是 X86 服务器 CPU 和存储类芯片。

图 26：通信设备中的核心芯片



资料来源：光大证券研究所整理

**基带芯片：华为中兴芯片设计能力领先，但晶圆厂成为瓶颈。**基带芯片是指用来将模拟信号转化为基带信号（数字信号），或对接收到的基带信号进行解码的芯片。移动基站市场主要被华为、中兴、爱立信、诺基亚占领。华为和中兴完全具备 5G 基站基带芯片的设计能力，且产品性能强劲。虽然面临国外其他产品的竞争，但完全可以满足国内运营商的需求，5G 基站基带芯片的研发可以实现国产替代。而瓶颈在制造环节，基站基带芯片均依赖于先进制程，尚未完全实现突破和领先。

**射频芯片：完全国产化成功率高。**PA、开关、LNA 等国产化进程加速，卓胜微等国内公司已逐步实现产品化。国外厂商 Freescale、NXP、Infineon、Skyworks、Qorvo、Broadcom 等主导，然后国内厂商近年来通过收购和自主研发，在设计、材料、工艺、制造环节均纷纷布局，国产化进程加快，同时由于其不依赖于先进制程，未来完全实现国产替代的成功率较高。

**光芯片：是通信速率的关键因素，国内企业落后 1~2 代，铌酸锂或成为弯道超车方向。**光模块中的通信芯片核心在于光调制芯片，其中包括 EML、DFB 和 VCSEL 等。传输速率分为 10G、25G、50G 及以上。目前国内低端 10G 光芯片市场已处于完全竞争格局，25G DBF 和 VCSEL 量产企业也较多，而 25G 及以上 EML 成为瓶颈。国内华为海思、光迅科技、武汉敏芯、陕西源杰在 25G 光芯片持续突破。然而国外一线厂商已实现了 50G 及以上光芯片的量产。光芯片技术路径包含磷化铟、硅光子、铌酸锂，其中国内 25G 及以上 EML 量产需要持续突破，但始终落后于国际龙头。硅光芯片所需的成熟锗硅工艺仍需依靠美国代工，且硅基插入损耗高、存在温飘问题。铌酸锂具备良好的光学特性，是未来光调制芯片 3db 光口带宽突破 60GHz 瓶颈的重要方向。

**服务器 CPU：数字芯片高度依赖先进制程，国内晶圆厂突破成为关键。**海外巨头垄断，需授权架构。国内海光与兆芯是 X86 服务器 CPU 国产替代的主要参与者，拥有 X86 架构的转授权，但数字芯片高度依赖于先进制程，美国针对先进制程的围追堵截成为难点。

**存储芯片：已实现量产，产品扩张升级则依赖半导体设备及材料的国产化进程。**存储芯片负责存储数据，是服务器的核心组成部分。服务器用到的存储芯片主要有两种：动态随机存取存储器（DRAM）与 NAND 闪存，DRAM 是服务器内存条的主要组成部分，部分高端固态硬盘的缓存也用到 DRAM，NAND 闪存是服务器固态硬盘的主要组成部分。DRAM 市场高度集中，长期被三星、海力士、美光三家外企垄断，共占全球市场的 95%左右。合肥长鑫有研发实力，已实现量产，瓶颈在于产能扩张和升级依赖于半导体设备材料的国产化进程。NAND 闪存市场也高度集中，三星、铠侠、西部数据、美光、海力士、英特尔六家外企几乎垄断整个市场。国内长江存储有研发制造实力，跻身当前主流技术行列，瓶颈也在于依赖于半导体设备材料的国产化进程。

**2024 年一季度通信行业整体业绩稳步增长，其中专网、物联网、光模块、PCB、AI 供应链表现亮眼。**我们把通信行业分为 17 个子行业，其中，子行业 2024Q1 归母净利润增速从高至低排序为：专网(2024Q1 归母净利润为 2.48 亿元，同比扭亏，下同)、物联网(2.86 亿元,11083%)、光模块(21.41 亿元,96%)、PCB (16.08 亿元,77%)、AI 供应链(77.71 亿元,61%)、企业通信(6.82 亿元,18%)、服务器供应链(37.36 亿元,12%)、运营商(406.53 亿元,6%)、主设备(27.82 亿元,4%)、IDC(9.02 亿元,-1%)、连接器和线缆(20.19 亿元,-12%)、光纤光缆(12.07 亿元,-14%)、交换机(4.54 亿元,-20%)、卫星通信(2.92 亿元,-39%)、北斗导航(0.44 亿元,-68%)、天线射频(-0.54 亿元,-192%)、网络可视化(-0.32 亿元,减亏)。

表 6: 通信子行业 2024Q1 归母净利润增速排名 (单位: 亿元, %)

24Q1净利润增速排名	子行业	2023年单季度归母净利润 (亿元)				2024年单季度归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q3	23Q4	24Q1
1	专网	-0.43	1.91	1.14	-4.97	2.48	-70%	-506%	扭亏
2	物联网	0.03	1.99	2.67	2.29	2.86	-7%	146%	11083%
3	光模块	10.94	14.02	14.79	18.07	21.41	-6%	40%	96%
4	PCB	9.11	12.33	16.42	14.78	16.08	17%	16%	77%
5	AI供应链	48.36	62.85	92.32	114.74	77.71	26%	9%	61%
6	企业通信	5.77	8.38	7.41	-22.24	6.82	-26%	N/A	18%
7	服务器供应链	33.33	36.32	35.20	32.78	37.36	-11%	21%	12%
8	运营商	383.17	634.53	384.14	302.00	406.53	5%	-1%	6%
9	主设备	26.80	29.92	24.97	16.62	27.82	5%	22%	4%
10	IDC	9.13	10.27	10.47	2.88	9.02	34%	扭亏	-1%
11	连接器和线束线缆	23.06	23.92	22.99	10.82	20.19	5%	6%	-12%
12	光纤光缆	14.04	24.07	15.33	12.23	12.07	-1%	2%	-14%
13	交换机	5.71	7.44	5.27	4.70	4.54	-41%	9%	-20%
14	卫星通信	4.80	8.59	4.66	1.25	2.92	-36%	-87%	-39%
15	北斗导航	1.38	4.99	1.56	6.62	0.44	-16%	753%	-68%
16	天线射频	0.59	0.68	0.00	-1.32	-0.54	-100%	-333%	-192%
17	网络可视化	-0.91	-0.97	-1.04	2.79	-0.32	N/A	-24%	N/A

资料来源: Wind、光大证券研究所整理; 注: (1) 注: 各细分板块内组分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。(2) 负负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示, 正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

## 4.2 通信行业重点公司估值情况

表 7: 通信行业重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600941.SH	中国移动	14,655.99	1,317.66	1,415.79	1,512.43	1,608.37	11	10	10	9
601728.SH	中国电信	5,062.82	304.46	333.04	364.13	397.33	17	15	14	13
600050.SH	中国联通	1,405.59	81.73	92.47	103.23	114.40	17	15	14	12
300308.SZ	中际旭创	1,336.54	21.74	49.24	66.28	84.34	61	27	20	16
000063.SZ	中兴通讯	1,224.45	93.26	105.49	118.65	131.83	13	12	10	9
000938.SZ	紫光股份	657.53	21.03	25.28	30.63	35.52	31	26	21	19
300502.SZ	新易盛	651.35	6.88	14.71	21.32	29.41	95	44	31	22
600522.SH	中天科技	494.88	31.17	38.37	46.31	52.62	16	13	11	9
300442.SZ	润泽科技	487.10	17.62	22.67	32.44	41.23	28	21	15	12
300394.SZ	天孚通信	486.72	7.30	13.62	19.91	26.90	67	36	24	18
300628.SZ	亿联网络	462.81	20.10	24.28	29.01	35.10	23	19	16	13
600487.SH	亨通光电	358.17	21.54	27.11	32.94	39.23	17	13	11	9
688475.SH	萤石网络	313.11	5.63	7.16	8.90	10.93	56	44	35	29
002465.SZ	海格通信	265.80	7.03	8.68	10.98	13.70	38	31	24	19
002281.SZ	光迅科技	260.34	6.19	8.11	10.40	13.20	42	32	25	20
003031.SZ	中瓷电子	214.93	4.90	6.63	9.01	11.68	44	32	24	18
600498.SH	烽火通信	188.37	5.05	7.06	9.14	11.43	37	27	21	16
688100.SH	威胜信息	184.60	5.25	6.76	8.41	10.35	35	27	22	18

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期; 2) 股价时间: 2024 年 6 月 12 日

## 4.3 投资建议: 看好 AI、高分红投资主线

通信行业投资建议: 关注 AI、高分红

一、主线之 AI, 建议关注:

光模块: 中际旭创、新易盛、天孚通信;

国产算力：海光信息、寒武纪；

华为昇腾产业链：神州数码、烽火通信、软通动力、润建股份、恒为科技、恒铭达、利和兴；

服务器：工业富联、浪潮信息、华勤技术、中兴通讯、协创数据；

PCB：沪电股份、深南电路、生益科技、胜宏科技、奥士康；

二、 主线之高分红，建议关注：

运营商行业：中国移动、中国联通、中国电信。

**风险提示：**

产品技术升级不及预期风险，行业竞争加剧风险，AI 商业化不及预期，AI 产业链竞争加剧，下游需求不及预期，中美贸易摩擦反复风险。

## 5、计算机：看好计算机板块迎来阶段性反弹

### 5.1 紧抓新质生产力本质，关注传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设三大方面

对于促进新质生产力快速发展的举措，总书记在多个重要场合均进行了深刻阐释和着重强调，并提出了一系列切实可行的策略：

第一，大力推进科技创新。新质生产力主要由技术革命性突破催生而成。科技创新能够催生新产业、新模式、新动能，是发展新质生产力的核心要素。这就要求我们加强科技创新特别是原创性、颠覆性科技创新，加快实现高水平科技自立自强。第二，以科技创新推动产业创新。科技成果转化成为现实生产力，表现形式为催生新产业、推动产业深度转型升级。要及时将科技创新成果应用到具体产业和产业链上，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，布局建设未来产业，完善现代化产业体系。第三，着力推进发展方式创新。绿色发展是高质量发展的底色，新质生产力本身就是绿色生产力。第四，扎实推进体制机制创新。生产关系必须与生产力发展要求相适应。发展新质生产力，必须进一步全面深化改革，形成与之相适应的新型生产关系。第五，深化人才工作机制创新。要按照发展新质生产力要求，畅通教育、科技、人才的良性循环，完善人才培养、引进、使用、合理流动的工作机制。

基于对新质生产力发展的深入分析和判断，我们认为应从改造提升传统产业、培育壮大新兴产业及布局建设未来产业三个方面密切关注并把握相关投资机会。

**2024Q1，AI及智能制造板块表现较优秀，营收及净利润增速居前。**营收来看，AI、智能制造营收同比增速分别为47%/21%；归母净利润来看，AI、智能制造同比增速分别为49%/20%。

表 8：计算机分板块 2023 年及 2024 年一季度收入和利润增速

板块名称	营业收入（亿元）			营收同比增速			归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速		
	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1	22A	23A	24Q1
数字政府	2300	2233	472	1%	-3%	20%	55	-24	-17	-36%	转为亏损	亏损扩大
数字产业	138	151	25	13%	<b>10%</b>	5%	18	23	-0.3	-30%	<b>28%</b>	转为亏损
网络安全	370	357	51	5%	-4%	-9%	17	-9	-20	-40%	转为亏损	亏损扩大
金融 IT	642	689	129	7%	<b>7%</b>	2%	41	51	2	-29%	24%	-69%
第三方支付	171	180	40	-5%	5%	-9%	-18	22	7	转为亏损	<b>由亏转盈</b>	-2%
云计算	1138	1127	268	5%	-1%	<b>50%</b>	45	32	3	-5%	-29%	<b>113%</b>
汽车 IT	419	452	93	-3%	8%	15%	7	9	-3	-83%	<b>29%</b>	转为亏损
智能制造	850	981	264	28%	<b>15%</b>	<b>21%</b>	64	48	6	21%	-25%	20%
信创	2301	2364	526	-1%	3%	3%	47	50	6	-31%	7%	<b>176%</b>
医疗 IT	125	122	21	-1%	-3%	-11%	-6	-13	-2.5	转为亏损	亏损扩大	亏损扩大
AI	1247	1236	288	3%	-1%	<b>47%</b>	39	56	3	-58%	<b>46%</b>	<b>49%</b>

资料来源：wind，光大证券研究所整理

## 5.2 AI 及智能制造重点公司估值情况

表 9：“传统产业改造”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600845.SH	宝信软件	821.50	25.54	30.98	38.55	47.44	32	27	21	17
600588.SH	用友网络	373.30	-9.67	1.83	4.73	7.37	N/A	204	79	51
688777.SH	中控技术	348.67	11.02	13.24	16.37	20.19	32	26	21	17
002410.SZ	广联达	184.80	1.16	5.49	7.87	9.90	160	34	23	19
603613.SH	国联股份	160.43	14.28	/	/	/	11	/	/	/
688083.SH	中望软件	90.35	0.61	0.98	1.51	1.75	147	92	60	52
300687.SZ	赛意信息	61.40	2.54	3.12	3.83	4.57	24	20	16	13
300170.SZ	汉得信息	60.76	-0.25	/	/	/	N/A	/	/	/
300378.SZ	鼎捷软件	45.33	1.50	1.85	2.27	2.89	30	25	20	16
300996.SZ	普联软件	28.52	0.62	1.58	2.00	2.53	46	18	14	11
688768.SH	容知日新	20.11	0.63	1.10	1.45	1.74	32	18	14	12
301162.SZ	国能日新	47.72	0.84	1.15	1.52	1.90	57	41	31	25
300513.SZ	恒实科技	26.32	0.41	0.57	0.82	1.08	63	46	32	24
688078.SH	龙软科技	17.14	0.84	1.06	1.32	1.60	20	16	13	11
000066.SZ	中国长城	297.74	-9.77	1.47	3.10	4.68	N/A	203	96	64
000034.SZ	神州数码	190.16	11.72	14.22	17.30	20.53	16	13	11	9
603019.SH	中科曙光	589.68	18.36	22.54	27.49	32.40	32	26	21	18
600536.SH	中国软件	259.20	-2.33	1.35	2.39	3.76	N/A	192	109	69
688152.SH	麒麟信安	33.16	-0.30	/	/	/	N/A	/	/	/
301236.SZ	软通动力	375.27	5.34	7.22	9.49	11.38	70	52	40	33
300339.SZ	润和软件	169.48	1.64	2.79	3.84	5.06	103	61	44	34
002368.SZ	太极股份	133.31	3.75	4.70	6.13	8.19	36	28	22	16
603138.SH	海量数据	32.54	-0.81	0.09	0.54	/	N/A	362	60	/
688111.SH	金山办公	1,220.11	13.18	16.68	21.95	28.49	93	73	56	43
603383.SH	顶点软件	75.09	2.33	2.85	3.51	4.24	32	26	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日 注：PE 为负数用“N/A”表示；无 wind 一致预期用“/”表示

表 10：“AI 为代表的新兴产业培育”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000034.SZ	神州数码	190.16	11.72	14.22	17.30	20.53	16	13	11	9
300418.SZ	昆仑万维	422.87	12.58	8.45	9.42	10.29	34	50	45	41
688787.SH	海天瑞声	34.51	-0.30	0.07	0.36	0.53	N/A	531	96	66
688327.SH	云从科技-UW	113.23	-6.43	/	/	/	N/A	/	/	/
601360.SH	三六零	570.91	-4.92	0.47	2.28	4.37	N/A	1215	250	131
300229.SZ	拓尔思	110.39	0.36	2.40	3.28	3.97	303	46	34	28
002230.SZ	科大讯飞	992.43	6.57	8.80	11.90	15.02	151	113	83	66
300044.SZ	赛为智能	30.55	-1.61	/	/	/	N/A	/	/	/
688256.SH	寒武纪-U	790.70	-8.48	-4.62	-1.43	0.77	N/A	N/A	N/A	1026
300308.SZ	中际旭创	1,336.54	21.74	49.24	66.28	84.34	61	27	20	16
300502.SZ	新易盛	651.35	6.88	14.71	21.32	29.41	95	44	31	22
300394.SZ	天孚通信	486.72	7.30	13.62	19.91	26.90	67	36	24	18
603083.SH	剑桥科技	84.49	0.95	/	/	/	89	/	/	/
688195.SH	腾景科技	31.94	0.42	0.74	1.01	1.31	77	43	31	24
600602.SH	云赛智联	132.11	1.93	2.29	2.77	3.34	68	58	48	40
300688.SZ	创业黑马	39.82	0.10	0.62	0.96	1.29	412	64	41	31
688316.SH	青云科技-U	14.97	-1.70	/	/	/	N/A	/	/	/
002229.SZ	鸿博股份	62.69	-0.54	/	/	/	N/A	/	/	/
603019.SH	中科曙光	589.68	18.36	22.54	27.49	32.40	32	26	21	18
688041.SH	海光信息	1,648.89	12.63	17.20	23.64	32.01	131	96	70	52
601138.SH	工业富联	4,840.86	210.40	252.86	302.79	344.27	23	19	16	14
000977.SZ	浪潮信息	527.61	17.83	21.57	26.40	31.20	30	24	20	17
688521.SH	芯原股份	166.82	-2.96	0.16	1.09	2.74	N/A	1016	154	61
300474.SZ	景嘉微	313.98	0.60	2.49	3.76	4.61	526	126	84	68
300624.SZ	万兴科技	107.49	0.86	1.25	1.70	2.14	125	86	63	50
300002.SZ	神州泰岳	176.89	8.87	10.49	12.33	13.95	20	17	14	13
300364.SZ	中文在线	151.97	0.89	1.34	1.73	2.15	170	113	88	71
300459.SZ	汤姆猫	125.87	-8.65	/	/	/	N/A	/	/	/
002605.SZ	姚记科技	94.87	5.62	6.72	7.68	8.70	17	14	12	11
300494.SZ	盛天网络	52.50	1.69	2.37	3.03	3.22	31	22	17	16
300058.SZ	蓝色光标	145.77	1.17	3.69	5.20	6.42	125	40	28	23
002315.SZ	焦点科技	92.60	3.79	4.78	5.80	6.93	24	19	16	13
603918.SH	金桥信息	40.54	0.26	0.59	0.76	0.94	158	68	54	43
300299.SZ	富春股份	25.58	0.09	/	/	/	297	/	/	/
688365.SH	光云科技	27.68	-0.18	/	/	/	N/A	/	/	/
002517.SZ	恺英网络	228.60	14.62	18.52	22.03	25.30	16	12	10	9
300033.SZ	同花顺	608.19	14.02	16.59	19.26	21.97	43	37	32	28
300133.SZ	华策影视	127.37	3.82	4.60	5.23	5.63	33	28	24	23
300634.SZ	彩讯股份	78.61	3.25	3.70	4.60	5.70	24	21	17	14
688039.SH	当虹科技	26.51	-1.38	-0.10	0.06	0.42	N/A	N/A	463	63
688095.SH	福昕软件	44.10	-0.91	-0.22	0.26	0.76	N/A	N/A	170	58
603533.SH	掌阅科技	82.47	0.35	1.13	1.45	/	237	73	57	/
688111.SH	金山办公	1,220.11	13.18	16.68	21.95	28.49	93	73	56	43
300182.SZ	捷成股份	103.89	4.50	5.96	6.62	7.36	23	17	16	14

002558.SZ	巨人网络	201.70	10.86	15.05	17.04	19.07	19	13	12	11
002362.SZ	汉王科技	41.90	-1.35	0.78	1.00	1.19	N/A	54	42	35
002712.SZ	思美传媒	25.58	-1.34	/	/	/	N/A	/	/	/
601900.SH	南方传媒	120.67	12.84	9.49	10.48	11.95	9	13	12	10
300315.SZ	掌趣科技	127.32	1.87	/	/	/	68	/	/	/
002555.SZ	三七互娱	313.38	26.59	30.51	34.27	37.89	12	10	9	8
000938.SZ	紫光股份	657.53	21.03	25.28	30.63	35.53	31	26	21	19
002042.SZ	华孚时尚	68.03	0.67	1.07	2.08	3.06	102	64	33	22
603516.SH	淳中科技	71.69	0.17	1.21	1.90	3.29	410	59	38	22
688088.SH	虹软科技	122.41	0.88	1.40	1.93	2.56	138	87	63	48
300130.SZ	新国都	109.95	7.55	9.41	11.71	14.09	15	12	9	8
002292.SZ	奥飞娱乐	96.26	0.94	2.17	3.14	4.01	103	44	31	24

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日 注：PE 为负数用“N/A”表示；无 wind 一致预期用“/”表示

表 11：“未来产业建设”重点公司 2023-2026 年归母净利润及 PE 估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688066.SH	航天宏图	49.85	-3.74	1.53	2.96	4.60	N/A	33	17	11
300036.SZ	超图软件	68.74	1.52	2.78	3.69	4.54	45	25	19	15
688631.SH	莱斯信息	98.44	1.32	1.68	2.16	2.78	75	59	46	35
600562.SH	国睿科技	176.10	5.99	7.25	8.65	10.60	29	24	20	17
002335.SZ	科华数据	108.84	5.08	7.72	9.89	12.01	21	14	11	9
003029.SZ	吉大正元	39.57	N/A	1.23	2.36	4.91	N/A	32	17	8
000988.SZ	华工科技	298.23	10.07	13.05	16.29	19.24	30	23	18	15
688027.SH	国盾量子	134.14	-1.24	0.00	0.18	0.15	N/A	N/A	761	915
300520.SZ	科大国创	50.40	-3.80	0.70	1.03	1.34	N/A	72	49	38
002415.SZ	海康威视	3,067.90	141.08	166.40	192.79	221.50	22	18	16	14
300496.SZ	中科创达	249.28	4.66	6.61	8.58	10.81	53	38	29	23
002747.SZ	埃斯顿	133.39	1.35	2.68	4.07	4.66	99	50	33	29

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：1) 24-26 年归母净利润为 wind 一致预期；2) 股价时间：2024 年 6 月 12 日 注：PE 为负数用“N/A”表示；无 wind 一致预期用“/”表示

### 5.3 投资建议：看好计算机板块迎来阶段性反弹

建议从传统产业改造、新兴产业培育及未来产业建设关注相关投资机会

**传统产业改造建议关注：**

- ✓ 工业软件：宝信软件、中控技术、中望软件、赛意信息、龙软科技、普联软件、广联达等。
- ✓ 电力改造：国能日新、恒实科技等。
- ✓ 国产替代：基础硬件关注中国长城、神州数码、中科曙光等。基础软件关注中国软件、麒麟信安、软通动力、太极股份、海量数据等。应用软件关注金山办公、顶点软件、用友软件等。

**新兴产业培育建议重点关注 AI 投资主线：**

- ✓ 算力层：紫光股份、神州数码、中科曙光、浪潮信息、华孚时尚、创业黑马等，算力测试和检测厂商淳中科技，以及光模块厂商中际旭创、新易盛、天孚通信等。
- ✓ 应用层：金山办公、虹软科技、新国都、奥飞娱乐、万兴科技、当虹科技、福昕软件、同花顺、彩讯股份等。
- ✓ MaaS 层：科大讯飞、三六零、思美传媒等。

**未来产业建设建议关注：**

- ✓ 空间科学：航天宏图、超图软件、莱斯信息等。
- ✓ 量子科技：科华数据、吉大正元、国盾量子等。
- ✓ 人形机器人：海康威视、中科创达等。

**风险提示：**

**宏观经济波动带来 IT 投资下滑的风险。**IT 支出作为企业的成本支出，宏观经济波动或将降低企业支出的意愿。

**产业进展不达预期的风险。**产业互联网、人工智能等产业还在发展中，应用端的落地受到数据、接受度等因素有可能进展不达预期。

**市场整体的系统性风险。**外围扰动等因素导致市场系统性调整，计算机板块受情绪影响较明显，存在同步调整风险。

## 6、汽车智能化——加速培育新质生产力

### 6.1 以智促变培育新质生产力，板块估值有望向上修复

**汽车智能化落地有序推进，多重变革驱动行业属性延伸：**6/4 工信部等四部门确定了 9 个智能网联汽车准入和上路通行试点的联合体。我们认为，本次首批试点联合体的确定标志着汽车智能化步入政策规范期，智能化落地预期催化或开启智能化主题性行情。我们判断，1) 智能网联汽车融合多种变革新技术，有望成为发展新质生产力的重要“引擎”；2) 随高阶自动驾驶、机器人等智能化技术+政策持续兑现/推进，行业属性延伸/参与结构更多元化，汽车板块（尤其汽车零部件）有望受益于智能化多重变革。

**技术兑现仍为高阶智能驾驶落地关键。**我们认为，本次首批试点联合体的确定，可以视作是 2023/11《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作通知》的延续，联合体主体或主要面向 2B 端，落地关键仍在于高阶自动驾驶技术兑现，随着智能化步入政策规范期，持续建议关注智能化主题、以及相关车企及产业链，推荐国内自动驾驶技术领先的小鹏汽车。

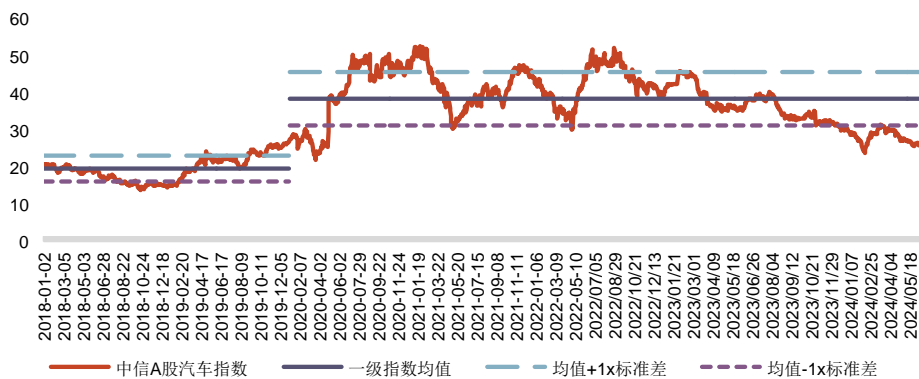
**线控制动/转向重要性日益凸显。**高阶智能驾驶不仅要求数据/算法/算力提升，对执行层响应速度+执行精度要求更高。我们判断，1) 线控底盘为新能源车+高阶智能驾驶应用的基础，在高阶智驾落地过程中的重要性凸显；2) 看好国产线控底盘零部件供应商崛起机会。线控制动推荐国内首家自主 one box 量产供应商伯特利；线控转向推荐全球转向系统龙头企业之一的耐世特。

**AI 行情下汽车零部件或向机器人产业延伸。**根据马斯克最新指引，最快将于 2025 年年底正式对外销售人形机器人 Optimus。我们判断，1) 特斯拉推出 Optimus 后人形机器人产业或步入高速发展期；2) 人形机器人可实现汽车领域技术复用（包括 FSD、传动方案等），特斯拉有望将车端国产供应链复刻至机器人端驱动降本。推荐已具备丰富机电一体化经验、与特斯拉有长期合作、且有望进一步深度合作机器人执行器的拓普集团。

### 6.2 投资建议

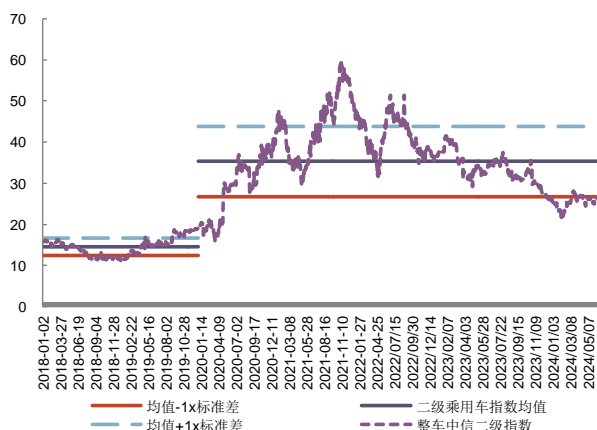
当前汽车板块估值处于低位，2024/6/11 中信 A 股汽车指数 PE-TTM 估值约 26x，位于 2020 至今估值-1x 标准差以下；其中，中信二级乘用车指数 PE-TTM 估值约 27x，位于 2020 至今估值-1x 标准差以下。中信二级零部件指数 PE-TTM 估值约 28x，位于 2020 至今估值-1x 标准差以下。

图 27：2018/1/2-2024/6/11 中信 A 股汽车指数 PE (TTM)



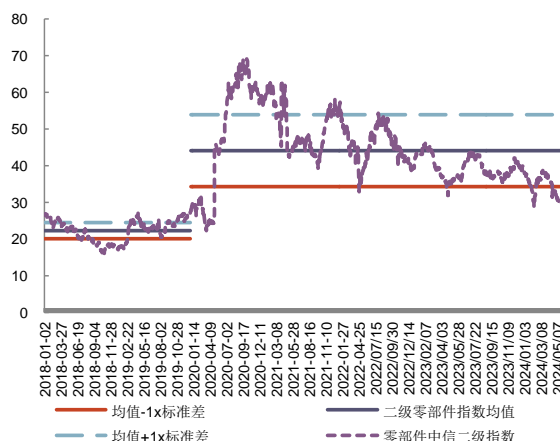
资料来源：Wind，光大证券研究所整理（注：数据截至 2024/6/11，隔断为区分 2018-2019、2020-至今数据）

图 28: 2018/1/2-2024/6/11 中信二级乘用车指数 PE (TTM)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 (注: 数据截至 2024/6/11, 隔断为区分 2018-2019、2020-至今数据)

图 29: 2018/1/2-2024/6/11 中信二级零部件指数 PE (TTM)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 (注: 数据截至 2024/6/11, 隔断为区分 2018-2019、2020-至今数据)

我们判断, 1) 预计 2024E 为近三年购车综合优惠力度最大之年; 其中, 新一线、二/三线城市的换购需求兑现或将成为拉动销量的关键。2) 小米、华为依然具备较强流量+品牌转换能力, 比亚迪仍将在 10-15 万元新能源车市场具备绝对主导力, 看好小米、华为、比亚迪的爬坡能力。3) 预计主题性事件或将成为板块短期主要催化剂, “科特估”或带动板块估值向上修复。

整车方面, 我们看好具备算法全栈自研能力、以及存在 2B+2C 端新车上量预期的整车厂。我们推荐小鹏汽车。

零部件方面, 我们看好线控底盘+人形机器人两条主线。1) 线控底盘, 推荐伯特利、耐世特。2) 人形机器人, 推荐拓普集团, 建议关注三花智控、贝斯特、斯菱股份、北特科技。

**风险提示:** 全球贸易摩擦与政策波动风险; 销量爬坡与增速不及预期; 市场竞争加剧+降价幅度超预期; 全球化布局不及预期; 智能化推进不及预期。

表 12: 汽车板块推荐公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (市场货币)	EPS(财报货币)			P/E(x)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
XPEV.N	小鹏汽车	7.50	-5.42	-2.07	1.13	NA	NA	47	买入
603596.SH	伯特利	37.50	2.06	2.58	3.43	18	15	11	买入
1316.HK	耐世特	4.28	0.01	0.05	0.06	37	11	9	买入
601689.SH	拓普集团	58.25	1.93	2.45	3.31	30	24	18	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-06-11; 汇率按 1HKD=0.9106CNY、1USD=7.1135CNY 换算

## 6.2.1 小鹏汽车 (XPEV.N)

**国内智驾领航者:** 小鹏汽车成立于 2015 年, 于 2020/8/27 在纽交所正式上市, 当前产品包括纯电轿车 P7、SUV G6/G9、MPV X9 等。小鹏汽车定位于中高端智能纯电市场, 目标用户为追求科技感的年轻群体。小鹏汽车是国内首家在量产车型中搭载全栈自动驾驶技术的车企, 并凭借多年积累, 已实现城市 NOA 功能大规模开放、以及端到端大模型上车。

**1Q24 毛利率同环比改善:** 1) 1Q24 汽车收入同比+57.8%/环比-54.7%至 55.4 亿元(ASP 同环比+31.8%/+25.0%至 25.4 万元, 交付量同比+19.7%/环比-63.7%至 2.2 万辆), 汽车业务毛利率同环比+8.0pcts/+1.4pcts 至 5.5% (主要由于产品结构优化); 2) 1Q24 服务与其他收入同环比+93.1%/+71.6%至 10.0 亿元,

毛利率同环比+24.3pcts/+15.7pcts 至 53.9% (主要受益于新增大众合作收入)。3) 1Q24 R&D 费用率同比-11.5pcts/环比+10.6pcts 至 20.6%，SG&A 费用率同比-13.2pcts/环比+6.4pcts 至 21.2% (主要由于智能驾驶研发投入加大+海外市场加速扩展)。4) 截至 1Q24 末短期投资等在手现金等价物合计约 414 亿元。

**2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启，看好大众合作带来长期增益：**预计小鹏全新品牌 Mona 首款车型、小鹏品牌 B 级纯电车型将分别于 3Q24E、4Q24E 上市交付。管理层指引从 3Q24E 开始，小鹏有望开启强车型周期 (覆盖 10-40 万元价格带的主要细分市场)；其中，Mona 首款车型或将高阶智能驾驶功能首次下探至 20 万元以内。我们判断，1) 小鹏主品牌及 Mona 品牌均定位于平价智能化，核心仍在于技术推进的功能体验、以及平价智能化的市场认可度能否兑现；预计 2Q24E 或平稳过渡，3Q24E-4Q24E 关注新车型定价、供应链、以及订单/交付爬坡持续性。2) 1Q24 小鹏已计提与大众集团的平台和软件技术服务费，预计与大众合作的持续深化 (双方已签署 EEA 架构合作协议) 有望进一步提振收入与毛利率。3) 小鹏营销/渠道内部改革逐步步入兑现期，预计渠道加速下沉 (3Q24E 门店数将提升至 600 家)、库存高效管理等模式有望提振交付爬坡。此外，海外市场也在积极推进，有望为公司长期发展奠定基础。

**维持“买入”评级：**我们维持 2024E/2025E/2026E Non-GAAP 归母净利润预测为-39.0 亿元/21.4 亿元/57.0 亿元，维持目标价为 US\$10.0 (对应约 1.3x 2024E P/S)；我们长期看好公司 AI 技术兑现+大众合作协同，维持“买入”评级。

**风险提示：**新车订单表现不及预期；渠道改革效果不及预期；市场竞争加剧等。

表 13：小鹏汽车盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26,855	30,676	51,895	89,467	98,665
营业总收入增长率	28.0%	14.2%	69.2%	72.4%	10.3%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-8,428	-9,444	-3,904	2,141	5,695
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	166.0%
EPS (元, 摊薄)	-4.92	-5.42	-2.07	1.13	3.01
Non-GAAP ROE (归属母公司, 摊薄)	-22.8%	-26.0%	-9.9%	5.1%	11.2%
P/S	1.7	1.5	1.0	0.6	0.5
P/B	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-6-11 (1 美元=7.1135 人民币)

注：1) 1 股 ADS=2 股 A-Class 普通股；2) 2022-2023 约 17.1/17.4 亿股普通股，预计 2024E-2026E 约 18.9 亿股普通股。

## 6.2.2 伯特利 (603596.SH)

**国内首家线控制动 One box 方案量产企业：**伯特利成立于 2004 年，2018 年 4 月 A 股上市。公司致力于生产汽车制动系统零部件，从盘式制动器和真空助力起家，并自主开发生产了一系列电控制动产品，成为全国第一家、全球第二家量产电子驻车制动系统 (EPS) 和国内首家掌握线控制动 One box 方案并完成量产的企业。除制动系统外，公司把握汽车轻量化发展趋势，于 2012 年与美国萨克迪合资成立了威海伯特利并成功切入通用供应链，从事轻量化零部件的生产和销售。

**销量规模持续扩大：**2023 年公司智能电控/盘式制动器/轻量化制动销量分别同比增长 48.9%/26.6%/31.3%。我们认为伯特利有望凭借技术+成本优势、以及持续产能投建，进一步放大规模优势：1) 技术优势：深耕汽车底盘制动系统，可自研量产 EPB/ESC、以及线控制动 one box 产品，并已向转向、悬架、以及 ADAS 产品拓宽；2) 成本优势：通过研发设计、采购降本、以及规模效应/生产效率提升，有望通过扩大零件自研范围进一步降本；3) 产能布局：公司围绕线控制动、电子驻车、盘式制动器等产品，逐步扩展全球布局响应客户需求。

**推进海外布局+持续研发创新，在研项目充沛将逐步兑现：**1) 海外布局：公司墨西哥一期项目（年产 400 万件轻量化零部件）已于 3Q23 末投产，拟建设墨西哥二期项目（预计 3Q24E 投产），并于 2024/1 发行可转债预案，计划募集资金 28 亿元中 10 亿元将用于建设墨西哥年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目，预计公司海外布局将持续扩大、拓展至北美外的其他市场；2) 研发创新：公司研发投入持续加大，2023 年完成开发及投产固定钳、四轮 EHC、以及大缸径 EPB 等产品，并将在轻量化、电控转向、ADAS 产品等方面持续推进，我们认为公司已为 WCBS2.0 及 EMB 产业化储备足够技术及生产能力；3) 在研项目：2023 年公司新增定点项目总数 319 项，智能电控产品持续获新订单（电子电控、智能驾驶产品新增定点项目 71、83 项）。我们认为，1) 公司重点发力智能底盘及智能驾驶领域，有望形成业务协同效应；2) 海外布局+研发创新持续推进为新项目量产交付奠定基础，在手订单兑现确定性强。

**维持“买入”评级：**综合考虑公司业务布局持续扩大、海外建厂前期或拖累净利润等因素，维持 2024E/2025E/2026E 归母净利润为 11.2 亿元/14.9 亿元/18.4 亿元。看好公司定点释放以及底盘全面布局的长期规划前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游行业竞争加剧；线控制动业务盈利能力不及预期；线控制动及线控转向渗透率不及预期；美国汽车市场消费不及预期；全球汇率波动。

表 14：伯特利公司盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,539	7,474	9,605	11,967	14,067
营业收入增长率	58.6%	34.9%	28.5%	24.6%	17.5%
净利润（百万元）	699	891	1118	1485	1839
净利润增长率	38.5%	27.6%	25.4%	32.8%	23.8%
EPS（元）	1.70	2.06	2.58	3.43	4.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.6%	15.7%	16.8%	18.7%	19.4%
P/E	22	18	15	11	9
P/B	4	3	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-6-11。

### 6.2.3 耐世特（1316.HK）

**百年全球转向龙头：**耐世特专注于汽车转向业务，1906 年在美国成立，有着超过百年的发展历史，2013 年在香港挂牌上市。作为全球领先的转向系统及动力传动系统供应商，公司目前主要产品可分为 4 大块：电动助力转向系统（EPS）、液压助力转向系统（HPS）、转向柱和中间轴（CIS）以及动力传动系统（DL），其中 EPS 为公司主要收入来源。

**亚太地区+EPS 业务进展顺利，2024E EBITDA 利润率有望抬升至低双位数：**分地区来看，2023 年公司亚太地区业务为业绩增长主要推动力：1) 2023 年亚太地区业务营收同比增长 25.9%至 12.2 亿美元（2020-2023 累计增幅达 90%），总营收占比同比+4pcts 至 29%（vs. 北美业务总营收占比缩减 5pcts 至 54%）；2) 2023 年公司投产 55 个新项目中 39 个来自亚太地区，首次成为理想和小鹏的供应商。分业务来看，2023 年公司 EPS 业务占比达 68%，新订单中 EPS 占比进一步提升至 81%。剔除供应商中断、UAW 罢工、公司重组的一次性项目调整，2023 年公司 EBITDA 利润率同比+0.4pcts 至 9.9%。我们认为随公司亚太地区+EPS 业务进一步推进，受益于固定支出削减+业务布局调整，预计 2024E 公司 EBITDA 利润率或有望提升至双位数。

**业务布局调整成效逐步显现，客户+产能推动营收持续增长：**管理层指引公司业绩增长动力充足：1) 客户群多元化：北美+亚太地区客户拓展均取得进展，已获得北美头部电动车企业 EPS 订单、切入理想/小鹏等中国本地 OEM，并有望

利用 DP-EPS 及线控转向新机遇进一步扩展亚太地区业务, 2024E 计划目标订单仍维持 60 亿美元; 2) 战略布局优化&扩张: 公司通过优化平衡工程资源, 已在全球成立五大技术中心, 并已于 2024/1 开始建设常熟新工厂, 预计新工厂于 2025E 投产后将持续带来业绩增长动力, 公司有望凭借全球战略优化提升成本+时间效益。我们认为, 1) 新增订单维稳营收增长+成本结构优化, 公司盈利能力或持续提升; 2) 公司在线控转向+转向系统集成+软件设计方面具有行业领先优势, 产品布局基本可以满足各等级自动驾驶转向需求, 有望随高阶智能驾驶逐步落地进一步抬升单车价值量。

**维持“买入”评级:** 我们维持 2024E/2025E/2026E 归母净利润为 1.3 亿/1.6 亿/2.2 亿美元, 维持目标价为 4.82 港元 (对应约 12x 2024EPS)。看好公司自动驾驶转向业务全面布局, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游客户销量不及预期; 美国电动化转型速度不及预期; 亚太地区汽车市场竞争加剧; 全球汇率波动; 线控转向渗透率不及预期。

表 15: 耐世特盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (mn USD)	3,840	4,207	4,493	4,781	5,107
营业总收入增长率	14.3%	9.6%	6.8%	6.4%	6.8%
归属母公司净利润 (mn USD)	58	37	130	157	222
归属母公司净利润增长率	-51.0%	-36.7%	254.6%	20.5%	41.1%
EPS (USD) (摊薄)	0.02	0.01	0.05	0.06	0.09
ROE	3.00%	1.87%	6.05%	7.11%	9.58%
P/E	23.7	37.4	10.6	8.8	6.2
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-06-11; 注: 1USD=7.8119HKD。

## 6.2.4 拓普集团 (601689.SH)

**笃行四十年, NVH 龙头已逐步转型为平台型供应商:** 拓普集团成立于 1983 年, 2015 年在上交所成功挂牌上市。公司传统主业为 NVH 产品 (减震及隔音内饰), 市占率位居国内前列, 现已成功将业务横向拓展至八大汽车产品 (减震系统、内外饰系统、车身轻量化、底盘系统、热管理系统、空气悬架系统、智能驾驶系统、智能座舱部件), 同时积极布局机器人执行器。

**“8+1”业务驱动长期发展, 机器人业务前景可期:** **车端:** 从 2023 年业务分拆来看, 1) 底盘系统表现强劲, 收入同比+37.7%至 61.2 亿元; 2) 减震器、内饰功能件表现稳定, 收入同比+11%至 43.0 亿元、同比+20.4%至 65.8 亿元; 3) 热管理、汽车电子收入同比+13.1%至 15.5 亿元、同比-5.8%至 1.8 亿元。**机器人端:** 2023 年公司新增电驱系统业务 (对应机器人电驱执行器), 销量 0.02 万套, 收入 185 万元, 毛利率 81.3% (vs. 2023 年公司总毛利率同比+1.4pcts 至 23.0%)。2024/1/8 公司 2 条机器人电驱系统生产线正式投产, 年产能 30 万套。我们认为, 公司机器人业务前景可期, 看好公司汽车核心业务稳健增长、机器人部件业务协同推进的发展前景。

**客户群持续拓宽+新产品渐入收获期:** **1) 客户:** 公司现已配套华为 (问界/智界)、小米等多家流量客户, 车型覆盖拓宽+多元化客户结构将支撑公司营收持续增长。**2) 产品:** 当前公司凭借机械、电控、软件的一体化研发整合能力, 已形成汽车+机器人双产业模式, 空气悬架、机器人执行器等智能化业务有望驱动业绩稳健增长+提振估值。**3) 产能:** 公司积极推进全球化布局+产能扩建, 当前已在全球设立 5 个技术研发中心及 70 多个制造工厂, 预计到 2025E 可形成 1,440 万套底

盘系统、840 万套内饰功能件、96 万套热管理系统的年产能。我们判断，1) 2024E 空气悬架有望带动公司汽车电子业务迎来收获期、机器人端存在估值催化；2) Tier0.5 级平台化供应商定位有望持续助力公司业务发展，底盘轻量化/电动化/智能化一站式解决方案有望持续驱动单车配套价值量提升+客户群持续拓宽。

**维持“买入”评级：**我们维持 2024E/2025E/2026E 归母净利润预测为 28.5 亿元/38.5 亿元/46.4 亿元。看好公司新产品放量驱动单车配套价值量提升+客户群持续拓宽前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源车销量增速不及预期、线控底盘渗透率不及预期、新建产能爬坡不及预期、上游原材料价格波动、全球贸易摩擦与地缘政治风险。

表 16：拓普集团盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,993	19,701	27,398	34,546	39,947
营业收入增长率	39.52%	23.18%	39.07%	26.09%	15.63%
净利润（百万元）	1,700	2,151	2,846	3,850	4,638
净利润增长率	67.13%	26.50%	32.32%	35.29%	20.47%
EPS（元）	1.54	1.95	2.45	3.31	3.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.02%	15.60%	17.77%	20.25%	20.62%
P/E	38	30	24	18	15
P/B	5	5	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-6-11。（注：2021-2023 公司股本为 11.02 亿，2024 股本为 11.63 亿）

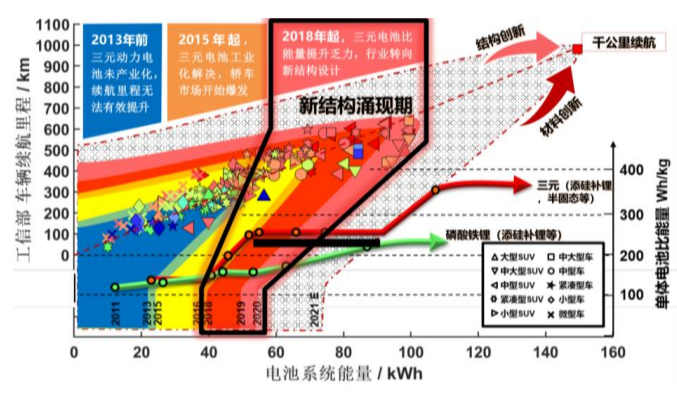
## 7、锂电行业引领优势制造

### 7.1 锂电行业引领中国优势制造，需求放缓及海外政策扰动压制估值

锂电行业是“科特估”的重要代表。宁德时代等引领中国优势制造方向的锂电公司，具有较高的科技含量和创新能力，这些企业的发展对于推动中国经济的转型升级和提高国家的核心竞争力具有重要意义，是“科特估”的重要代表。

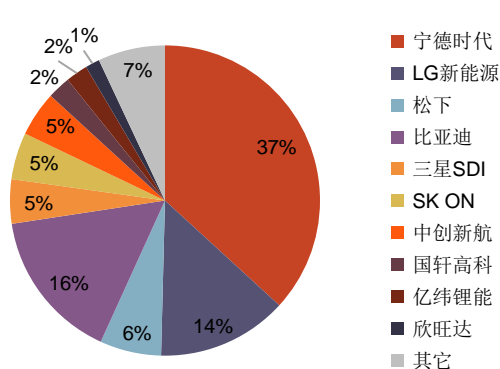
锂电行业全球竞争力强，宁德时代全球市占率保持第一。据 SNE Research 数据，2023 年全球动力电池装车量约为 705.5GWh，同比增长 38.6%；排名前十的厂商有六家为中国企业，全球市占率之和达 63.5%，较上一年增长了将近 4 个百分点。其中，宁德时代动力电池装车量达 259.7GWh，相较 2022 年增长 40.8%，市占率高达 36.8%，连续七年成为动力电池市场第一。

图 30：动力电池技术持续创新



资料来源：欧阳明高 2021 年中国电动汽车百人会发言 PPT，光大证券研究所

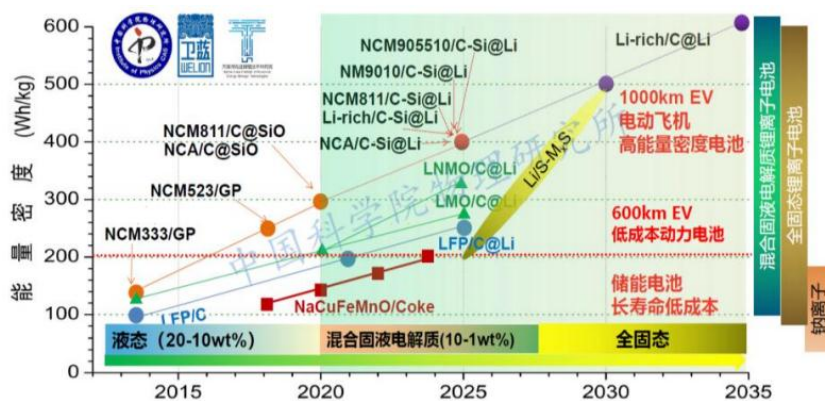
图 31：2023 年全球动力电池装车市场份额



资料来源：SNE research，光大证券研究所

电池技术不断创新，尚有较大迭代空间。锂电池的技术创新是渐进式的持续迭代，技术、设备、工艺的 know-how 具有较高壁垒。固态电池、锂金属电池、钠电池、磷酸锰铁锂等锂电新技术层出不穷，锂电池技术仍有较大创新迭代空间。此外，低空经济是新质生产力的重要方向，三电系统尤其是电池，对 eVTOL 的性能、应用场景、经济性起到至关重要的影响，eVTOL 对电池技术、能量密度、成本、寿命也提出了更高的要求，有力推动了更高能量密度的固态电池的发展。

图 32：电池技术仍在不断创新，有较大迭代空间



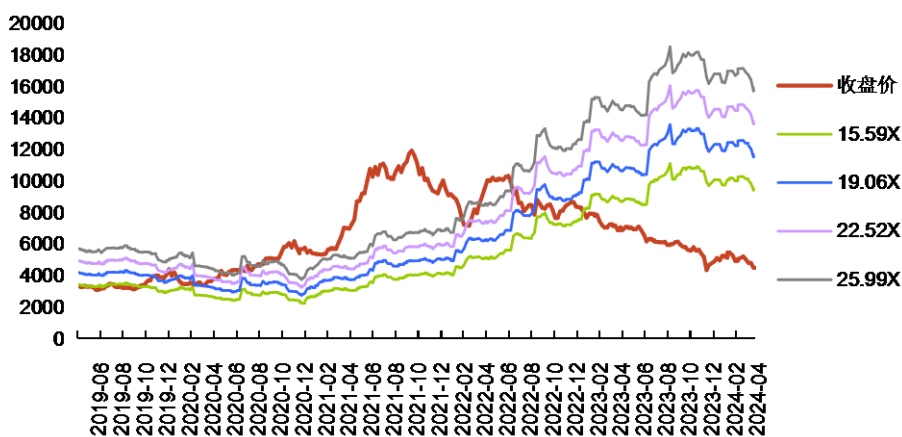
资料来源：《固态电池的开发现状及应用思考》，中科院物理所，2020

**海外政策扰动不断,出海建厂开启新增长。**欧美关税及限制性补贴政策扰动不断,是压制锂电行业估值的重要因素。中国锂电池在全球的产品竞争力和成本优势较强,国内企业可通过海外建厂规避高关税。海外对石墨负极材料、储能磷酸铁锂电池的依赖度较强,全球电动化难以绕开中国锂电产业链。25年起随着海外产能释放、海外车企订单起量,出海领先的锂电公司有望开启新增长曲线。

**跨过快速成长期,估值回落至历史较低水平。**锂电行业需求增速减缓至30%左右,跨过享受估值溢价的低渗透率成长期。但由于阶段性供给过剩导致中国优势制造的盈利能力相对回落,估值水平回落至较低水平,亟待“出海”开拓新的市场空间,届时估值水平有望回归。

**风险提示:**海外政策风险,新能源车销量、储能装机需求不及预期,钠离子电池、氢燃料电池、固态电池等技术迭代。

图 33: 锂电池指数(884039.WI) PE-Band



资料来源: wind, 光大证券研究所, 时间: 2019年6月15日至2024年6月13日

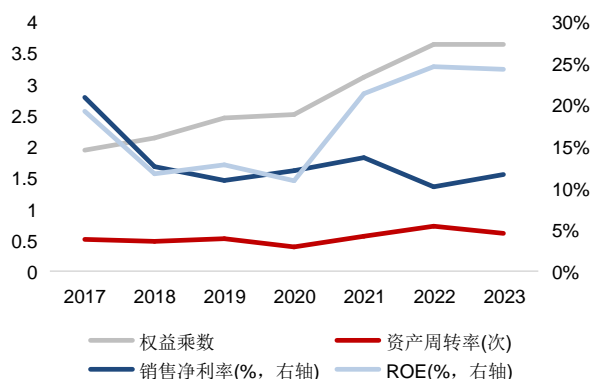
## 7.2 宁德时代: 强者恒强, CATL inside 开启新成长

**宁德时代作为锂电龙头,产业链地位巩固。**回顾2018年补贴过渡期后,车型升级提升对于动力电池的差异化和高品质要求,导致宁德时代产品供不应求,实现to B商业模式下的跨越。2018年以来公司利润率有明显降低,与之同步的是对上下游应收应付规模的增加,相当于无息负债,使得公司可以运用更高的财务杠杆,从而提升ROE水平。

**新品周期拉开“CATL inside”序幕。**2023年下半年,随着宁德时代快充神行、麒麟电池的推出,“CATL inside”在消费者对于动力电池品质的认知中进一步抢占心智,产品差异化程度实现了又一次跨越,对下游议价能力有望提升。不同的是,此次是宁德时代作为制造业龙头向to C端建立品牌效应的升级,公司有望成为像英特尔、英伟达等,又一个稀缺的具备C端品牌效应的to B龙头。

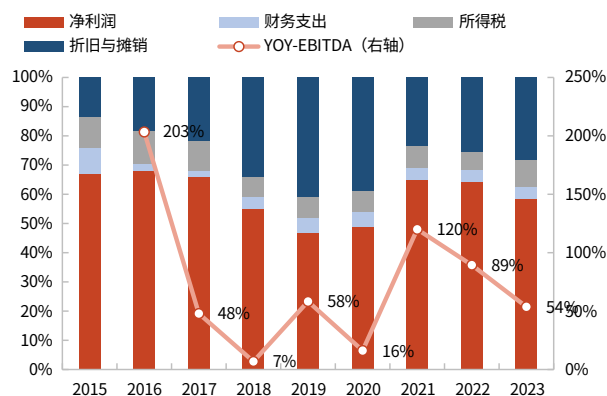
**折旧政策激进前置成本,25年折旧高峰过后利润率有望提升。**23年公司资本开支为336.25亿元,同比下降30.26%。公司的资本开支和在建产能从21年加速到22年达到峰值,23年已开始回落,预计2024年将是资本开支的低谷。25-26年折旧与摊销高峰后影响减弱,届时报表端净利润有望改善。

图 34: 宁德时代 ROE 拆分



资料来源: IFinD, 光大证券研究所

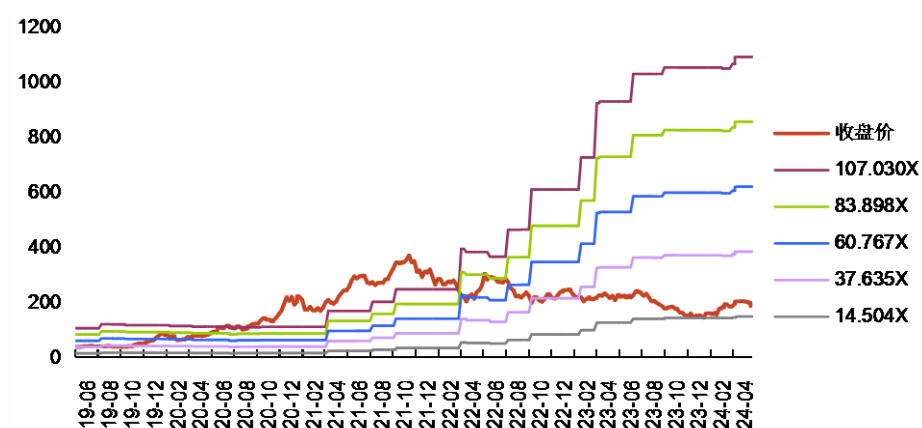
图 35: 宁德时代 EBITDA 分项结构



资料来源: IFinD, 光大证券研究所

**海外合作新模式实现轻资产扩展的同时提升利润率。**海外业务扩展方面,公司与福特等海外车企通过技术授权的轻资产模式开拓海外市场,降低了公司收入规模但相应资本开支规模更少,远期海外市占率提升的同时,将实现利润率的抬升。

图 36: 宁德时代 PE-Band



资料来源: wind, 光大证券研究所, 时间: 2019 年 6 月 15 日至 2024 年 6 月 13 日, 单位: 元

动力及储能电池行业具备较高的技术壁垒,产品差异化、产能规模和精益制造构筑深厚护城河。维持 24-26 年公司归母净利润预测 504/603/715 亿元,当前股价对应 PE 为 17/14/12X。公司凭借技术优势、客户优势、规模优势等持续提升市占率, LRS (License Loyalty Service, 为车企客户提供技术授权、工厂筹建及运营服务等) 等海外合作轻资产模式降低杠杆率,品牌效应进一步提升产业链议价能力,净利率有望提升,从而维持较高 ROE 水平,实现新成长的跨越, PE 估值已至历史底部区间, **维持“买入”评级。**

**风险提示: 新能源车销量不及预期, 储能需求不及预期, 海外政策风险。**

表 17：宁德时代盈利预测与估值简表

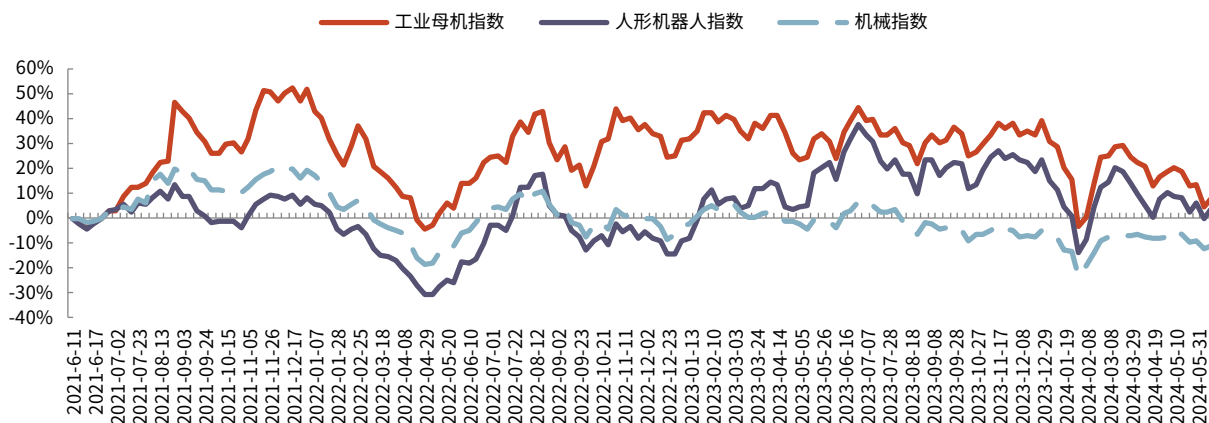
指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	328,594	400,917	405,489	500,398	601,159
营业收入增长率	152.07%	22.01%	1.14%	23.41%	20.14%
净利润（百万元）	30,729	44,121	50,360	60,327	71,510
净利润增长率	92.89%	43.58%	14.14%	19.79%	18.54%
EPS（元）	12.58	10.03	11.45	13.71	16.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.68%	22.32%	21.90%	21.99%	22.08%
P/E	15	19	17	14	12
P/B	2.8	4.1	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	11.5	11.8	10.3	8.4	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-06-12，股本 2022 年 24.43 亿股，2023 年 43.99 亿股

## 8、机械行业：人形机器人与工业母机

从股价表现来看，近3年机械指数、人形机器人指数、工业母机指数累计涨幅分别为-12%、7%、7%；2024年以来机械指数、人形机器人指数、工业母机指数累计涨幅分别为-4%、-10%、-18%。

图 37：相关板块股价涨跌幅



资料来源：Wind、光大证券研究所；截至 2024-06-12

表 18：相关标的估值表

	代码	简称	市值(亿元)	收盘价(元)	归母净利润(亿元)				PE(X)			
					2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
工业母机	688305.SH	科德数控	71	69.59	0.6	1.0	1.6	2.3	117	69	45	31
	300161.SZ	华中数控	49	24.50	0.2	0.3	1.0	1.6	290	180	47	30
	601882.SH	海天精工	129	24.67	5.2	6.1	7.2	8.5	25	21	18	15
	688697.SH	纽威数控	56	17.01	2.6	3.2	3.8	4.5	21	17	15	12
	688577.SH	浙海德曼	34	44.89	0.6	0.3	0.4	0.6	57	116	76	54
	002338.SZ	奥普光电	75	31.35	0.8	0.9	1.0	1.3	92	87	73	60
机器人	003021.SZ	兆威机电	127	53.07	1.5	1.8	2.3	3.2	84	71	54	40
	603728.SH	鸣志电器	200	47.70	2.5	1.4	2.1	2.9	81	143	96	69
	603009.SH	北特科技	73	20.40	0.5	0.5	0.7	1.1	159	144	104	68
	603667.SH	五洲新春	70	19.00	1.5	1.4	2.0	2.5	47	51	36	28
	300580.SZ	贝斯特	92	27.00	2.3	2.6	3.4	4.4	40	35	27	21
	688017.SH	绿的谐波	183	108.67	1.6	0.8	1.3	1.9	118	218	142	94
	301413.SZ	安培龙	45	45.99	0.9	0.8	1.2	1.7	51	57	38	27

资料来源：Wind、光大证券研究所；归母净利润预测为 Wind 一致预期 截至 2024-06-12

### 8.1 人形机器人：新质生产力的重要载体

人形机器人是新质生产力的重要载体。2024年6月，求是网发布《深刻领悟发展新质生产力的核心要义和实践要求》，文中提出，与前三次工业革命不同的是，这一轮科技革命和产业变革以数据等新型生产要素的产生和应用为重要标志，以包括算力、算法、网络通信在内的数字技术、人工智能为底层技术和核心技术，以数字化、智能化、绿色化为方向，具有多领域技术群体突破、交叉融合以及技术迭代加快、创新周期缩短等特征。人形机器人作为人工智能的最佳载体，无疑承载着新质生产力的未来。发展人形机器人，对于保持我国人口红利，维持制造业人工成本，具备战略意义。

图 38：人形机器人产业链一览



资料来源：特斯拉官网，光大证券研究所整理

**人形机器人行业加速发展，空间广阔。**人形机器人产业已步入发展快车道，2022年10月，特斯拉展示了 Optimus 机器人工程机，代表着人形机器人进入加速产业化阶段。近年来，随着人工智能技术的加速发展，人形机器人在“决策能力”上取得了快速的进步，人形机器人的智能化发展迅速。根据 Statistics MRC 的数据，2021 年全球人形机器人的市场规模为 15 亿美元，预计到 2028 年将达到 264 亿美元，2021-2028 年的 CAGR 达 50.5%。就下游应用场景来看，人形机器人兼具工业品和消费品的属性，放量的核心在于价格和性能。

**人形机器人是硬件和软件的高度结合体，是机械、电气、人工智能等多领域交叉打造的“明珠”。**人形机器人包括感知、决策、执行三大系统，由视觉传感器、触觉传感器，芯片、算法，动力单元、旋转关节、线性关节、手部关节等组成。我们以特斯拉 Optimus 的零部件构成进行测算，当人形机器人销量达到百万台级别时，机器人总成的市场空间将超过千亿元。线性关节总成、旋转关节总成的市场空间会超过 500 亿元。无框力矩电机、力矩传感器、行星滚柱丝杠、谐波减速器等市场空间将超过百亿元。机器人产业链将迎来巨大的发展空间。

表 19: 特斯拉 Optimus 价值量拆解

分类		单价 (元)	数量 (个)	总价 (元)	占比
旋转关节	无框力矩电机	1300	14	18200	12%
	力矩传感器	800	14	11200	7%
	行星滚柱丝杠	2000	14	28000	18%
	单列向心球轴承	300	28	8400	5%
	<b>合计</b>			<b>65800</b>	<b>42%</b>
线性关节	无框力矩电机	1300	14	18200	12%
	力矩传感器	800	14	11200	7%
	谐波减速器	1400	14	19600	12%
	交叉滚子轴承	300	28	8400	5%
	<b>合计</b>			<b>57400</b>	<b>37%</b>
手部关节	空心杯电机	700	12	8400	5%
	行星减速器	600	12	7200	5%
	力矩传感器	500	12	6000	4%
	<b>合计</b>			<b>21600</b>	<b>14%</b>
控制系统	FSD 芯片	8000	1	8000	5%
视觉系统	摄像头	300	3	900	1%
动力系统	电池	1500	1	1500	1%
其他结构件				2000	1%
<b>合计</b>				<b>157200</b>	<b>100%</b>

资料来源: 特斯拉官网, 光大证券研究所根据步科股份、绿的谐波、鸣志电器等公司公告及官网数据整理、测算; 引自《聚焦消纳与新技术, 静待新能源再成长——电新公用环保 2024 年投资策略报告》(2023 年 10 月发布)

表 20: 人形机器人各环节市场空间测算

	单机价值量 (万元)	市场空间		
		10 万台 (亿元)	100 万台 (亿元)	1000 万台 (亿元)
机器人总成	15.72	157.2	1572	15720
线性关节总成	6.58	65.8	658	6580
旋转关节总成	5.74	57.4	574	5740
无框力矩电机	3.64	36.4	364	3640
力矩传感器	2.84	28.4	284	2840
行星滚柱丝杠	2.8	28	280	2800
单列向心球轴承	0.84	8.4	84	840
谐波减速器	1.96	19.6	196	1960
交叉滚子轴承	0.84	8.4	84	840
空心杯电机	0.84	8.4	84	840
行星减速器	0.72	7.2	72	720
FSD 芯片	0.8	8	80	800
摄像头	0.09	0.9	9	90
电池	0.15	1.5	15	150

资料来源: 特斯拉官网, 光大证券研究所根据步科股份、绿的谐波、鸣志电器等公司公告及官网数据整理、测算

**投资建议:** 2024H2 开始, 以特斯拉为代表的人形机器人先行者将步入落地期。硬件层面, 包括技术方案、产品、厂商定点、订单、份额在内的一系列事件将逐步确定, 从而演化为投资层面的密集催化。立足硬件技术路线与各厂商进展, 结合“科特估”的内涵, 我们建议关注: 1) 精密信号控制与反馈环节, 包括灵巧

手、触觉/六维力传感器：兆威机电、安培龙、华培动力、汉威科技；2) 精密加工与传动，关注丝杠、谐波减速器：北特科技、贝斯特、五洲新春。

## 8.2 工业母机：国之重器，新质生产力重要的安全资产

高档数控机床作为“国之重器”，具有战略性、基础性地位的“工业母机”和高端装备制造业的基石，作为高端装备制造价值生成的重要基础和产业跃升的关键支撑，其性能、质量和拥有量已成为当今衡量一个国家工业化水平与综合国力的重要标志，对于我国制造业实现高水平科技自立自强、塑造国际竞争新优势具有重大的战略意义，是新质生产力的重要安全资产。

《中国制造 2025》将“高档数控机床”列为未来十年制造业重点发展领域之一。2023 年 7 月，工业和信息化部、教育部、科技部、财政部、国家市场监管总局等五部门联合印发《制造业可靠性提升实施意见》，提出重点提升立/卧式加工中心、五轴联动加工中心、车铣复合加工中心、重型数控机床等工业母机的可靠性水平。同月，财政部税务总局印发关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知，自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日对生产销售先进工业母机主机、关键功能部件、数控系统的企业，加计 15% 抵减企业应纳增值税税额。

### 数控化与国产化

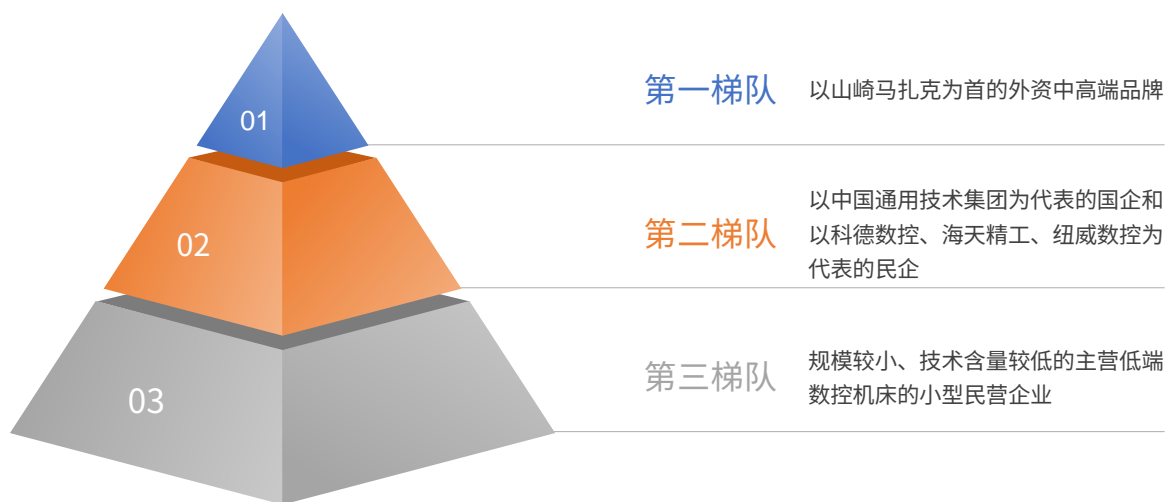
当前国内机床行业大致可分为三大梯队，其中：

**第一梯队：**历史悠久，实力雄厚的外资企业，主营业务是高端数控机床，如日本山崎马扎克，德国通快，德马吉森精机，美国马格等。目前大多数都通过在中国投资或合资建厂；

**第二梯队：**国内最先起步，并具有一定技术实力，资金实力和品牌影响力的民企和国企。从最早的国营企业“十八罗汉”，到现在如海天精工，创世纪，纽威数控等新主力军民营企业；

**第三梯队：**规模较小，技术含量较低的主营低端数控机床的小型民营企业。产品价格便宜，产品加工精度要求不高，主要应用于一般民用产品，汽车零部件粗加工等领域。

图 39：国内机床行业竞争结构

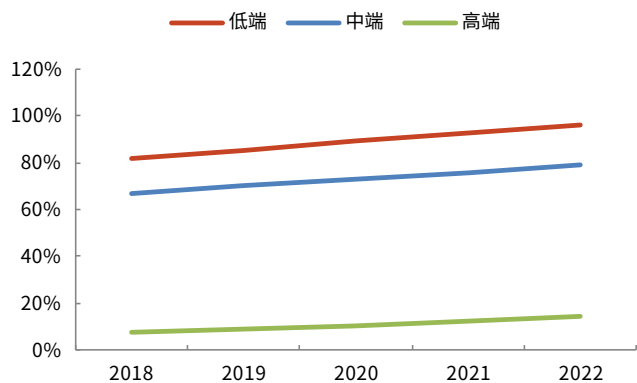


资料来源：头豹产业研究院

目前我国低端数控机床基本达到自给自足，中端数控机床基本实现国产替代，但高端数控机床国产化率仍处于较低水平。根据科德数控公告，截至 2022 年底国内高端机床国产化率不足 10%。

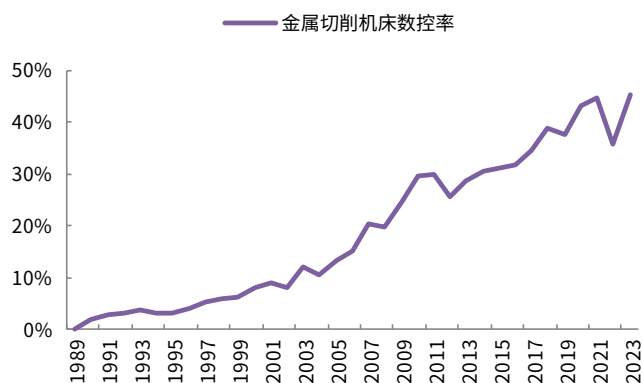
据中国机床工具工业协会数据，2023 年金属切削机床数控化率为 45.5%。在发达国家中，日本机床数控化率维持在 80%以上，美国和德国机床数控化率均超过 70%，与之相比国内机床数控化率提升空间较大。

图 40：中国机床国产化率



资料来源：头豹产业研究院

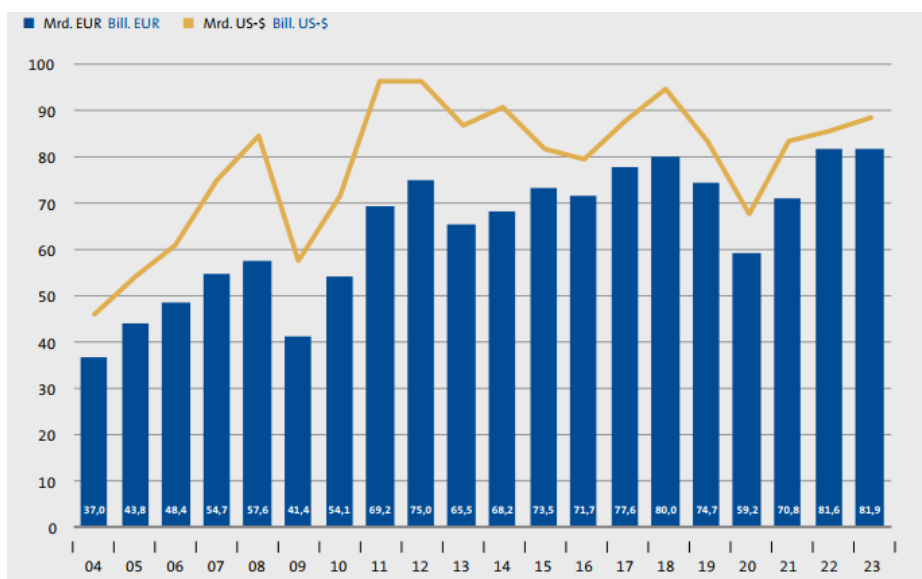
图 41：中国金属切削机床数控化率



资料来源：Wind、光大证券研究所

根据德国 VDW 数据，2023 年全球机床产值 819 亿欧元，同比+12%。其中金属切削机床 566 亿欧元，金属成形机床 235 亿欧元（过去 5 年比例约为 7:3）。2022 年全球机床产值排名前十的国家和地区依次为：中国（不包含中国台湾地区，下同）（257 亿欧元）、日本（99 亿欧元）、德国（97 亿欧元）、意大利（65 亿欧元）、美国（56 亿欧元）、韩国（43 亿欧元）、中国台湾地区（39 亿欧元）、瑞士（28 亿欧元）、印度（13 亿欧元）、奥地利（12 亿欧元）。

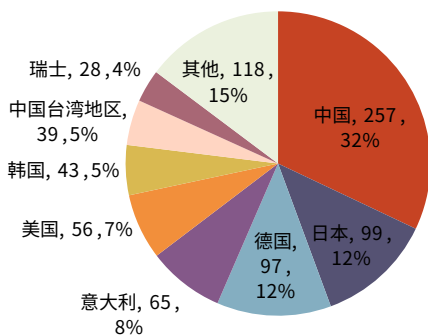
图 42：全球机床产值



资料来源：VDW、光大证券研究所；单位：柱子单位为十亿欧元，线条单位为十亿美元

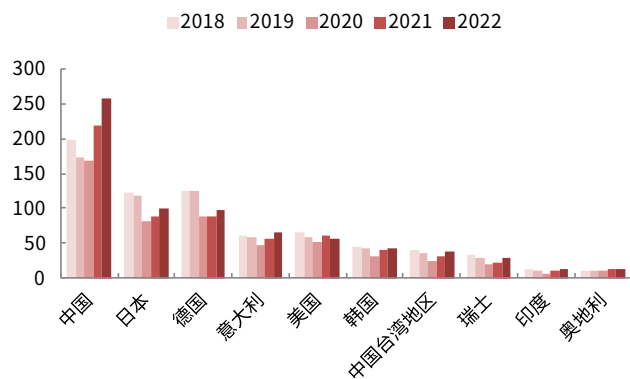
中国目前是全球最大的机床生产国，也是最大的机床消费国。2022 年产值占全球 32%，其次为日本（12%）、德国（12%）、意大利（8%）、美国（7%）；2022 年机床消费占全球 34%，其次为美国（12%）、意大利（7%）、德国（7%）、日本（5%）。

图 43：2022 年全球机床生产情况



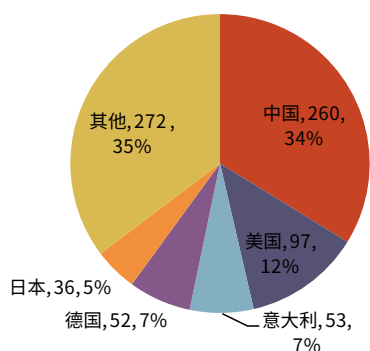
资料来源：VDW、光大证券研究所；注：不含配件、附件；单位：亿欧元

图 44：全球机床产值国家和地区前十



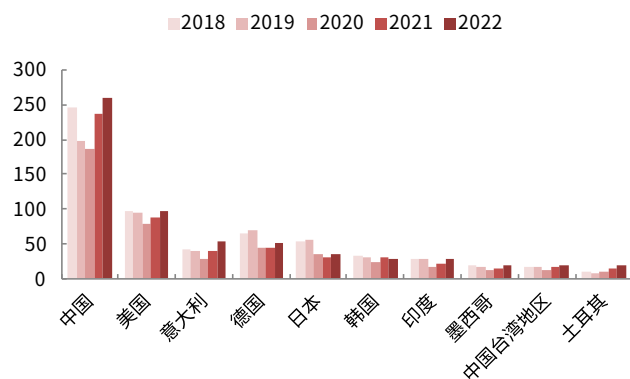
资料来源：VDW、光大证券研究所；注：不含配件、附件；单位：亿欧元

图 45：2022 年全球机床消费情况



资料来源：VDW、光大证券研究所；单位：亿欧元

图 46：全球机床消费国家和地区前十



资料来源：VDW、光大证券研究所；单位：亿欧元

从产品特征看，高档数控机床由刀具、主轴、滚珠丝杠、导轨、卡盘、转台等核心功能部件以及主机、数控系统 3 大部分构成，是具备高成本、技术密集型、高端定制等特征的复杂产品系统。

图 47：数控机床上下游

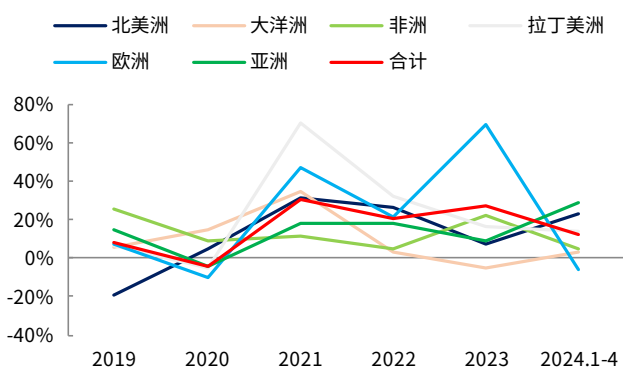


资料来源：国盛智科招股说明书

出口方面，2024 年 1-4 月，我国累计出口金属切削机床 17.6 亿美元，累计同比+7%，其中累计出口欧洲、亚洲、拉丁美洲、北美洲分别为 5.3、7.9、1.8、1.7 亿美元，累计同比分别为-16%、25%、11%、24%。出口欧洲累计增速为负，主要受到俄罗斯拖累。主要出口国家中，2023 年 1-4 月、2024 年 1-4 月出口累计增速分别为：美国 16%/24%，越南 21%/30%，印度 26%/23%。

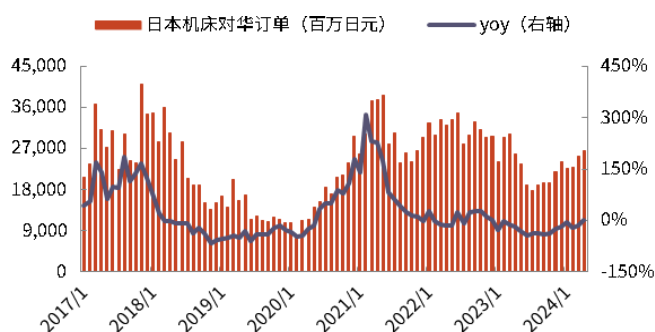
内需方面，日本 4 月份出口中国机床 265.6 亿日元，环比+4.7%，同比+2.6%。显示出底部复苏迹象。

图 48：我国金属切削机床出口增速



资料来源：海关总署、光大证券研究所

图 49：2024 年 4 月日本机床对华订单同比+3%



资料来源：日本工作机械工业会，光大证券研究所，统计时间截至 2024 年 4 月

截至 2022 年底，国内高端机床国产化率不足 10%，进口替代空间巨大，但国内开展高端机床业务的企业数量及产销量仍与发达国家相差较大，而且高档数控系统及关键功能部件仍以进口为主。随着《推动大规模设备更新和消费品以旧换新

行动方案》出台，有望释放国内机床设备更新需求，推动高端数控机床国产替代，加速关键工序数控化率提升。

#### 投资建议：

**整机层面：**看好技术领先的头部机床企业，建议关注科德数控（五轴联动数控机床）、海天精工（数控龙门加工中心）、纽威数控（立加、卧加产品线丰富）、宇环数控（数控研磨抛光）；

#### 零部件层面：

1) 数控系统作为工业母机之“脑”，技术壁垒高，产业链地位关键，建议关注华中数控；2) 主轴与进给系统作为工业母机之“四肢”，是数控机床高精度的保证，代表了高水平的机加工工艺和先进制造能力，建议关注贝斯特（丝杠）、昊志机电（主轴）、绿的谐波（转台）；3) 测量系统作为工业母机之“眼”，是数控机床实现闭环控制的重要组成，目前国产化率仍处于较低水平，建议关注奥普光电。

#### 风险提示：

人形机器人相关技术进步不及预期风险；人形机器人降本不及预期风险；工业母机核心技术进步不及预期风险。

## 9、医药行业：创新药与创新器械有望成为强劲主线

生物医药是“科特估”的重要组成部分之一，2024年6月国务院办公厅发布的《关于印发<深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务>的通知》（国办发〔2024〕29号）中，也明确提出对医药创新的大力支持：

- 研究对创新药和先进医疗技术应用给予在 DRG/DIP 付费中除外支付等政策倾斜。
- 推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围。
- 加大创新药临床综合评价力度，促进新药加快合理应用。
- 制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。
- 加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。
- 整合医疗医药数据要素资源，围绕创新药等重点领域建设成果转化交易服务平台。

我们在2023年11月6日发布的《重塑价值导向，医药新周期开启——医药生物行业2024年投资策略》中提出创新驱动、国产替代有望成为未来的投资主线，而该类方向下的创新药、创新器械板块，同样契合“科特估”的理念。

### 9.1 创新药：政策大力支持创新发展，高临床价值产品将持续获得优势

我国持续重视“安全与发展”，通过大基金等形式推动半导体产业向前迈进。自21世纪初的《极大规模集成电路制造装备及成套工艺》项目（即“02专项”）

生物技术作为“科特估”的重要组成部分，特别是在医药领域的创新药，受到国家政策的高度重视和支持。2024年医改新政进一步明确了对创新药的鼓励和支持，预示着生物技术领域的广阔前景。

**2024年政府工作报告中提及要培育创新药产业发展，并强调了医药产业2024年的发展主基调为创新发展。**

2024年政府工作报告中提及要培育创新药产业发展；加强健康养老等民生科技研发应用；提高医疗卫生服务能力，并强调了医药产业2024年的发展主基调为创新发展。此后，包括北京、广州在内，多地相继发布支持生物医药产业或创新药械高质量发展的相关政策含征求意见稿：

**-北京：**北京市医保局发布《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》，其亮点在于从研发端与支付端两方面发力，指出要在研发上加快审批速度，在支付方面对创新药限制松绑，鼓励多元化支付；

**-广州：**广州开发区科技创新局发布《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》，其中提到对于具备颠覆性技术创新突破、应用前景明确广阔的若干生物医药顶尖项目，按“一事一议”原则由市、区共同给予人才奖励、研发和产业化奖励、投资入股、贴息贷款等全链条支持，给予最高支持额度50亿元，支持期限最长5年的支持，涉及财政资金支持部分按1:1比例予以分担。

**卫健委深化体制改革，推动卫生健康事业高质量发展。**

2024年6月发布的《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》中，明确了未来一年的改革方向和重点任务。政策聚焦于医保、医疗、医药协同发展和治理，推动卫生健康事业高质量发展。

**加强医改组织领导：**加强医改工作统筹协调，强化地方政府医改责任，建立医保、医疗、医药政策协同、信息联通、监管联动机制。

**推广三明医改经验：**强调了公立医院公益性的深化和以人民健康为中心的服务模式转变，药品和医用耗材集中带量采购的提质扩面，医疗服务价格改革试点的推进，以及公立医院薪酬制度的改革。

**进一步完善医疗卫生服务体系：**集中在提升公共卫生服务能力，加强基层医疗卫生服务，建设国家医学中心和区域医疗中心，深化医疗联合体改革，推进中医药传承创新发展，提升卫生健康人才能力，以及开展优质高效服务体系改革试点。

**推动公立医院高质量发展：**强调公立医院党委领导下的院长负责制，实施高质量发展促进行动和绩效考核，推进以业财融合为重点的公立医院运营管理，加强公立医院债务风险管控。

**建立多层次医疗保障体系：**健全基本医疗保障制度，提升居民医保财政补助，推进商业健康保险创新，加强职工医保门诊共济保障机制建设。

**加强药品领域改革创新：**加强药品使用和管理，推进药品审评审批制度改革，完善药品供应保障机制，推动国家基本药物目录与国家医保药品目录、药品集采、仿制药质量与疗效一致性评价协同衔接。

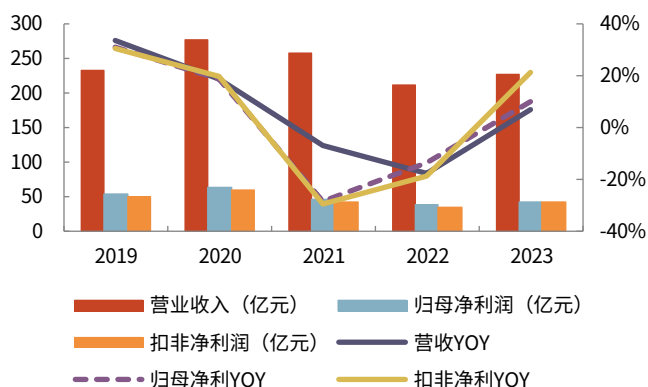
我们认为此次工作任务的一大重点在于控制医保支出，实现公立医院的精细化管理，达到提高患者就诊质量的同时降低医疗费用。具有药物经济学优势的“高性价比”方案将在临床应用中取得优势，创新药、创新器械、中药等高质量临床产品有望持续放量。随着政策支持和产业创新水平的持续进步，拥有完善的平台化创新能力的企业，和差异化特色品种，将迎来长足发展，推荐恒瑞医药、荣昌生物（A+H）。

### 9.1.1 恒瑞医药：中国创新药龙头企业，把握转型再拾增长势态

恒瑞医药是中国领先的综合制药企业，以其在创新药物研发领域的显著成就而闻名业内。公司专注于肿瘤、手术用药、造影剂等多个治疗领域，拥有强大的研发实力和丰富的产品管线。恒瑞医药致力于通过持续的研发投入，推动国产药品的创新和质量提升，实现关键药品的国产替代，满足国内外市场的需求。

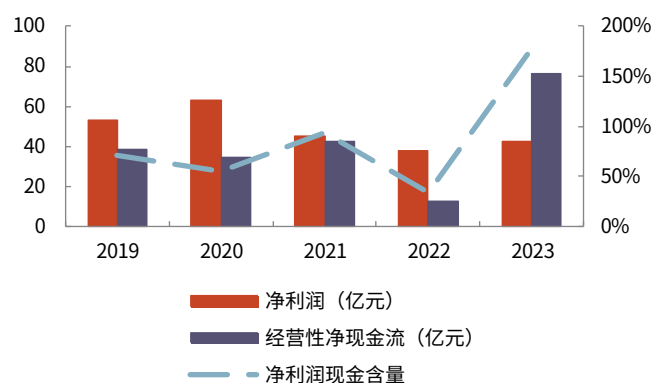
**业绩收入显著改善，创新转型卓有成效。**22年受仿制药集采及PD-1为代表的抗肿瘤新药竞争压力加大，公司业绩明显承压，收入及归母净利润分别同比下滑17.87%及13.77%至212.8亿元及39.1亿元。但进入23年公司营业收入重回正增长通道，公司实现营业收入及归母净利润达228.2亿元及43.0亿元，分别同比增长7.26%及10.14%，其中创新药收入106.37亿元（含税，不含对外许可收入），同比+22.1%。24Q1公司保持了营业收入和归母净利润的同步增长，分别同比增长9.20%和10.48%至59.98亿元及13.69亿元，实现经营性净现金流12.55亿元，同比+486.35%。财务质量的改善表明公司多年以来持续大力推进的创新转型已经卓有成效，步入了创新驱动业绩增长的全新时代。

图 50: 公司近年来收入利润情况 (2019~2023)



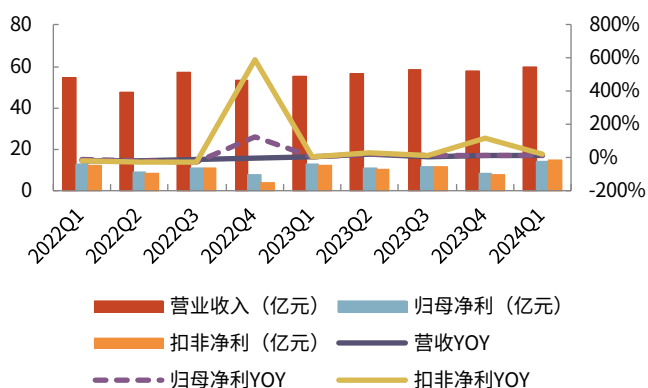
资料来源: 同花顺 iFind、光大证券研究所

图 51: 公司近年来净利润和现金流情况 (2019~2023)



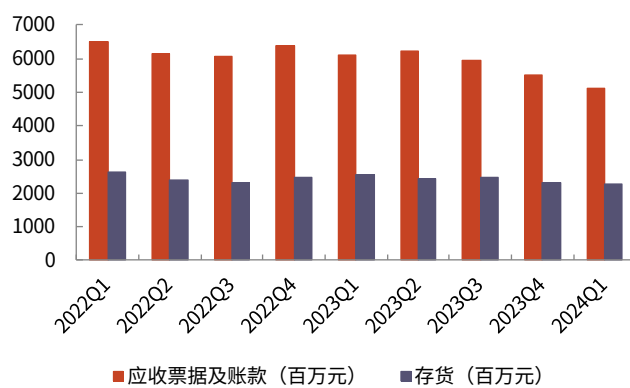
资料来源: 同花顺 iFind、光大证券研究所

图 52: 公司单季度收入利润情况 (2022Q1~2024Q1)



资料来源: 同花顺 iFind、光大证券研究所

图 53: 公司近年来应收款项与存货情况 (2022Q1~2024Q1)



资料来源: 同花顺 iFind、光大证券研究所

**布局创新药新兴方向, 把握新赛道的成长路径。** 在创新研发的战略方向上, 公司不但持续加强在肿瘤传统优势领域的龙头地位, 也布局了很多新兴的治疗领域。截至 2023 年底, 公司已在国内获批上市 15 款 1 类创新药、4 款 2 类新药, 涉及抗肿瘤、镇痛麻醉、代谢性疾病、感染疾病等多个治疗领域。在研管线中, 公司布局了阿尔茨海默症 (anti-A $\beta$  单抗)、减肥药 (GLP-1R/GIR 双靶) 等多个前沿新兴领域, 在 ADC 赛道也广泛布局了 HER2 (III 期临床), TROP2 (II 期临床), CLDN18.2 和 HER3 (I/II 期临床) 等多个热门靶点。随着公司创新药研发梯队的持续壮大, 未来将拥有更加坚实的远期成长动力。

**对外授权成果显著, 借力打开国际市场。** 近年来公司持续有产品实现海外授权, 创新实力得到国际认可, 有望进一步打开海外市场。仅 23 年 10 月, 公司就达成 3 笔海外授权协议, 包括: 1) 与印度瑞迪博士实验室 (Dr. Reddy's) 签署马来酸吡咯替尼片授权许可协议; 2) 与美国 Elevar Therapeutics 公司签署注射用卡瑞利珠单抗授权许可协议; 3) 与 Merck Healthcare 签署 HRS-1167 (PARP1 小分子抑制剂) 和 SHR-A1904 (Claudin 18.2 ADC) 项目授权许可协议。而在 24 年 5 月, 公司将 GLP-1 产品组合授权给美国 Hercules 公司, 可以获得首付款和近期里程碑总计 1.1 亿美元+累计不超过 2 亿美元的临床开发及监管里程碑款+累计不超过 57.25 亿美元的销售里程碑款+实际年净销售额低个位数至低两位数比例的销售提成, 以及 Hercules 公司 19.9% 的股权。该次巨额交易及入股海外公司, 为恒瑞医药打开海外市场奠定了坚实基础。

**盈利预测、估值与评级：**公司是我国创新药龙头企业，创新药战略及国际化步伐持续推进，维持 2024~2026 年归母净利润预测为 51.64/62.18/74.50 亿元，同比增长 20.04%/20.41%/19.80%，按最新股本测算 EPS 分别为 0.81/0.97/1.17 元，当前股价对应 PE 分别为 52/43/36 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**创新药研发失败的风险；销售低于预期的风险。

**表 21：恒瑞医药盈利预测与估值简表**

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21,275.27	22,819.78	25,951.00	29,969.17	33,481.18
营业收入增长率	-17.87%	7.26%	13.72%	15.48%	11.72%
净利润（百万元）	3,906.30	4,302.44	5,164.44	6,218.34	7,449.55
净利润增长率	-13.77%	10.14%	20.04%	20.41%	19.80%
EPS（元）	0.61	0.68	0.81	0.97	1.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.33%	10.63%	11.64%	12.64%	13.54%
P/E	69	62	52	43	36
P/B	7	7	6	5	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-06-12

### 9.1.2 荣昌生物：核心品种商业化稳步推进，创新药梯队持续完善

**主力产品商业化强劲增长，研发费用导致亏损扩大：**2023Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 1.68/2.54/3.47/3.13 亿元，同比+12.06%/26.94%/58.28%/54.83%；归母净利润-3.24/-3.80/-3.27/-4.81 亿元；扣非归母净利润-3.32/-3.96/-3.33/-4.83 亿元。2023 年公司营业收入大幅增加主要是泰它西普和维迪西妥单抗销量增加。亏损扩大主要是 2023 年各研发管线持续推进、多个创新药物处于关键试验研究阶段，研发费用大幅度增加，另商业化销售投入团队建设费用和学术推广活动开支等增加。截至 2023 年 12 月 31 日止，公司自身免疫商业化团队已有约 750 人，肿瘤科商业化团队已有近 600 人。

**持续大力投入研发，创新药梯队日渐完善：**2023 年公司研发投入 13.06 亿元，占营业收入比例为 120.62%，全部费用化。截至 2023 年末部分主要在研项目的进展为：RC18（泰它西普）中国已获批上市，美国 III 期临床；RC48（维迪西妥单抗）中国已获批上市，美国 II 期注册性临床/III 期临床；RC88（抗间皮素 ADC）中国 II 期临床，美国 II 期临床；RC118（抗 Claudin18.2 ADC）中国：I 期临床；RC28（抗 VEGF/FGF 融合蛋白）中国 III 期临床；RC148（双特异性抗体）中国 I 期临床；RC198（抗 IL-15 和 IL-15 $\alpha$  融合蛋白）中国 I 期临床，澳洲 I 期临床；RC248（抗 DR5 ADC）中国 I 期临床。随着公司研发工作的持续推进，创新药梯队日渐成型，将为公司的远期发展奠定更加坚实的基础。

**盈利预测、估值与评级：**维持公司 2024~2026 年归母净利润预测为 -11.82/-9.22/-3.91 亿元。考虑到公司优秀的产品创新能力和潜在的海外拓展空间，AH 股均维持“买入”评级。

**风险提示：**创新药研发失败的风险；销售推广低于预期的风险；海外拓展低于预期的风险。

表 22：荣昌生物盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	772	1,083	1,528	2,149	3,052
营业收入增长率	-45.87%	40.26%	41.10%	40.63%	42.05%
净利润（百万元）	-999	-1,511	-1,182	-922	-391
EPS（元）	-1.88	-2.80	-2.17	-1.69	-0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	-20.06%	-43.97%	-51.50%	-67.16%	-39.78%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：2022~2023 年公司总股本为 544,263,003 股，2024 年因股权激励导致总股本变更为 544,332,083 股），股价时间为 2024-06-12

## 9.2 创新器械：医学影像、科学仪器等硬科技崛起

**国内产品高端创新、突破“卡脖子”问题势在必行。**当前国际形势风云变幻，生物医药行业由于集成多种复杂高端科技，极有可能受到不利影响，除了国内设备购入受阻外，还存在海外供应链“卡脖子”风险。

以高端科学仪器为例，近年来国家颁布多项政策法规支持包括医疗设备在内的高端科学仪器发展，大力支持该领域的国产替代进程。

**国产品牌进入重大战略机遇期，进口替代进程加快。**以内镜设备为例，内镜设备处在替代早期，部分诊疗器材进入加速替代期。内镜设备：当前市场呈现寡头垄断的格局（奥林巴斯占据八成以上的市场份额），但是内镜的核心技术（光学成像和晶体制造）的技术迭代较慢，产品进入技术静默期，与此同时国产品牌已经在关键技术领域实现突破，从而具备了进口替代的基础。**受益于一级及以下医疗机构内镜配置率的提升，国产品牌抓住增量市场，开始进行主机铺设，未来将带动镜体的销售。**内镜诊疗器材：国产品牌性能达标，可发挥本土化优势快速响应医生需求，迭代产品；同时在 DRGs 和集采等政策下，高性价比的国产器材优势巨大。我们认为国产诊疗器材有望率先实现进口替代，部分国产产品进入了加速替代期。随着国产品牌技术实力不断提升，国产创新器械进口替代空间有望不断提升，最终实现进口替代。

**创新为导向，国产化率提升可期。**国家以创新为导向，颁布多项文件支持创新医疗器械发展，国产企业在政策支持下加大创新研发力度，以创新器械产品为例，创新器械上市数量快速提升。企业正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破，在 CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域逐渐缩小与进口企业的差距。

医疗设备方面，DR 和监护仪类产品已基本实现国产化，但目前超声设备、内窥镜、CT 等的国产率仅 10%-30%，未来国产替代潜力巨大。高值耗材方面，冠脉支架等品种在过去 10 多年内基本实现了进口替代，国产化率达到 75%，但是骨科、神经介入和电生理等高端器械和耗材领域，进口替代空间仍然可期。IVD 领域国产率仅在 30%-40%，仍有较大替代空间。

**利好政策助力高端科学仪器发展，促进国产替代。**近年来，国家越来越注重与民众生命健康、精准医学息息相关的医疗器械行业的发展，并颁布了一系列国产替代政策，大力支持包括医疗设备在内的高端科学仪器发展。2021 年修订的《中华人民共和国科学技术进步法》指出，从事高新技术产品研究开发和生产等企业可按照国家有关规定享受税收优惠，国产科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政

府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。2022年5月发布的《“十四五”生物经济发展规划》指出，应该加快推进生物科技创新和产业化应用，打造国家生物技术战略科技力量，健全生物技术科研攻关机制，加快突破生物经济发展瓶颈，实现科技自立自强，提升产业链供应链安全稳定水平。2023年国务院通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025年）》，指出要着力提高我国医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，加快补齐我国高端医疗装备短板。因此我们预计伴随着政策红利的落地，医疗器械国产替代进程将会加速。

**精准医疗服务深入人心，下游应用场景拓宽显著带动上游需求。**随着居民健康意识的提高和社会老龄化加速，对医疗健康需求也在逐步增加，同时伴随着体外诊断技术的不断迭代升级，下游应用场景也在不断拓宽，这将会加速上游高端医疗器械的需求扩张。以测序仪与临床质谱行业为例，测序仪在科研领域的应用广泛，同时在肿瘤早筛、伴随诊断、生殖健康和病原微生物检测等领域的临床应用中具备良好的市场前景，NIPT市场高速发展，肿瘤基因测序潜在市场规模巨大，传染感染测序领域关注度持续提升。随着诊断产品性能进一步提高，叠加测序成本的下降，基因测序产品有望成为临床诊断的金标准。在临床医学领域，质谱检验具备高灵敏度、高通量和高速分析的优势，在新生儿遗传代谢病筛查、维生素D检测和微生物检测等领域将加速应用，同时研发投入的增加也将推动临床质谱仪价格的下降，下游临床应用需求将会稳步提升。

图 54：中国基因测序下游应用市场规模变化（2019-2026E）

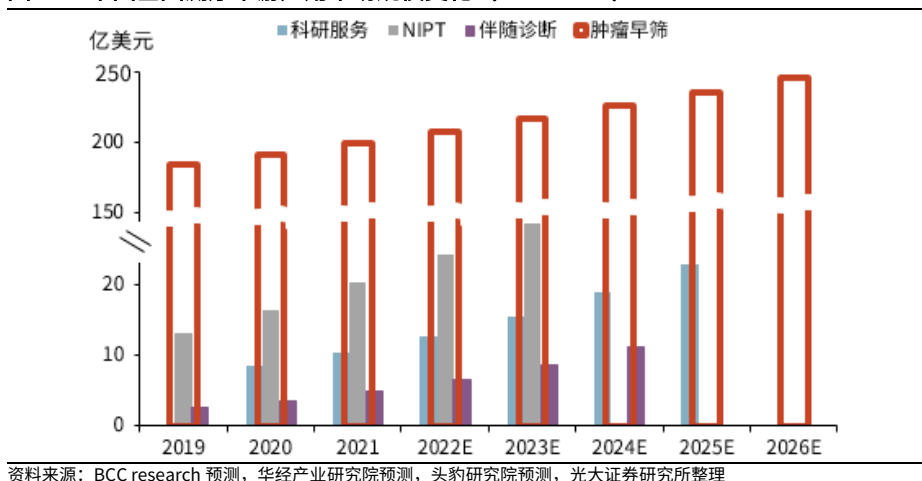
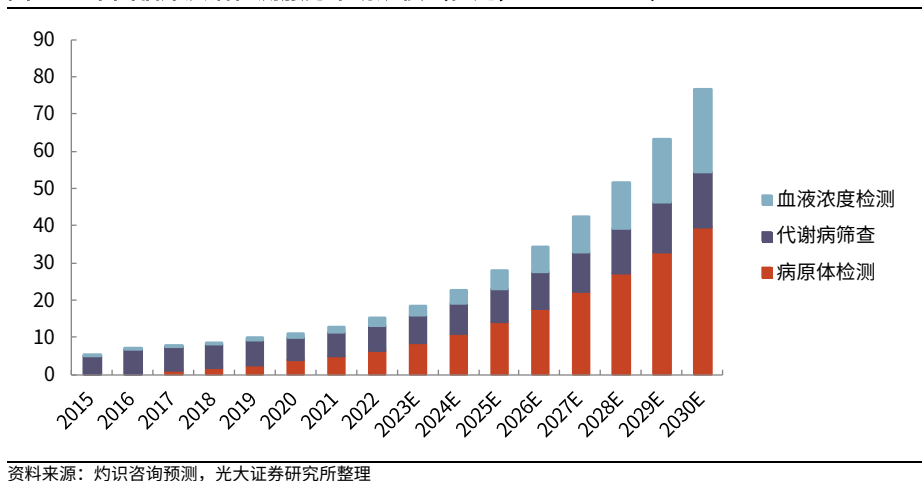


图 55：中国临床质谱检测服务市场规模（亿元，2015-2030E）



随着国家政策的支持和国产创新医疗器械发展水平的持续提升,将有越来越多的产品和服务在突破卡脖子问题、实现进口替代等方面实现突破,综合资质优秀的硬科技实力医疗器械公司有望脱颖而出,推荐联影医疗。

### 9.2.1 联影医疗：医学影像设备国产龙头，撬动千亿进口主导市场

**国产医学影像设备龙头企业，深耕行业十余载。**联影医疗成立于 2011 年，致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。深耕行业十余载，联影医疗已经构建起全面完善的医学影像设备产品线，公司持续投入研发，核心技术逐渐走向全球行业前沿水平。公司核心管理团队具备丰富行业经验和技術底蕴。公司 23 年设备收入达到 99.27 亿元，同比增长 21.10%，公司不断加大研发投入，推出多款新产品，各业务线收入均有所增长。其中，MR 及 XR 业务线收入同比增速超 30%。分业务线收入看，CT 业务线 40.66 亿元，同比增长 7.78%；MR 业务线 32.80 亿元，同比增长 58.50%，其中 3.0T 以上超高场 MR 在国内的新增市场占有率第一；MI 业务线 15.52 亿元，同比增长 1.35%，分子影像市场持续多年保持领先态势；XR 业务线 7.60 亿元，同比增长 32.83%；RT 业务线 2.70 亿元，同比增长 6.90%；公司 23 年提供维修服务收入 10.69 亿元，同比增长 42.78%，公司装机量不断累加使得服务收入呈高速增长。

**政策扶持+技术突破，千亿医学影像设备行业格局正被撬动。**医学影像设备根据信号的不同大致可分为磁共振成像（MR）、X 射线计算机断层扫描成像（CT）、X 射线成像（XR）、分子影像（MI）等。全球医学影像设备行业 2020 年市场规模约 430 亿美元、我国约 537 亿元（预计到 2030 年市场规模有望接近 1100 亿元），但我国 CT、MR、PET/CT 等影像设备人均保有量仅为发达国家的 1/10~1/3，普及率处于较低水平。此外国内市场也呈现出行业集中度低、企业规模偏小、中高端市场国产产品占有率低的局面。近年来，伴随国产医疗设备整体研发水平的进步，产品核心技术被逐步攻克、产品品质与口碑崛起，部分国产企业已通过技术创新实现弯道超车，进口垄断的格局正在发生变化，叠加政策扶持，千亿医学影像设备行业格局正在被联影医疗等国产龙头企业撬动。

**研发投入持续强劲，产品更新迭代布局完善。**公司 23 年研发投入 19.19 亿元，占收入比重达 16.81%。公司已累计向市场推出近 120 款产品，产品性能国际领先，助力高效医疗服务体系打造。23 年公司加速垂直创新全链条关键技术的迭代和突破，共计 20 余款软硬件产品新获国内 NMPA 注册并推向市场，包括全新一代 PET/MR uPMR 890、新一代磁共振 uMR 585e、全新一代智能后处理平台 uOmnispace、长轴向 uMIPanorama GS、uCT ATLAS Astound 等众多高端医疗设备。新的产品将会持续开拓新的细分领域，丰富产品组合，增强产品线的竞争力。

**国际业务发展迅速，海外收入占比提升。**公司在重点国家已建立起立体的营销网络和完善的售后服务体系，23 年公司主营业务境外收入 16.59 亿，同比增长 53.97%，收入占比持续提升。其中在北美、亚太、欧洲和新兴国家等地发展迅速，高端和超高端产品在海外进展顺利，带动联影全线产品海外市场推广进度。公司以中高端产品开路，高举高打拓宽国际化市场，未来有望引领全球医学影像设备创新浪潮。

**盈利预测、估值与评级：**公司是国内医学影像设备龙头，持续研发投入和技术创新，具备全球竞争力。我们维持 2024~2026 年归母净利润预测为 23.74/29.76/37.72 亿元。考虑到公司的装机量攀升、在研产品梯队有序，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求回落风险、供应链风险、市场竞争加剧风险、研发进度不及预期风险、新股股价波动风险。

**表 23：联影医疗盈利预测与估值简表**

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,238	11,411	13,830	16,979	21,107
营业收入增长率	27.36%	23.52%	21.20%	22.77%	24.31%
净利润（百万元）	1,656	1,974	2,374	2,976	3,772
净利润增长率	16.86%	19.21%	20.25%	25.36%	26.73%
EPS（元）	2.01	2.40	2.88	3.61	4.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.47%	10.46%	12.09%	12.67%	13.99%
P/E	58	48	40	32	25
P/B	5.5	5.1	4.9	4.1	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-06-12

### 风险提示：

#### 控费政策超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

#### 研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药企，但创新药研发属于高风险经营行为，一旦寄予厚望的管线研发失败，可能对已投入大量资源研发的上市药企的股价有较大冲击。

#### 政策支持不及预期

行业内的很多问题，往往需要政策层面的推动才能解决，但存在较大不确定性。如果政策层面没有一定的支持，可能相关产品的普及、升级进展将会低于预期。

#### 板块估值下挫风险

医药行业子板块众多，部分细分领域中的标的估值较高，可能有估值回调风险。

## 10、石化化工：加快发展新质生产力，关注半导体材料、OLED 材料及 COC/COP

### 10.1 大基金三期成立，半导体材料行业景气有望上行

我国持续重视“安全与发展”，通过大基金等形式推动半导体产业向前迈进。自 21 世纪初的《极大规模集成电路制造装备及成套工艺》项目（即“02 专项”）到“十二五”规划、“十三五”规划及各类政策文件，政府部门对半导体行业的重视度、支持度，对相关企业的支持力度逐年增强，通过政策、科研专项基金、产业基金等多种形式为相关企业提供支持。其中，国家集成电路产业投资基金（又称为大基金）为资本市场最为关注的扶持方式之一。大基金通过股权投资等多种形式重点投资集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业。

**大基金三期成立，注册资本超一二期总和，持续推动半导体产业向前迈进。**根据国家企业信用信息公示系统显示，5 月 24 日国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立，法定代表人为张新，注册资本 3440 亿元人民币。大基金三期由财政部、国开金融有限责任公司等 19 位发起人发起成立，注册资本高于大基金一期（987.2 亿元，以晶圆代工、封装测试领域为主）、二期（2041.5 亿元，以半导体设备和材料领域为主）的总和。基于注册资本判断，我们认为大基金三期投资规模将有望大幅超过大基金一期、二期。在大基金三期资金的进一步推动下，国内半导体行业相关企业将有望获得充足资金进行产品研发、验证、导入，进而实现企业半导体相关产品的规模化放量，最终在持续地正反馈作用下帮助企业实现长久发展，同时也使得我国实现半导体“卡脖子”技术的突破。

集成电路的产业发展一直是我国的“卡脖子”问题之一，我国集成电路产业链中的众多材料、装备、工艺制造技术与全球最为领先的水平存在相当的差距，部分领域存在着明显的“受制于人”的问题，而突破这些“卡脖子”的材料、装备、工艺制造技术等壁垒必将成为践行“强化国家战略科技力量”这一方针的重点之一。

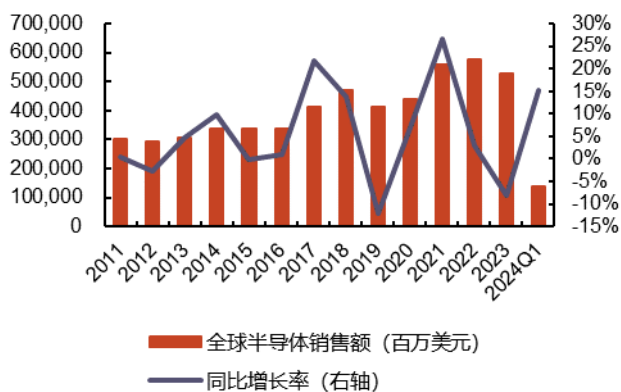
**我们认为中国大陆晶圆代工产能的扩增节奏与产品需求结构和国产半导体材料企业的扩产节奏与产品供应结构是相匹配的。**伴随着中国大陆晶圆代工产能，特别是成熟制程产能的快速提升，中国大陆中低端半导体材料的市场需求将会随之提升。这一方面减轻了相关企业对于顶尖材料的研发压力，另一方面也为这些企业提供了自身产品导入晶圆厂商的绝佳机会。中国大陆半导体材料企业在成功实现现有产品的导入，获得稳定且可持续的产品订单后，就可以进入业务发展的正反馈循环中。拥有持续且可观的现金流入后，才有足够的资金去更进一步推动更高端产品的研发，才有希望凭借自主研发能力突破尖端技术壁垒。

**24 年全球半导体销售额逐步恢复，半导体材料需求有望好转。**在经历了 2023 年半导体供应链库存的持续调整后，2024 年以来全球半导体销售额得以好转。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）数据，2024Q1 全球半导体销售额约为 1377.17 亿美元，同比增长约 15.23%；亚太地区半导体销售额为 779.60 亿美元，同比增长 19.37%。同时，根据 WSTS 的预测，2024 年全球所有地区的半导体市场都将实现增长，全球半导体有望实现复苏。预计 2024 年全球半导体销售额将同比增长 11.8%至 5,760 亿美元，其中亚太地区半导体销售额预计同比增长 10.7%至 3,108 亿美元。目前 24Q1 全球及亚太地区半导体销售额增速已高于此前预期。

此外在半导体产能方面，根据 SEMI 预测，2024 年全球半导体每月晶圆产能将同比增长 6.4%，突破 3000 万片/月（以 200 mm 当量计算）大关。随着全

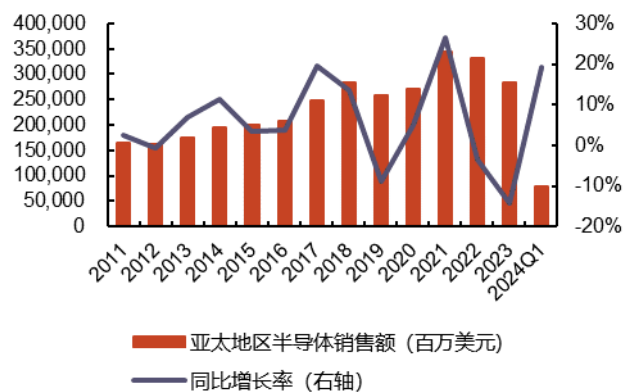
球半导体库存完成去化，市场需求复苏，叠加全球晶圆产能的扩增，半导体材料作为行业上游的重要原料，其需求及市场规模也将得以恢复。在此趋势下，国产企业相关半导体材料产品的验证、导入、销售也将得到好转，利好半导体材料行业逐步完成国产替代。

图 56：全球半导体销售额



资料来源：WSTS，光大证券研究所整理

图 57：亚太地区半导体销售额



资料来源：WSTS，光大证券研究所整理

**投资建议：**大基金三期正式成立，将进一步推动国内半导体全产业链国产化的正向发展。此外，随着全球半导体市场的逐步复苏，半导体材料作为行业上游的重要原料，其需求及市场规模也将得以恢复，利好国产半导体材料的验证、导入、销售。我们持续关注相关半导体材料企业产品的研发、导入进度，同时也持续关注相关新增产能的落地进展。我们建议关注：

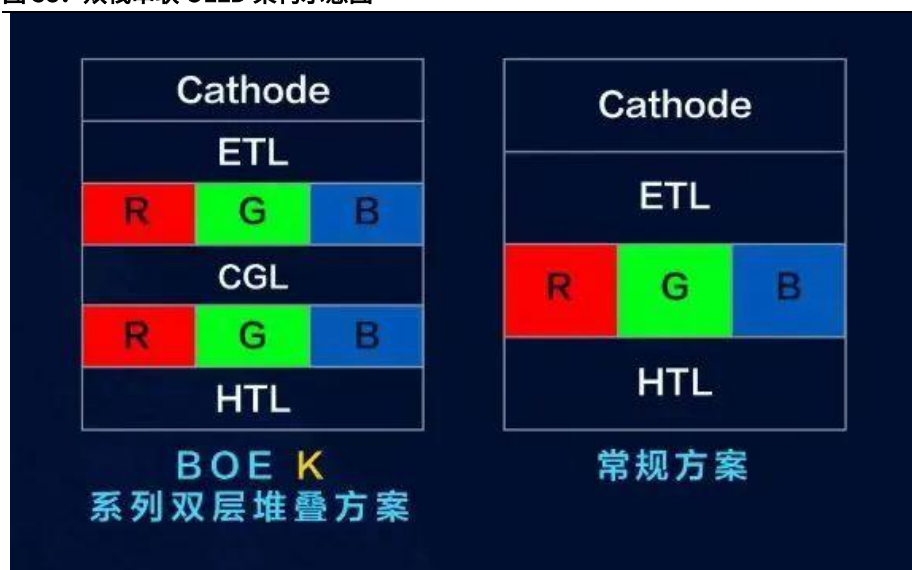
- (1) 半导体光刻胶：彤程新材、晶瑞电材、南大光电、东材科技；
- (2) PCB 油墨：广信材料、容大感光；
- (3) 面板光刻胶：彤程新材、雅克科技、飞凯材料、晶瑞电材；
- (4) 湿电子化学品：晶瑞电材、江化微、兴发集团、多氟多；
- (5) 电子特气：华特气体、中船特气、昊华科技、金宏气体、雅克科技、南大光电、凯美特气、和远气体、侨源股份；
- (6) CMP：鼎龙股份、安集科技。

**风险提示：**产品验证进度不及预期，产能建设风险，下游需求不及预期，产品研发风险，中美贸易摩擦加剧风险。

## 10.2 国内大厂陆续规划 8.6 代线，OLED 需求快速扩增 利好材料龙头

**OLED 屏幕逐步向中尺寸领域渗透，提供新的增长动力。**根据 Wit Display 数据，2023 年 AMOLED 在全球智能手机市场的渗透率首次超过 50%。而根据 IDC 数据，2023 年前十个月，OLED 在中尺寸应用领域的渗透率仅约为 3.8%。随着 OLED 屏幕在小尺寸领域渗透率的明显高增，中尺寸领域的渗透将成为 OLED 行业下一阶段的重要增长来源。2023 年，华为发布全球首款柔性 OLED 平板。2024 年 5 月 7 日晚，苹果发布新款 iPad Pro，新款全系标配具有双层串联结构的 OLED 显示屏。我们认为，近年来随着 OLED 面板设计和 OLED 材料升级，OLED 面板前期在寿命、生产良率等方面的缺点被陆续解决，因此有望在中尺寸面板领域（甚至更大尺寸的面板领域）实现更高的渗透率。

图 58：双栈串联 OLED 架构示意图

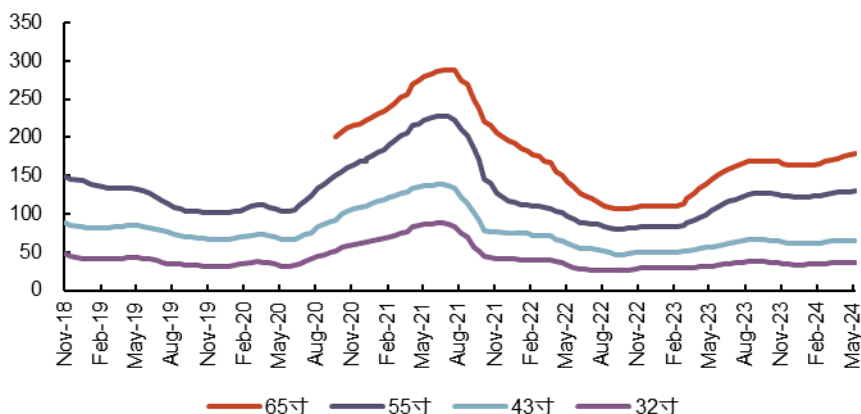


资料来源：Ofweek，光大证券研究所整理

**8.6 代线可降低中尺寸屏幕单位制造成本，国内外厂商陆续规划建设。**随着 OLED 产品在中大尺寸领域的渗透，8.X 代的 AMOLED 生产线将能明显降低单位面积的制造费用。2023 年以来，三星和京东方陆续宣布了 8.6 代 AMOLED 产线方面的布局。23 年 4 月，三星显示在韩国牙山园区举行的新投资协议仪式上宣布，将投资 4.1 万亿韩元（折合人民币 215 亿元）建设第 8.6 代 OLED 面板生产线。23 年 11 月，京东方发布公告表示将投资 630 亿元人民币于四川省成都市高新西区建设第 8.6 代 AMOLED 生产线项目，对应设计产能为 3.2 万片/月玻璃基板投入。24 年 5 月 28 日，维信诺发布公告表示拟在安徽省合肥市投资建设第 8.6 代 AMOLED 生产线，项目玻璃基板尺寸为 2,290 mm×2,620 mm，设计产能 32K/月，项目投资总额 550 亿元人民币。

**库存去化，22 年末以来 LCD 面板价格持续反弹，行业景气回升。**22Q3 由于面板厂商的集中减产，面板行业库存在较短时间之内就回到了相对合理的水平。自 22Q4 以来，由于行业库存的合理化以及面板产品的结构性短缺，液晶面板价格，特别是大尺寸液晶面板价格，开始持续反弹。根据 Witsview 数据，截至 5 月 22 日，65/55/43/32 寸液晶电视面板价格分别为 178/130/65/37 美元/片，相较于 2022 年年末分别上涨 62%/57%/30%/28%。

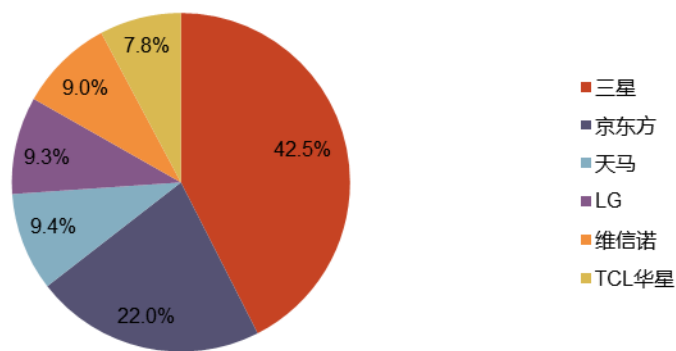
图 59：液晶电视面板价格走势（美元/片）



资料来源：iFinD，Witsview，光大证券研究所整理，数据截至 2024.05.22

**国产 OLED 企业市占率显著提升，出货量快速增长。**根据 Wit Display 数据，2023 年 AMOLED 在全球智能手机市场的渗透率首次超过 50%。2023 年，全球智能手机柔性 AMOLED 面板出货量达到 5.1 亿片，同比增长 29.8%。预计 2024 年全球智能手机柔性 AMOLED 面板出货量将达到 5.8 亿片，同比增长 13.7%。从区域来看，随着国产 AMOLED 面板厂商良率及稼动率的显著提升，中韩两国柔性 AMOLED 智能手机面板出货量占比差距正在不断缩小。2023 年，中国厂商柔性 AMOLED 智能手机面板出货量占比同比提升 14.4pct 至 48.2%，韩国厂商出货量占比则下降至 51.8%。其中，2023 年三星柔性 AMOLED 智能手机面板出货量占比为 42.5%，为历史首次跌破 50%。

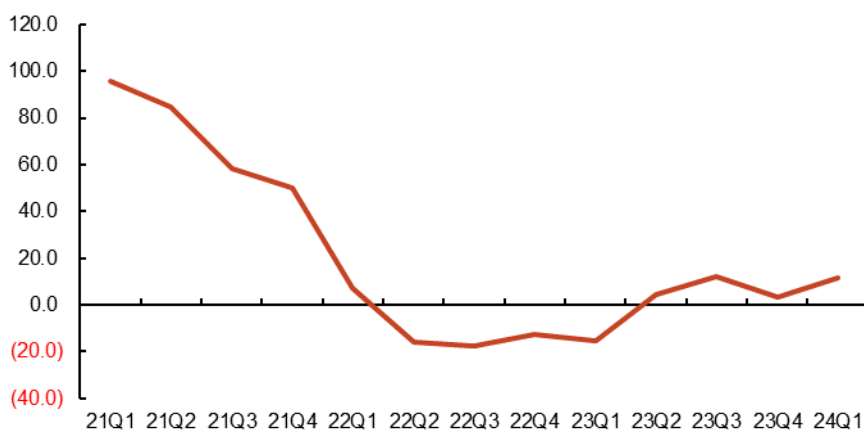
图 60：2023 年全球 AMOLED 智能手机面板出货量占比



资料来源：Wit Display，光大证券研究所整理

**24Q1 OLED 行业淡季不淡，面板制造商及材料厂商业绩向好。**进入 2024 年以后，Q1 作为面板行业的常规淡季则展现出淡季不淡的状态。根据 Wind 数据，中信面板行业指数成分股，24Q1 营收同比增长 11.7%。而受益于 OLED 行业的持续景气，OLED 业务占比较高的相关面板制造商和 OLED 材料供应商均实现了较高的业绩增速。面板制造商方面，京东方 24Q1 归母净利润同比大增 298%，维信诺 24Q1 营收同比增长 134%。OLED 材料供应商方面，奥来德 24Q1 材料业务营收 1.29 亿元，同比增长 95.6%；莱特光电 24Q1 营收同比增长 62%，归母净利润同比增长 85%。我们认为，在 OLED 行业出货量快速增长，同时国产 OLED 生产企业市占率持续提升的背景下，国产 OLED 有机材料、PSPI 材料等将有望保持快速放量节奏。

图 61：中信面板行业指数成分股单季度营收同比增长率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

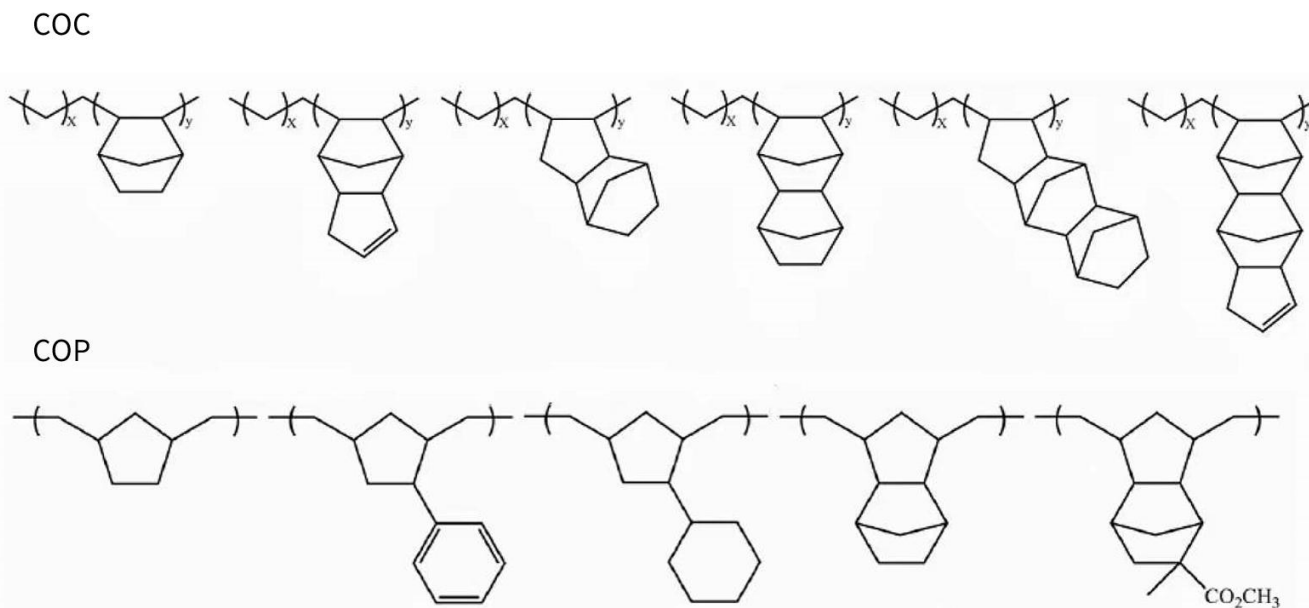
**投资建议：**随着 OLED 在中尺寸应用领域渗透率的不断提升，OLED 产业将有望实现持续性地快速增长，在国内生产市占率提升的趋势下将使得国产材料厂商持续受益。另外，随着京东方、维信诺等国内大厂陆续布局 8.6 代 AMOLED 生产线，也将使得部分拥有高世代 OLED 设备供应能力的国产厂商受益。在 OLED 有机材料领域我们建议关注**奥来德**、**万润股份**、**瑞联新材**、**莱特光电**、**八亿时空**、**濮阳惠成**；在 PSPI 材料领域我们建议关注**奥来德**、**鼎龙股份**；在 OLED 蒸发源设备领域我们建议关注**奥来德**。

**风险提示：**产品导入进度不及预期，下游需求不及预期，产品研发风险，产品验证进度不及预期。

### 10.3 COC/COP 材料：高端光学材料潜力新星，光学及医疗领域应用前景广阔

环烯烃聚合物（COC/COP）是经环烯烃单体聚合反应而成，是一种性能优良的无定形高分子新材料，近年来引起了人们的高度重视。COC 和 COP 的不同之处在于合成方式和微观结构，但是他们仍然具备较为相似的物化性质。COC 和 COP 均具有热变形温度高、透明性高、双折射率低、介质损耗小、介电常数小、水蒸汽透过性低、熔融流动性好等一系列优异性能。

图 62: COC 和 COP 的微观结构不同



资料来源:《环烯烃聚合物的合成及性能研究》(张怡然), 光大证券研究所整理

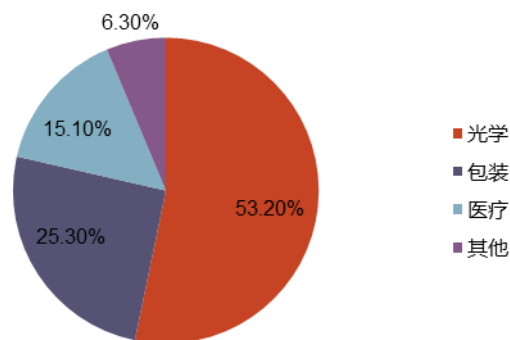
**COC/COP 可应用于光学、医疗等领域, 前景广阔。**COC/COP 广泛应用于光学领域(高端手机摄像镜头、显示屏的导光板和光学膜等)、高端药品包装及医疗器械等领域。此外, 因高透光材料无单体残留, 避免了 PC 材料中双酚 A 残留对于人体健康的潜在威胁, 可应用于高端食品级塑料。作为最新一代的光学级聚合物材料, 该产品在众多应用领域均展现出了良好的应用前景, 市场前景广阔。

图 63: COC/COP 下游应用领域



资料来源: 中国化工报, 光大证券研究所整理

图 64: 2021 年中国 COC/COP 下游行业应用占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 注: 统计口径为用量

**目前 COC/COP 聚合物产能主要掌握在日系厂商手中。**全球 COC/COP 需求稳定增长, 由于生产企业较少, 技术突破难度高, 全球 COC/COP 消费主要由供给决定。目前 COC/COP 聚合物产能主要掌握在日系厂商手中, 包括日本瑞翁、宝理塑料、三井化学和日本合成橡胶, 这些龙头企业已经形成了从环烯烃单体到聚合物合成的完整产业链, 占据了全球绝大部分产能。全球现有 COC/COP 产品供给产能约 8-9 万吨。根据阿科力公司公告, 截至 2023 年 6 月, 日本瑞翁、宝理塑料、三井化学、日本合成橡胶的产能分别为 3.7、3.0、0.64、0.5 万吨/年, 与此同时, 前三者在未来两年均有扩产计划。

表 24: 全球主要 COC/COP 生产企业产能 (截至 2023 年 6 月)

生产企业	商品名称	生产工艺	产能 (万吨/年)
日本瑞翁	Zeonex®/Zeonor®COP	ROMP	3.7
宝理塑料	Topas®COC	mCOC	3.0
日本合成橡胶	ARTON®COC	ROMP	0.5
三井化学	Apel®COC	mCOC	0.64

资料来源: 中国化工信息中心, 阿科力公司公告, 光大证券研究所整理

我国是 COC/COP 产品的主要消费市场之一, 然而由于产品的技术垄断性, 目前中国市场的 COC/COP 产品全部来源于进口。目前中国市场的 COC/COP 产品均来源于进口, 产品一直被日本企业垄断, COC/COP 从单体到聚合物国内都尚未实现大规模产业化, 并且价格昂贵, 约在 10-30 万元/吨, 因此目前主要应用于对价格敏感度较低领域, 如光学领域。消费量方面, 根据中商产业研究院数据, 2022 年中国 COC/COP 消费量约为 2.3 万吨, 为全球 COC/COP 产品的主消费市场之一; 预计到 2025 年, 中国 COC/COP 的消费量将提高到 2.9 万吨, 对应 2022-2025 年消费量的 CAGR 约为 8.0%。

**阿科力持续推进 COC/COP 的规模化生产。**阿科力于 2022 年 10 月与湖北省潜江市高新技术产业开发区江汉盐化工业园管委会签约, 拟投资 10.5 亿元在潜江江汉盐化工业园建设年产 2 万吨聚醚胺、3 万吨光学材料 (环烯烃单体及聚合物) 项目, 并于 2022 年 10 月末取得了项目备案证。该项目主产品一期建设 20000 吨/年聚醚胺、5000 吨/年改性环氧树脂、1000 吨/年高纯硅溶胶、30 吨/年含硅高耐热树脂, 二期建设 10000 吨/年环烯烃单体、20000 吨/年环烯烃聚合物。另外阿科力在江苏无锡主基地也规划建设有千吨级 COC/COP 生产线, 原预计 2023 年年底完成安装并进行试生产。

表 25: 阿科力年产 2 万吨聚醚胺、3 万吨光学材料 (环烯烃单体及聚合物) 项目规划情况

产品类别	产品名称	生产规模 (吨/年)	
主产品	聚醚胺	20,000	
	一期产品	改性环氧树脂	5,000
		高纯硅溶胶	1,000
	二期产品	含硅高耐热树脂	30
		环烯烃单体	10,000
	环烯烃聚合物	20,000	
一期副产品	甲苯	319.15	
	甲醇	191.975	
	溴化钾	138.8	
	氯化钠	1,281.23	
中间品	聚醚	25,000	

资料来源: 阿科力项目环评公告, 光大证券研究所整理, 注: 25000 吨聚醚中有 20000 吨为本项目自用, 余下 5000 吨将运回无锡工厂

**阿科力已与多家下游客户签订合作意向协议。**截至 2023 年 9 月, 阿科力已经与多家下游应用领域的知名企业进行了产品认证和测试等前期工作并签署了意向合作协议, 下游客户产品覆盖手机光学镜头、光学元件、高端医疗包装材料 (西林瓶) 等领域, 下游应用场景广泛。在光学领域, 阿科力已经与某生产相关光学元件的上市公司达成意向协议, 协议约定未来每年至少 2,500 吨的采购计划。作为手机光学镜头的材料, 阿科力样品已经多家下游公司检测, 检测反映较好, 目前已经与知名上市公司达成意向协议。在医疗领域, 阿科力也已与下游知名医药企业达成意向协议。

**投资建议: COC/COP 材料领域建议关注阿科力。**

**风险提示：**产能建设风险，产品验证进度不及预期，下游需求不及预期，产品研发风险。

## 11、风险分析

1、政策推进不及预期；2、我国科技发展速度与预期不符；3、全球科技进展有超预期变化；4、经济复苏不及预期；5、资金偏好发生明显变化。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP