

2024年09月19日

科特估：扬帆远航、拥抱未来

《“科八条”：推开科创板并购之门——并购重组系列之三》 2024/07/02

《科创先行：以高质量并购重组促新质生产力！——并购重组系列之二》 2024/03/21

证券分析师

陆灏川 A0230520080001

luhc@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangsheng@swsresearch.com

研究支持

楼金灏 A0230122100003

loujh@swsresearch.com

联系人

楼金灏

(8621)23297818x

loujh@swsresearch.com

- 科创定位之高史无前例，企业是核心执行主体。**在刚刚审议通过的二十届三中全会公报《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》中，与科技创新强相关的“健全推动经济高质量发展体制机制”、“构建支持全面创新体制机制”篇章分别被排在第三、第四位，定位之高前所未见。与此同时，全文中“科技”一词的词频，也从十年前十八届三中全会《决定》稿中的9次，大幅上升至这次的52次。

《决定》稿提出“强化企业科技创新主体地位”：如果说在产业链占据枢纽位置、现金流充裕的央企巨头，更擅长“饱和式”投入下的“追赶式创新”；那么面向战略新兴产业、未来产业等前沿科技领域，进行从0到1的“开拓式创新”，则明显依赖激励机制更灵活、人才密度更集中的中小科创企业。
- 所谓“科特估”即科技企业特色估值体系，需要回答三个问题：
- 『1』“科”指什么？——**聚焦9大新兴产业+9大未来产业。**我们认为，值得重估的科创资产所具备的典型特征是：虽然前期研发投入大、研发周期长，可一旦得到突破，就能帮助中国在全球竞争中赢得战略主动、推动新一轮科技革命、并带给投资者丰厚的回报。具体而言，国家统计局在《工业战略性新兴产业分类（2023）》明确了战略新兴产业的9大领域：**新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物产业、新能源汽车、新能源、节能环保、航空航天、海洋装备九大产业。**工信部等也在印发的《新产业标准化领航工程实施方案》，定义了9大未来产业：**元宇宙、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、未来网络和新型储能。**
- 『2』哪里“特”？——**打通金融服务科创的堵点。**科技创新天然具备高风险、高回报的收益特征，这与我国当前银行体系主导下、债权融资为主的金融供给体系存在错配。正是为了解决这一问题，习总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动，并在2018年11月5日的首届进博会上宣布设立科创板。然而，多重因素共振导致风险偏好持续回落，导致一二级市场估值持续倒挂，使得“募投管退”的循环不再通畅，投资者面临退出难、回报低的窘境，科技创新的“源头活水”也面临枯竭。**从这个角度看，重估科创资产，不仅是对当前过度悲观风险偏好的纠偏，也有助于重新理顺金融服务科技创新的机制。**本次《决定》稿提出“构建同科技创新相适应的科技金融体制”，而“科特估”正是其关键一环。
- 『3』怎么“估”？——**基本面探底、性价比凸显，期待高质量并购潮。**截止2024年中报，科创板整体营收累计增速环比Q1下行2pct至2.7%，扣非净利润累计增速延续弱势为-25.1%，基本面还在探底中。然而，其估值已经充分反映了悲观预期，跌出了性价比：截止2024年8月20日，科创50指数的PB只有3.21，处于历史2.3%分位数；PS只有3.06，处于历史极端低值。此外，2024年6月19日，中国证监会发布“科八条”，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。并提出丰富并购重组支付工具等具体手段。我们判断，**在IPO显著降速的背景下，并购重组将成为一级市场科创项目退出的优先渠道，也将是科创板头部企业购入优质资源、提升自身综合能力的绝佳契机。**随着一二级市场估值倒挂问题的逐步解决，标杆性案例的落地，叠加并购潮的涌现，有望成为科创板风险偏好提升的有力催化。
- 稀缺的高回报资产+全球流动性拐点在即，布局科创就在当下。**如果说，“中特估”由于其基本面韧性，在这个不确定的宏观环境中获得了巨大的确定性溢价。那么，“科特估”所代表的高风险资产，或许承担了过度的折价。其实随着经济步入高质量发展时代，这类有巨大想象空间的公司实际上是非常稀缺的高回报选择。此外，在即将到来的9月议息会议上，全球流动性拐点有望确认，将有力提振那些依赖外部融资的中小科技公司估值，也有望带动科创板风险偏好回升。
- 自下而上，我们也梳理了科创板各领域10家优质公司的亮点。**【1】中芯国际：晶圆制造规模/技术双领先，业绩指引超预期；【2】百利天恒：创新药研发实力强劲，授权出海创纪录；【3】中微公司：刻蚀设备国产替代领军，新签订单加速放量；【4】柏楚电子：激光控制系统领军者，盈利能力突出；【5】中控技术：工业自动化领先，工业AI出海前景光明；【6】传音控股：新兴市场手机之王，远期成长空间广阔；【7】凯赛生物：合成生物制造代表，招商局助力应用落地；【8】萤石网络：云平台+智能家居构筑核心优势；【9】晶科能源：TOPCon技术引领者，行业低谷后反转可期；【10】中科星图：卫星遥感领军企业，产业应用日趋成熟。
- 风险提示：**『1』科创板政策落地节奏延后。『2』宏观经济偏弱持续压制风险偏好。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. “科特估”：掌握时代主动，承担历史使命	8
1.1 科技创新是新时代、新征程的迫切需要.....	8
1.2 “科特估”与“中特估”：资本市场的使命的一体两面.....	11
1.3 “科特估”：高增长稀缺背景下的高回报选择	15
2. “科特估”的概念重思	17
2.1 “科特估”的内涵	17
2.2 科创板服务新质生产力，是“科特估”的主战场	18
3. “科特估”的实现路径	20
3.1 科创板简介：中小市值“硬科技”主阵地.....	20
3.2 科创板估值偏低，重估潜力巨大	21
3.3 主要行业周期拐点已至，科创板已具备重估基础	24
3.4 投资工具扩容，为科创板引入新增流动性.....	27
3.5 “科八条”推开科创板并购重组之门	29
4. 把握“科特估”行情，就在当下！	35
5. 自下而上，梳理“科特估”优质企业	37
5.1 中芯国际：晶圆制造规模/技术双领先，业绩指引超预期	37
5.1.1 公司简介：二十余载深耕，成就晶圆制造领军企业.....	37
5.1.2 国产替代主力，引领先进制程发展.....	39
5.1.3 业绩指引超预期，晶圆代工行业有望触底回升.....	39
5.2 百利天恒：创新药研发实力强劲，授权出海创纪录	40
5.2.1 公司简介：从仿制药到创新药，双抗 ADC 谱写发展新篇章	40
5.2.2 在研管线储备丰富，铺垫全球化发展路	42
5.3 中微公司：刻蚀设备国产替代领军，新签订单加速放量.....	44
5.3.1 公司简介：刻蚀设备领军企业，逐步拓展能力边界.....	44
5.3.2 国产替代+存储芯片扩产周期，公司订单规模持续扩张	45
5.4 柏楚电子：激光控制系统领军者，盈利能力突出	47
5.4.1 公司简介：深耕激光切割运控，拓展智能激光切割头及智能焊接	47
5.4.2 激光切割方兴未艾，国产替代空间广阔	49

5.4.3 凭借产品交互优势，第二增长曲线放量在即	51
5.4.4 公司盈利能力突出，毛利率常年保持 80%左右.....	52
5.5 中控技术：工业自动化领先，工业 AI 出海前景光明.....	52
5.5.1 公司简介：流程工业智能制造领军，颠覆性 AI 新产品发布	52
5.5.2 技术全球领先，顶级客户站台验证产品力	53
5.5.3 历史业绩亮眼，国际化战略成效显著.....	54
5.6 传音控股：新兴市场手机之王，远期成长空间广阔	55
5.6.1 非洲手机之王，构建消费 IoT 闭环.....	55
5.6.2 在地化创新+定价，全球供应链+本地服务化，构筑品牌护城河	56
5.6.3 新兴市场需求向好，远期成长空间广阔	58
5.7 凯赛生物：合成生物制造代表，招商局助力应用落地.....	58
5.7.1 公司简介：全球领先的规模化生物制造企业	58
5.7.2 生物合成顺应时代发展趋势，产业进入爆发期.....	60
5.7.3 下游需求回暖，产能释放+战略合作驱动增长.....	61
5.8 萤石网络：云平台+智能家居构筑核心优势.....	62
5.8.1 公司简介：“智能家居+云平台”双轮驱动，以视觉技术为核心能力	62
5.8.2 智能家居领域：打造“4+N”产品体系，布局全屋智能.....	62
5.8.3 物联云平台：以视觉为特色，多元化服务能力.....	64
5.8.4 多元化渠道体系，积极开拓全球市场.....	65
5.9 晶科能源：TOPCon 技术引领者，行业低谷后反转可期.....	66
5.9.1 公司简介：光伏一体化头部企业，16-19 年组件出货量全球第一	66
5.9.2 境外生产销售网络完善，全球化程度领先行业.....	67
5.10 中科星图：卫星遥感领军企业，产业应用日趋成熟.....	68
5.10.1 公司简介：国内首家数字地球研发企业，行业内具有领先地位	68
5.10.2 遥感卫星发展前景广阔，产业应用日趋成熟.....	69
5.10.3 三大优势夯实竞争壁垒，盈利能力有望持续增强	70
6. 风险提示.....	72

图表目录

图 1: 二十届三中全会《决定》稿中科技/创新/安全/技术提及频次明显上升	9
图 2: 科技型中小企业本外币贷款余额快速增长	11
图 3: 2022 年来科创债发行加速	12
图 4: 科创债发债主体以央国企为主	12
图 5: 央企研发强度逐年提升	13
图 6: 2012-2014, IPO 和并购重组之间有显著的跷跷板效应	14
图 7: 2023 年至今, IPO 显著降速但并购重组市场尚未被完全激活	14
图 8: 一级市场各行业头部企业的估值水平主观打分 (2022-2024Q1)	14
图 9: 二级市场对应行业的估值水平主观打分 (2022-2024Q1)	14
图 10: A 股营收、利润增速中枢系统性下移	15
图 11: 在“中字头”板块持续重估的同时, 科创类资产却跌出了性价比	15
图 12: 科创 50 指数 PE-TTM、PB-LF 持续走低	16
图 13: 新质生产力聚焦于新兴产业和未来产业	17
图 14: 科创板研发投入占营收比重在各上市板中遥遥领先 (2023/12/31 数据)	19
图 15: 科创板研发人员数量占比同样在各上市板中领先 (2023/12/31 数据) ..	19
图 16: 科创板上市公司行业分布	20
图 17: 科创板上市公司市值分布: 以小市值企业为主	20
图 18: 科创 50 指数在所有主要指数中调整幅度较深	21
图 19: 科创 50 指数 PE (TTM) 处于历史 32.5%分位数	21
图 20: 科创 50: PB (LF) 处于历史 0.8%分位数	22
图 21: 科创 50: PS (TTM) 处于历史底部位置	22
图 22: 科创、主板、创业板: 营收增速对比	23
图 23: 科创、主板、创业板: 归母净利润增速对比	23
图 24: 公募基金重仓股占科创板自由流通市值比例较大	23
图 25: 过去几次解禁高峰均对于科创 50 指数形成负面冲击	23
图 26: 科创板业绩贡献拆分: 医药、电子、电力设备拖累最大	24
图 27: 电子营收和利润增速 2024Q1 已触底回升	25

图 28: 2024Q1 医药利润增速同样触底回升.....	25
图 29: 大基金一至三期募集规模提升 (亿)	26
图 30: 一、二期大基金投向分布	26
图 31: 历期国家大基金落地后, 半导体板块走势	26
图 32: 费城半导体指数自 2023 年起持续上涨, 代表全球半导体景气程度回升 ..	26
图 33: 发行股份购买资产程序.....	30
图 34: 2013-2015 年间, A 股重大资产重组的类型	31
图 35: 2010 年至今, A 股全部重大资产重组的支付方式统计	32
图 36: 2010 年至今, A 股全部重大资产重组的支付方式统计	34
图 37: 科创板利润增速有望趋势性回升	35
图 38: 美国联邦基金利率与 2Y 美债收益率.....	35
图 39: 科创板回购金额创新高.....	36
图 40: 中芯国际发展历史.....	38
图 41: 中芯国际提供晶圆代工一站式解决方案.....	38
图 42: 中芯国际 24Q2 营收同比增速转正	39
图 43: 百利天恒业务布局.....	40
图 44: 百利天恒 BL-B01D1 临床进展.....	41
图 45: 2024Q2 公司营业收入高增	42
图 46: 2024Q2 公司归母净利润转正	42
图 47: 持续的高研发投入, 是百利天恒创新药突破的基础	43
图 48: 百利天恒除 BL-B01D1 外药物管线临床进展概览.....	43
图 49: 中微公司历史沿革.....	44
图 50: 中国半导体设备市场在全球市场中占比上升 (单位: 十亿美元)	46
图 51: 公司连续多年营收维持高增	47
图 52: 公司归母净利润短期承压	47
图 53: 公司是国内激光切割运控领军企业, 拓展智能激光切割头及智能焊接市场	47
图 54: 中低功率激光切割设备保持较高销量增速	50
图 55: 高功率激光器的国产化率不足 40%, 提升空间大 (2020 年)	50
图 56: 公司的中低功率运控系统市占率达 60% (2020 年)	51

图 57: 公司的高功率运控系统市占率达 17% (2020 年)	51
图 58: 公司收入及利润维持快速增长	52
图 59: 公司毛利率及净利率水平较高	52
图 60: 中控技术业务布局	53
图 61: 2019 年中控在 DCS 中市占率稳居第一	54
图 62: 控制系统国产化趋势明显, 中控市占率提升	54
图 63: 中控技术 2018-2023 年营收高速增长	54
图 64: 中控技术 2018-2023 年利润高速增长	54
图 65: 中控技术海外业务不断突破	55
图 66: 中控技术研发投入稳步提升	55
图 67: 传音控股“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”消费生态	56
图 68: 中东及非洲地区智能机 ASP 对比 (美元)	56
图 69: 中东及非洲地区功能机 ASP 对比 (美元)	56
图 70: 传音控股研发投入比常年维持在 3% 以上	57
图 71: 2023 年末传音控股研发人员占比已超 20%	57
图 72: 2023 年公司营收重回高增长	58
图 73: 2023 年公司归母净利润翻倍	58
图 74: 凯赛生物 24H1 营收同比重回正增长	61
图 75: 凯赛生物 24H1 归母净利润重回正增长	61
图 76: 以萤石物联云平台为基础, 公司整体业务架构图	62
图 77: 全球智能家居市场规模	63
图 78: 萤石网络物联云平台连接设备数和注册用户数 (单位: 万)	64
图 79: 萤石网络物联云平台月活数和付费率 (单位: 万)	64
图 80: 境外营收高增提升毛利率水平	65
图 81: 公司 2023 年业绩实现高增长	65
图 82: 晶科能源主营业务图谱	66
图 83: 晶科能源 2018-23 年利润 CAGR 为 37.1%	66
图 84: 晶科能源 2018-23 年利润 CAGR 为 93.6%	66
图 85: 晶科能源营收分地区情况 (单位: 亿元)	67

图 86: 晶科能源业务全球分布较为均匀 (2021 年)	67
图 87: 公司四大主营业务相辅相成, 以数字地球为核心	68
图 88: 全球遥感卫星服务市场规模总体呈上升趋势	69
图 89: 我国遥感卫星行业市场规模超百亿	69
图 90: 公司研发人员占比高达 67%	71
图 91: 中科星图知识产权累计成果突出 (单位: 个)	71
图 92: 中科星图 24H1 营收高增	71
图 93: 中科星图 24H1 归母净利润高增	71
表 1: 新质生产力政策文件及相关事件梳理	8
表 2: 二十届三中全会有关科技创新的相关表述	10
表 3: 新质生产力在科创板的映射	18
表 4: 横向比较美国及日本股市, A 股在绝大多数科技行业中估值偏低	22
表 5: 科创板指数一览	27
表 6: “科八条”主要内容一览	28
表 7: 科创板并购案例梳理	36
表 8: 中微公司核心产品包括刻蚀设备及 MOCVD 设备	45
表 9: 柏楚电子业务分类及相关产品	48
表 10: 公司主要产品介绍	59

1. “科特估”：掌握时代主动，承担历史使命

1.1 科技创新是新时代、新征程的迫切需要

新时代、新征程，必须走独立自主、自立自强路。当前，世界百年未有之大变局加速演进。在人类文明不断进步的同时，不确定、不稳定因素也在同时积累，世界之变、时代之变、历史之变正悄然发生。从英国发明蒸汽机开启工业革命，到二战后美国建立科技创新举国体制超越苏联，历史已经证明了抢占技术制高点的必要性。当前时点，新一轮科技革命与大国博弈相互交织，高端科技作为国家竞争的最前沿和主战场，是兵家必争之地。“中国要发展，最终靠自己”，置身于以人工智能、大数据、量子科技等智能化为核心的第四次工业革命的进程中，美国等西方国家频频对我实施筑墙、脱钩、断供战术，编织科技铁幕，开展“长臂管辖”，加码技术封锁，滥用国家安全概念，对我科技企业和经济实体极限施压，想方设法阻碍我国科技创新。坚持科技独立自主、自立自强是我国应对百年之大变局的必然选择，是以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的内在要求。

培育新动能，发展“新质生产力”。虽然在各方努力下，我国科技实力正在从量的积累迈向质的飞跃，从点的突破迈向系统能力提升，例如以新能源车、光伏等为代表的产品在全球市场已经具备了极强的竞争力。但我们也不得不承认，我国存在原始创新能力相对较弱、一些关键核心技术仍旧受制于人、顶尖科技人才不足的现状，依靠科技创新培育发展新动能迫在眉睫。这一背景下，“新质生产力”一词应运而生。

“新质生产力”已成为当前政策对于国内经济发展方向的重要指引。2023年9月7日下午，国家主席习近平在黑龙江哈尔滨市主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会并发表重要讲话。在会上，习近平主席强调“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”，首次提到“新质生产力”一词。在2024年政府工作报告中，“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”被放在了2024年政府工作任务重的首位，是当前政策对于国内经济发展方向的重要指引。

表 1：新质生产力政策文件及相关事件梳理

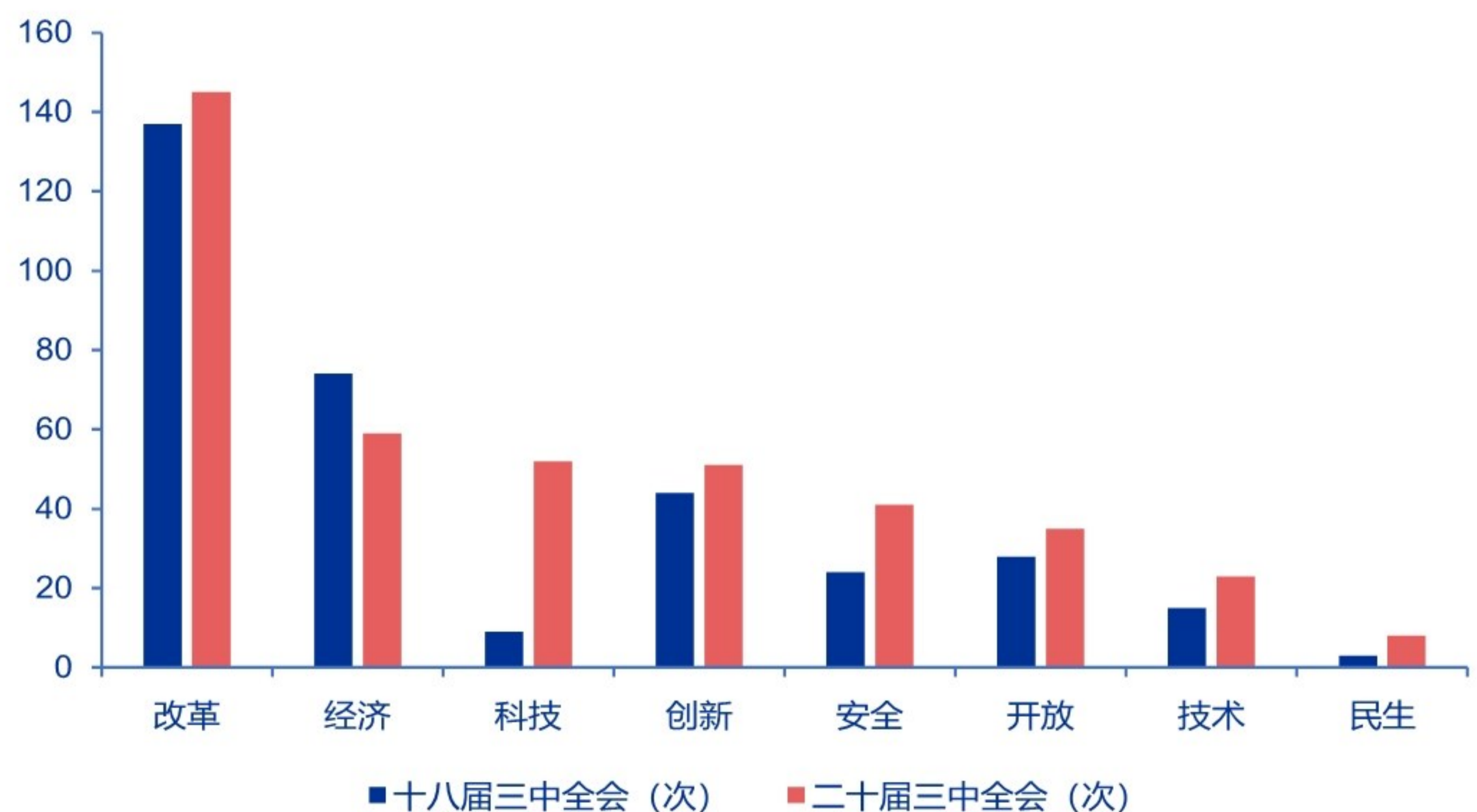
时间	事件/文件/表述
2023/9/7	习近平主席在“新时代推动东北全面振兴座谈会”上，“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能”，首次提到“新质生产力”一词
2023/12/11	中央经济工作会议提出，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2024/1/18	工信部等七部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，提出“到2025年，我国未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。建设一批未来产业孵化器和先导区，突破百项前沿关键核心技术，形成百项标志性产品，初步形成符合我国实际的未来产业发展模式。到2027年，未来产业综合实力显著提升，部分领域实现全球引领。关键核心技术取得重大突破，一批新技术、新产品、新业态、新模式得到普遍应用，形成可持续发展的长效机制

制，成为世界未来产业重要策源地。”

2024/2/2	国务院国资委部署 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。
2024/3/5	《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》提到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。
2024/6/19	证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，提到：强化科创板的“硬科技”特色，提升资本市场对新产业新技术的支持力度。包括设立“绿色通道”为具备关键核心技术的企业提供更快捷的股债融资和并购重组服务，减少融资障碍和时间成本，特别适用于资金需求大、研发周期长的科技型企业，加速技术研发和商业化进程。
2024/7/18	《第二十届三中全会公报》提到要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。

资料来源：中国政府网，申万宏源研究整理

图 1：二十届三中全会《决定》稿中科技/创新/安全/技术提及频次明显上升



资料来源：中国政府网，申万宏源研究

二十届三中全会上，科技创新被置于前所未有的战略高度。2024 年 7 月 15-18 日党的二十届三中全会于北京召开，会上审议通过了《中共中央关于进一步全面深

化改革、推进中国式现代化的决定》。从文本结构来看，与科技创新相关的“健全推动经济高质量发展体制机制”、“构建支持全面创新体制机制”篇章分别被排在第三、第四位，仅次于“构建高水平社会主义市场经济体制”。同时，从关键词频率看，与十八届三中全会《决定》稿相比，科技、创新、技术等词出现频率明显增多。这些变化皆清晰传递出科技创新在改革大局中的特殊地位。

以新质生产力为着力点，推动高质量发展。在“健全推动经济高质量发展体制机制”篇章中提到，“要健全因地制宜发展新质生产力体制机制。推动技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级，推动劳动者、劳动资料、劳动对象优化组合和更新跃升，催生新产业、新模式、新动能，发展以高技术、高效能、高质量为特征的生产力”。这是继“新质生产力”提出后，首次上升到“体制机制”的高度进行统筹谋划。同时，也进一步明确了新质生产力的内涵及其发展路径和方向。

表 2：二十届三中全会有关科技创新的相关表述

二十届三中全会 《中共中央关于进一步全面深化改革、 推进中国式现代化的决定》	二十届三中全会《公报》中与科技创新相关内容
<p>三、健全推动经济高质量发展体制机制</p>	<p>(8) 健全因地制宜发展新质生产力体制机制。 推动技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级，推动劳动者、劳动资料、劳动对象优化组合和更新跃升，催生新产业、新模式、新动能，发展以高技术、高效能、高质量为特征的生产力。加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。强化环保、安全等制度约束。</p>
<p>四、构建支持全面创新体制机制</p>	<p>(13) 深化教育综合改革。 着力加强创新能力培养。完善高校科技创新机制，提高成果转化效能。</p> <p>(14) 深化科技体制改革。 坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，优化重大科技创新组织机制，统筹强化关键核心技术攻关，推动科技创新力量、要素配置、人才队伍体系化、建制化、协同化。加强国家战略科技力量建设，完善国家实验室体系，优化国家科研机构、高水平研究型大学、科技领军企业定位和布局，推进科技创新央地协同，统筹各类科创平台建设，鼓励和规范发展新型研发机构，发挥我国超大规模市场引领作用，加强创新资源统筹和力量组织，推动科技创新和产业创新融合发展。构建科技安全风险监测预警和应对体系，加强科技基础条件自主保障。</p> <p>健全科技社团管理制度。扩大国际科技交流合作，鼓励在华设立国际科技组织，优化高校、科研院所、科技社团对外专业交流合作管理机制。</p> <p>强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制，加强企业主导的产学研深度融合，建立企业研发准备金制度，支持企业主动牵头或参与国家科技攻关任务。构建促进专精特新中小企业发展壮大机制。鼓励科技型中小企业加大研发投入，提高研发费用加计扣除比例。鼓励和引导高校、科研院所按照先使用后付费方</p>

式把科技成果许可给中小微企业使用。

完善中深化科技成果转化机制改革，加强国家技术转移体系建设，构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。

(15) 深化人才发展体制机制改革。

(18) 深化金融体制改革。

积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。

资料来源：中国政府网，申万宏源研究整理

1.2 “科特估”与“中特估”：资本市场的使命的一体两面

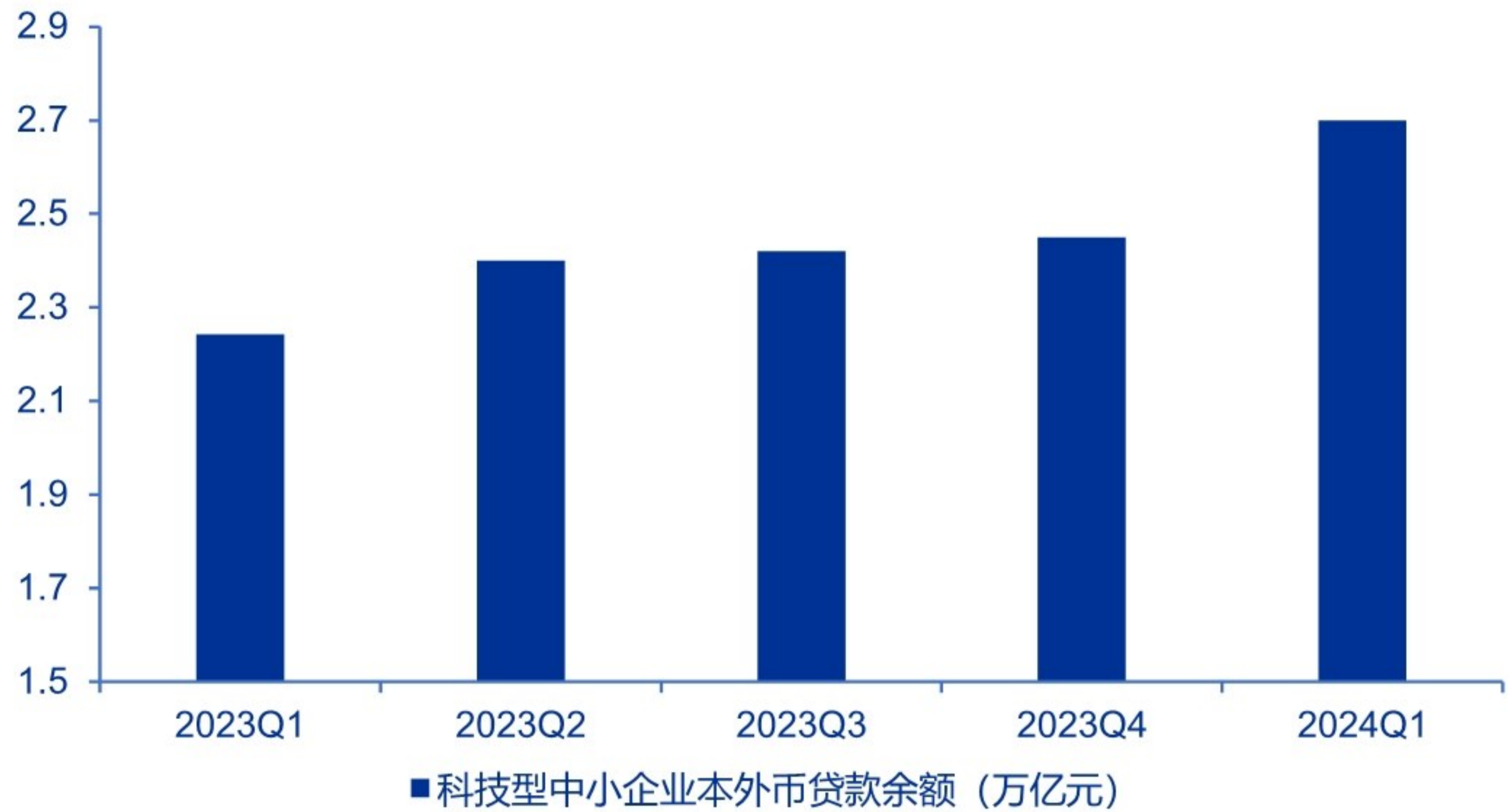
科技创新需要“新型举国体制”。坚持全国一盘棋，调动各方面积极性，集中力量办大事，是我国国家制度和治理体系的显著优势之一。2022年10月29日，在党的十九届五中全会通过的《“十四五”规划》中指出“健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能。”2022年10月16日，习近平在党的二十届三中全会报告中明确提出了“健全新型举国体制”的要求，并作出战略部署。构建新型举国体制是打赢关键核心技术攻坚战的重要途径，承担维护国家安全的重大任务。

始于科技，成于资本，金融科技是“五大篇文章”之首。科创企业的繁荣离不开金融活水。在2023年中央金融工作会议为金融强国建设指明方向，明确提出金融的“五大篇文章”，其中“科技金融”位居首位。同时，二十届三中全会《决定》中也再度提及“构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策”。**这为科技金融的发展点明了症结所在：早期科创类企业存在外部融资困难的问题。而“科特估”提出的本意，是通过提振科创类企业二级市场估值，盘活科创投融资。**

科创外部融资难的核心原因，是以债权为主的融资体系与科创企业高风险、高收益的特征天然不匹配。中国在过去若干年的经济实践中，逐渐形成了一套以银行为主导的金融体系。这一模式带来了较高的资源配置效率，但在服务高风险的科技创新类企业存在天然劣势——高人力成本、高研发投入、轻资产的科技企业往往难以符合银行信贷服务准入标准，同时知识产权也存在质押融资“评估难”的问题。

政策引导下，科创信贷得以蓬勃发展，但总量占依旧较低。近年来，许多商业努力开发专属科技信贷产品，创新科技信贷体系，拓宽科创企业的间接融资渠道。《2024年一季度金融机构贷款投向统计报告》显示，2024年一季度末科技型中小企业本外币贷款余额2.7万亿元，同比增长20.4%；高新技术企业本外币贷款余额14.84万亿元，同比增长13.6%，均高于同期各项贷款增速。然而，一方面，科技信贷与企事业单位贷款余额的164.98万亿相比，总量占比较低；另一方面，科技型企业存在一定的失败风险，加之轻资产模式下抵押物缺乏，科创信贷依旧无法替代股权融资的重要地位。

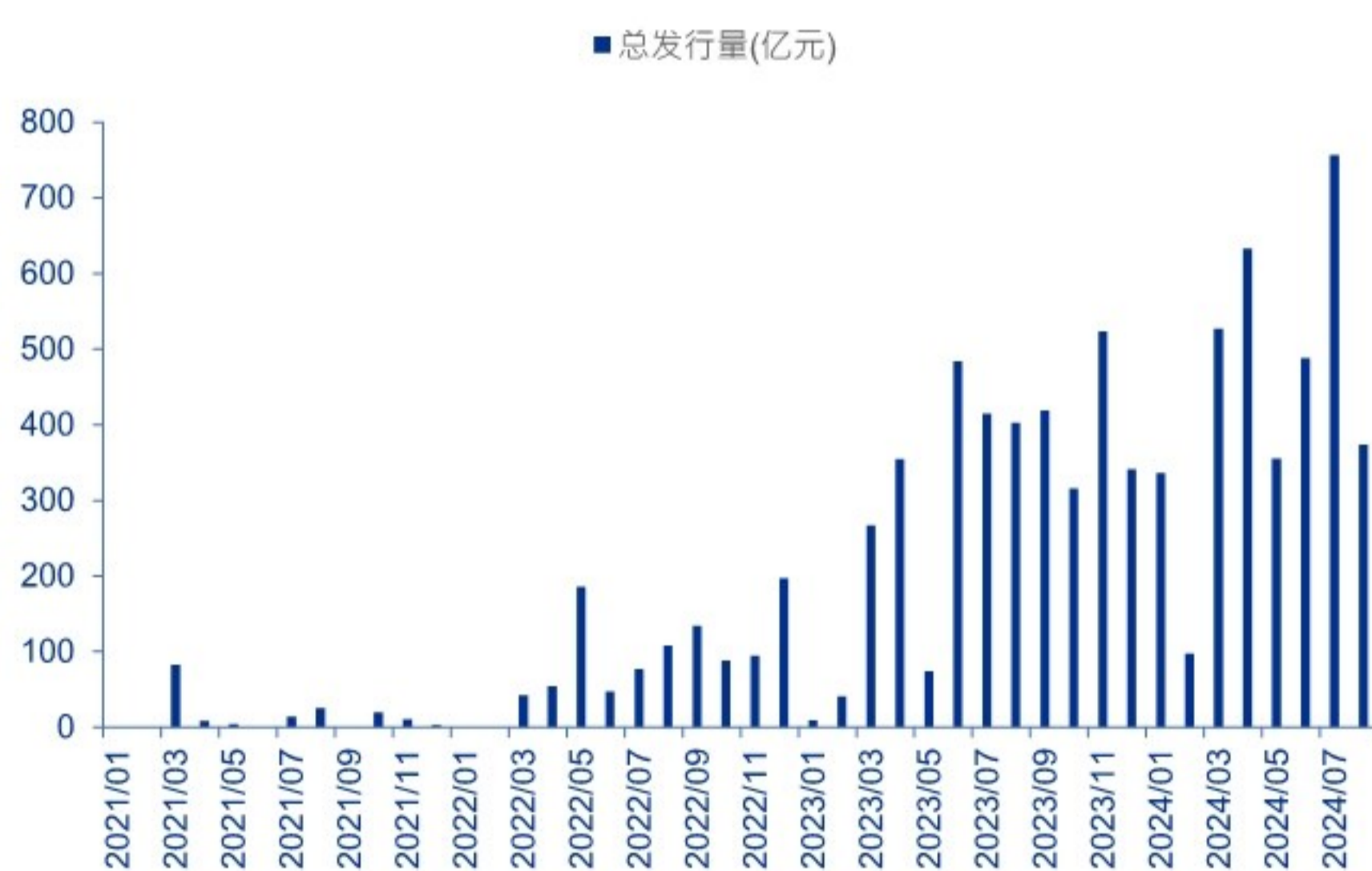
图 2：科技型中小企业本外币贷款余额快速增长



资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

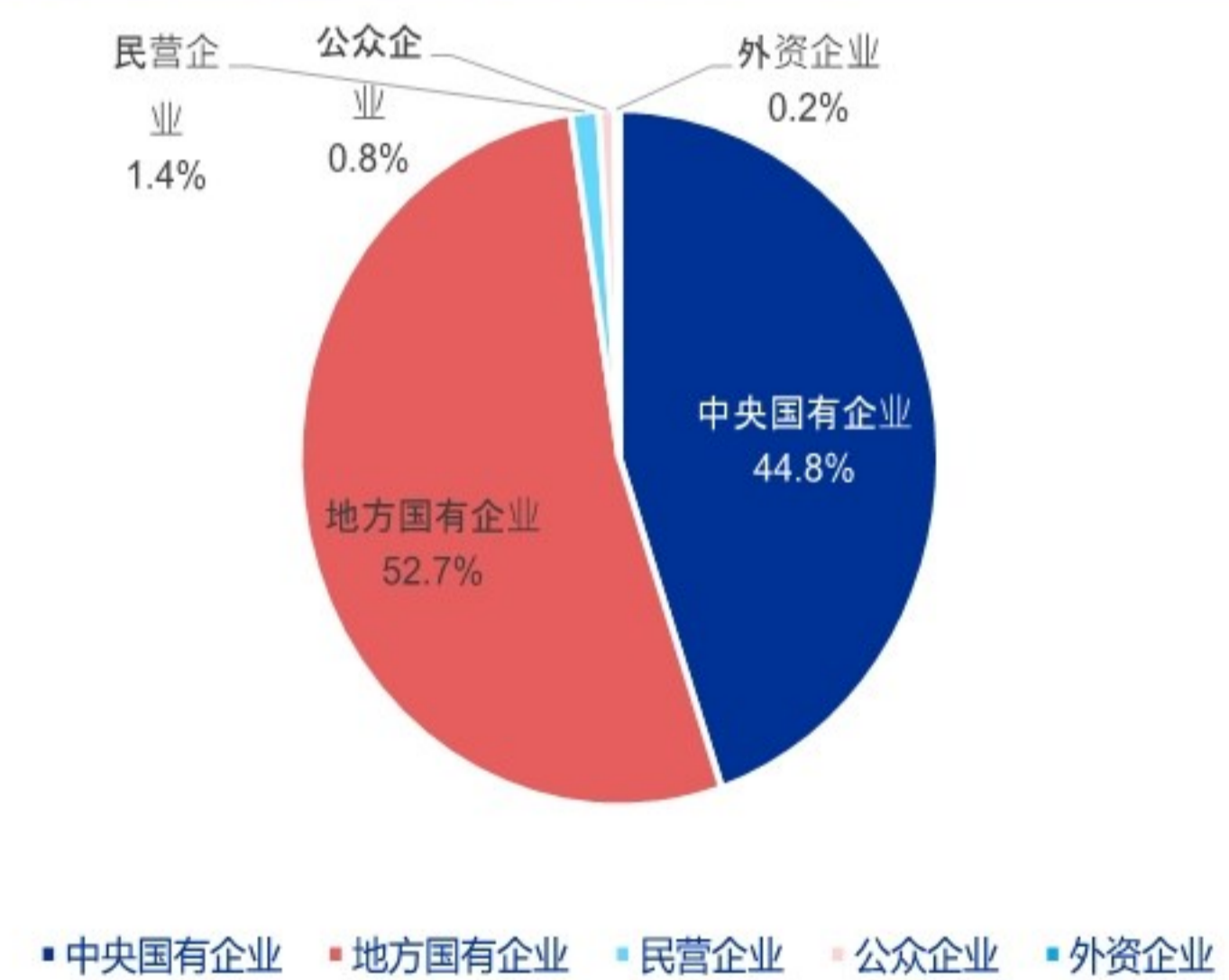
科创债、双创债进一步拓宽债权融资渠道，但依旧无法解决科技民企融资难的困境。创新创业公司债券（双创债）、科技创新公司债券（科创债）、科创票据等金融产品的推出，也为科技型企业债券市场融资拓宽道路。以科创债为例，从发行规模来看，2021、2022、2023年及2024H1科创债发行规模分别为166.6、1028.4、3645.4和2437.3亿元，可以看出科创债的发行自2022年后已明显提速。但是从发债主体上看，2021年来央企+地方国企占到总发行规模的97.5%，而民营企业只占到1.4%。主要原因是相关文件对于发债主体的发行条件、偿债能力等作出了较高要求。这也就意味着，科创民企直接融资仍旧高度依赖股权融资。

图 3：2022 年来科创债发行加速



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 4：科创债发债主体以央国企为主

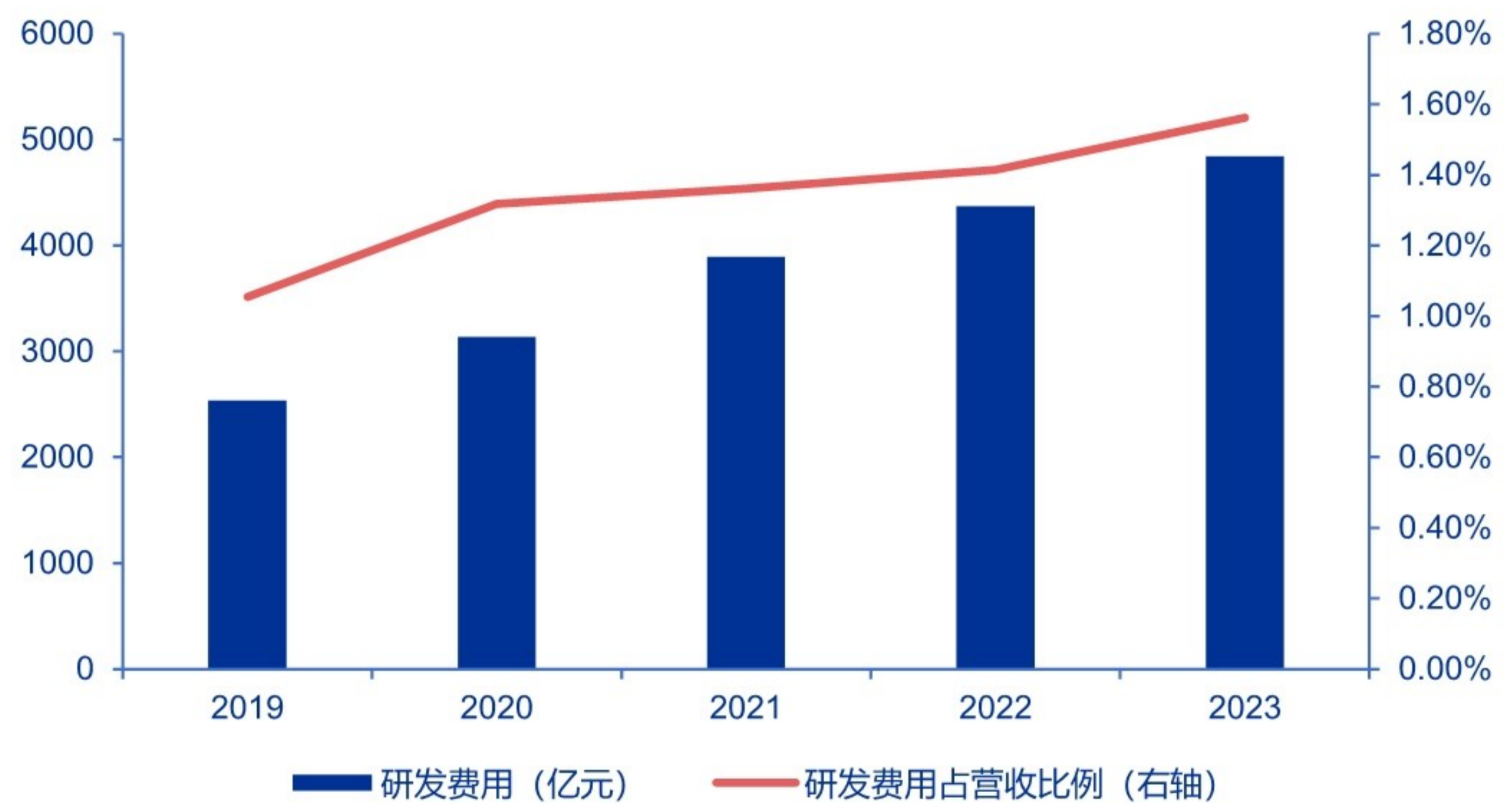


资料来源：WIND，申万宏源研究

在此背景下，资本市场作为科技金融“生力军”，更应承担历史使命。资本市场具有独特的风险共担、利益共享机制，能够有效促进资本形成，促进科技—产业—金融良性循环，在支持现代经济体系建设和服务创新发展战略方面具有重要价值。而“中特估”与“科特估”正是中国特色资本市场服务实体经济、服务科技创新的“左右腿”。

“中特估”：以央企为抓手，在国外领先的领域进行『追赶性创新』，但没法解决从 0 到 1 的『开拓式创新』。习近平总书记指出：“中央企业等国有企业要勇挑重担、敢打头阵，勇当原创技术的‘策源地’、现代产业链的‘链长’。”国资央企定位科技创新“国家队”，应发挥“科技创新主体作用”。央企寻求投入产出的天然属性决定了其更适合对产业链卡点进行资源投入，更多承担着将科研成果应用推广、加速科技成果向现实生产力转化的责任，也就是所谓的“追赶式创新”，而对前沿科技的投入相对缺乏。**这也就意味着，科技创新“新型举国体制”也需要科创型企业这一更市场化的力量，对战略新兴产业、未来产业等前沿科技领域进行“开拓式创新”的补充。**

图 5：央企研发强度逐年提升



资料来源：国资委官网，申万宏源研究

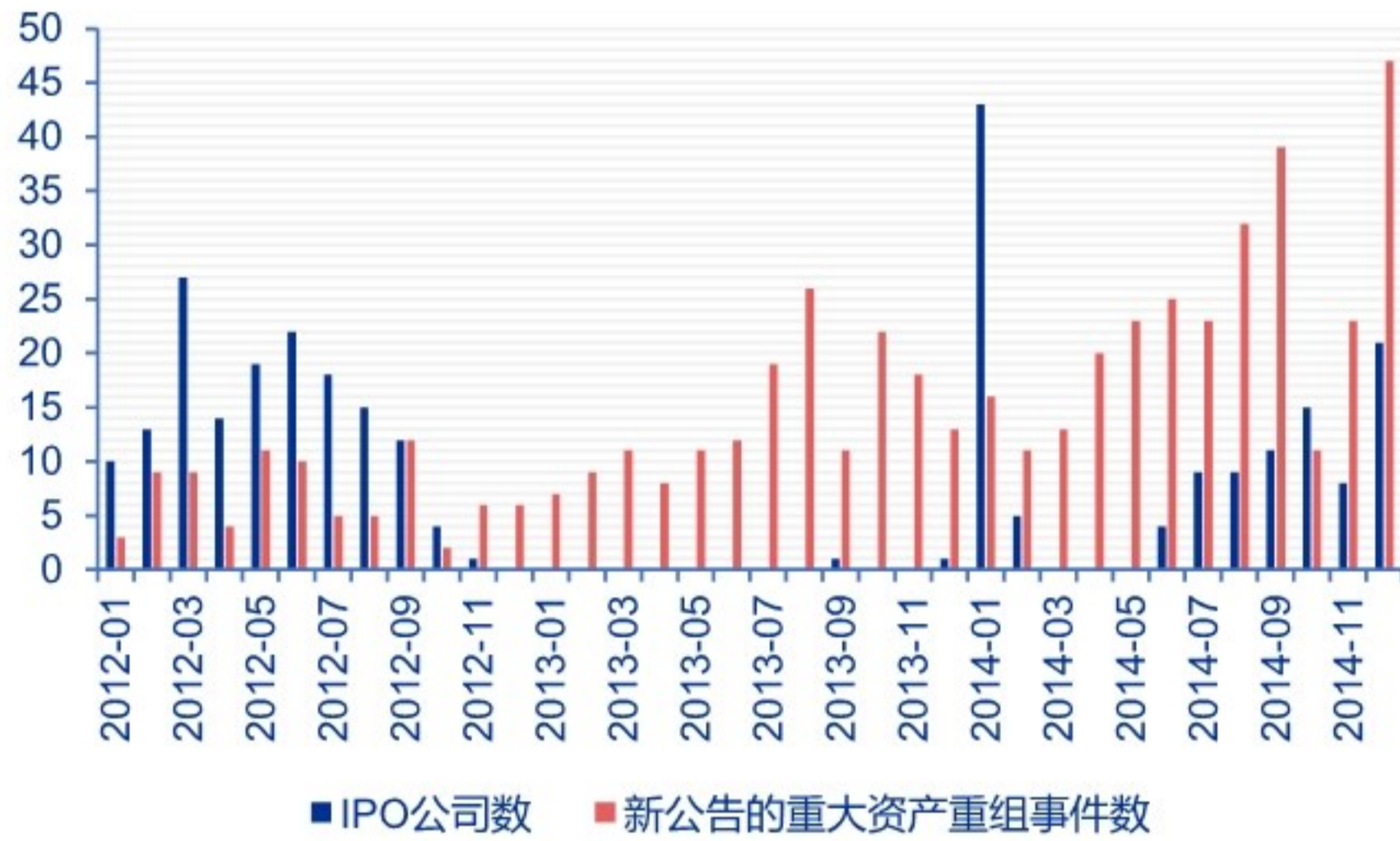
然而，当前直接融资支持科技企业与科技创新的空间未能得到充分发挥。

IPO 显著降速，并购市场也未被充分激活，创投基金“退出难”。自 2023 年 7 月 24 日政治局会议提出活跃资本市场后，A 股更加重视投融资的平衡，IPO 数量从 2023 年 7 月的 37 家一路走低，时至 2024 年 6 月只有 6 家企业登陆 A 股。一般而言，IPO 和并购重组作为未上市企业实现资本退出的两种主要渠道，具有显著的跷跷板效应。2012-2014 年的历史清晰地展示了这一点：当 2012 年 11 月 A 股 IPO 实质性暂停后，并购之门被打开了——重大资产重组案例数从 2013 年初的 7 例一路攀升至 2014 年底的 47 例。然而，这一规律却尚未在本轮周期中重现，并购市场尚未被充分激活。IPO 和并购市场的双重低迷，导致大量一级市场退出遇到阻力，大量股权投资资产面临流动性丧失的尴尬局面。

PE/VC 机构退出受阻是“募投管退”循环不畅的症结所在。首先，PE/VC 退出受阻意味着投资回报周期的延长，从而对资金的回流速度及效率产生影响，进一步影响机构资金的再循环和新项目投入。其次，“退出难”或将导致资方对于项目投资

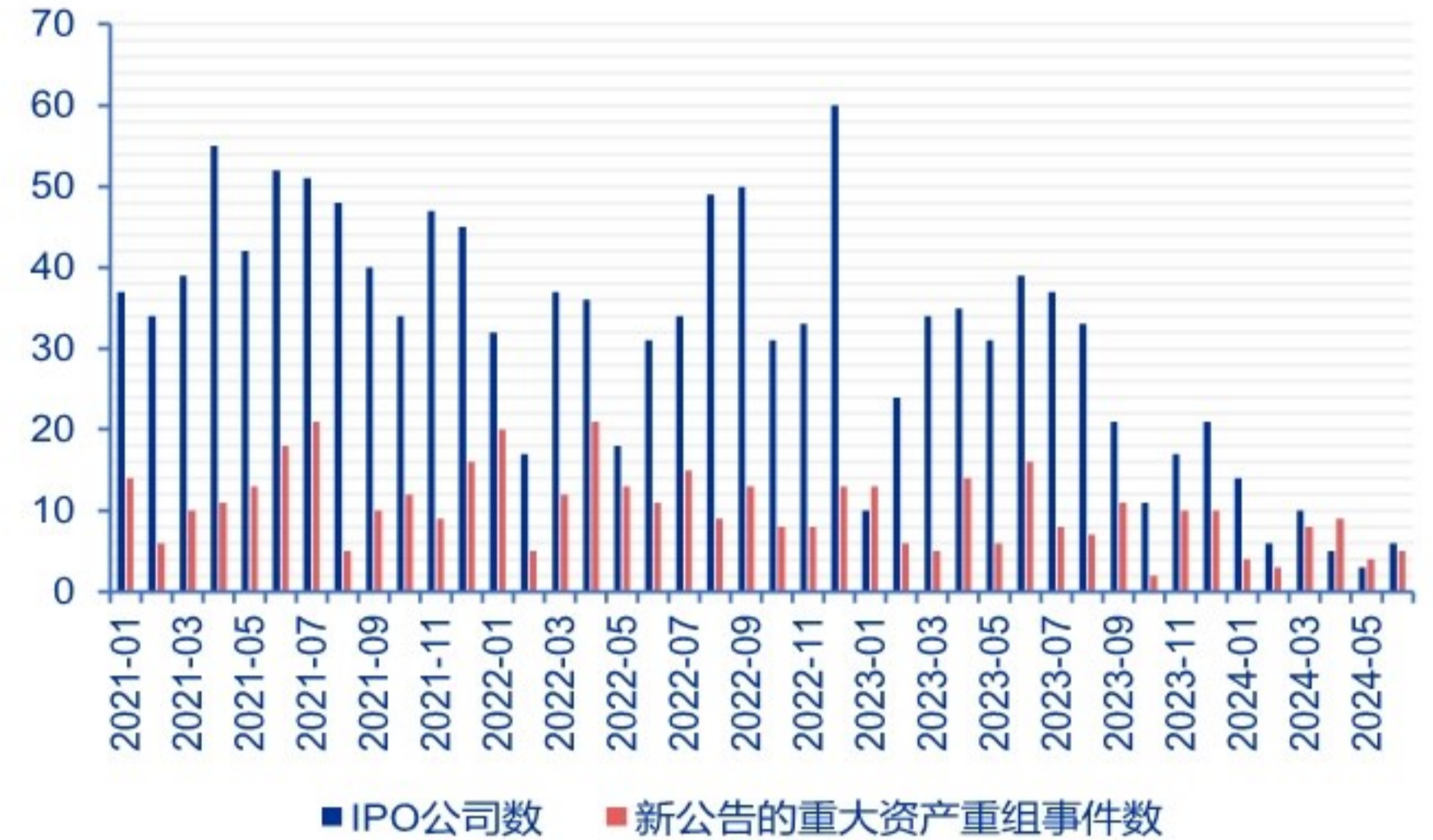
信心不足，增加机构募资难度，影响全行业的资金供应。第三，退出作为“募投管退”生态链的重要一环，直接影响到科创企业的融资环境。

图 6: 2012-2014, IPO 和并购重组之间有显著的跷板效应



资料来源: IFIND, 申万宏源研究

图 7: 2023 年至今, IPO 显著降速但并购重组市场尚未被完全激活



资料来源: IFIND, 申万宏源研究

一二级市场估值倒挂是上述现象发生的核心原因。上述“反常”现象背后有诸多原因,比如从政策放宽到案例落地总会有个时间差,相关方要在这个过程中筹措资金、寻找合适的标的物;再比如,全面注册制实行后, IPO 毕竟没有完全暂定而只是降速,独立上市依旧是很多企业的第一选择。但最根本的原因,还是一二级市场之间估值存在一定程度的“倒挂”。下图展示了同一批投资者对一级、二级市场各行业估值的主观打分: 2022 年至今,一级市场估值逐步调整,创投企业估值日趋合理但较二级市场估值依旧存在溢价。倒挂的估值使并购双方难以就交易作价达成共识,尤其若以发行股份的方式支付,需要上市公司估值打 8 折后依旧高于一级市场估值,才能增厚 EPS 并使投资者满意。

图 8: 一级市场各行业头部企业的估值水平主观打分 (2022-2024Q1)

一级市场头部企业估值水平	22Q1	22Q2	22Q4	23Q1	23Q3	24Q1	趋势图
消费零售	7.0	6.4	6.4	7.0	5.3	4.7	
2C互联网	6.7	8.8	6.8	6.4	4.7	5.3	
产业科技	8.2	7.2	7.2	6.9	6.5	6.5	
企业服务	8.0	7.6	7.6	6.9	6.8	5.6	
AI	7.6	6.8	6.8	7.8	8.4	6.9	
新能源车、智能驾驶	8.5	8.5	8.5	8.2	7.8	6.4	
新能源、新材料	7.4	8.6	8.6	8.7	7.8	6.5	
先进制造	7.6	7.1	7.1	7.1	7.1	6.2	
半导体	8.9	8.5	8.5	8.4	8.0	7.0	
医疗健康	8.1	7.4	7.4	7.0	6.6	6.0	

资料来源: 华兴资本, 申万宏源研究

图 9: 二级市场对应行业的估值水平主观打分 (2022-2024Q1)

二级市场已上市企业估值水平	22Q1	22Q2	22Q4	23Q1	23Q3	24Q1	趋势图
消费零售	5.2	5.1	5.1	5.7	4.5	4.0	
2C互联网	4.9	5.5	5.5	4.9	3.7	5.2	
产业科技	5.9	5.1	5.1	5.9	5.5	6.0	
企业服务	5.0	5.1	5.1	5.6	5.3	4.7	
AI	6.3	4.7	4.7	6.7	6.9	7.3	
新能源车、智能驾驶	7.4	6.9	6.9	6.8	5.6	5.4	
新能源、新材料	7.0	7.5	7.5	7.1	5.5	5.2	
先进制造	6.4	6.3	6.3	6.3	5.8	5.3	
半导体	7.2	6.5	6.5	6.6	6.3	6.4	
医疗健康	5.9	4.9	4.9	5.7	4.3	5.1	

资料来源: 华兴资本, 申万宏源研究

注: 打分为参与问卷调查的一级市场投资人对市场估值水平的主观估计, 采用 1-10 分制, 1 分代表极低, 10 分代表极高, 统计的分值结果为算术平均。

“科特估”通过提振科创类企业二级市场估值，有助于盘活科创投融资。二级市场估值体现的是全社会对于科创类企业价值的共识，“科特估”的提出，对企业而言，能够促进资本形成；对于风险投资机构而言，高收益使得科创企业的吸引力增加，并最终盘活科创领域的“募投管退”全链条，为科创企业注入源源不断的金融“活水”。

1.3 “科特估”：高增长稀缺背景下的高回报选择

从“高增长”走向“高质量增长”，高增速资产日益稀缺。二十一世纪初以来，中国经济受益于改革开放、全球化和人口红利，实现了经济的高速增长。相对应的，A 股市场中也蕴藏着巨大的财富机会，成长股数量众多，可谓“遍地是黄金”。直至 2010 年前后，中国经济增速换挡，经济从“粗放式的高增长”走向“高质量增长”，映射到股市上，A 股的营收、利润中枢系统性下移，高增速资产日益稀缺。站在当前时点，在“统筹安全与发展”的时代基调下，在“资产荒”的背景下，“什么是新的时代的核心资产？”是每一位投资者需要思考的问题。

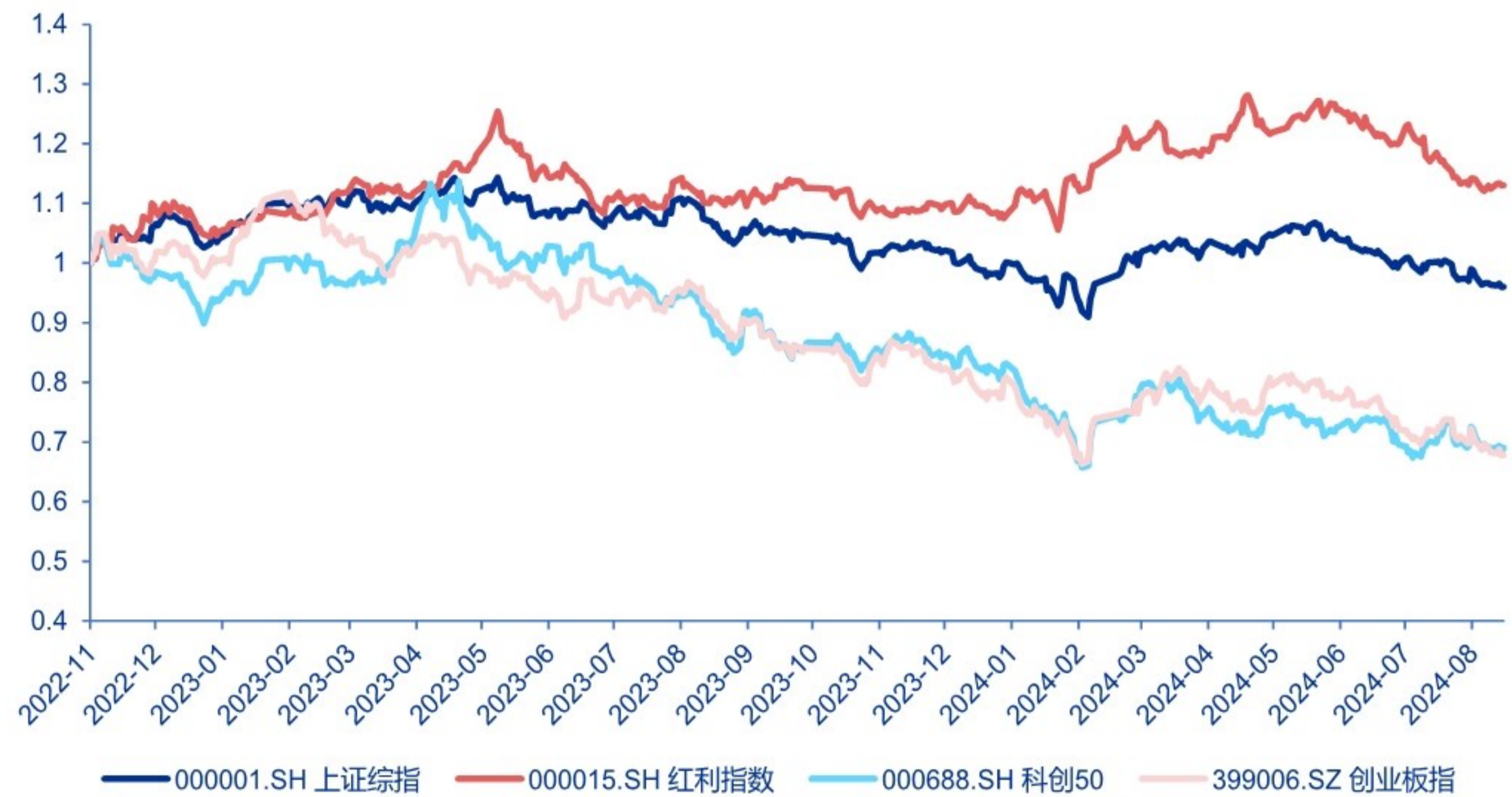
图 10：A 股营收、利润增速中枢系统性下移



资料来源：WIND，申万宏源研究

“中特估”：固然能提供稳稳的幸福，但弹性相对不足。自 2022 年底“中国特色估值”提出以来，国资央企已在一定程度上实现了估值修复，走出了明显的超额收益。这背后源于国资央企的基本面韧性和优异的现金流。在长端收益率逐步走低的情况下，“中特估”所代表的高股息资产重估逐渐成为共识。然而，截止目前，随着“中字头”板块的持续走高，其后续空间相对不足，寻找更有弹性的高回报资产，成为越来越多投资者的共识。

图 11：在“中字头”板块持续重估的同时，科创类资产却跌出了性价比



资料来源：WIND，申万宏源研究

“科特估”：时代“发展”资产，高成长稀缺下的高回报选择。与“中特估”相悖的是，科创类资产持续走弱。截止 2024 年 8 月 20 日，科创 50 指数 PE-TTM 为 43.4，已跌至历史 32.5%分位；PB-LF，跌至历史 0.8%分位，已经跌出性价比。但拉长时间视角看，中华民族的伟大复兴的根本在于科技发展，在于要素生产率的腾飞。“科特估”所对应的是市场对于战略新兴行业和未来产业等前沿科技的低估。**因此，我们认为，“科特估”资产将成为未来高成长稀缺环境下的高回报选择，理应获得一定的估值溢价。**

图 12：科创 50 指数 PE-TTM、PB-LF 持续走低



资料来源：WIND，申万宏源研究

2. “科特估”的概念重思

2.1 “科特估”的内涵

投资“科特估”，首要任务就需要理解“科特估”里的“科”到底指什么？市场上，大家将今年以来的科创股行情称为“科特估”，即是对“中国特色科技估值体系”的简称。对于投资者来说，在拥抱“科特估”之前，需要首先理解这里的“科”到底指什么。

部分投资者认为，这里“科”泛指所有的科技股。科技一词就其词源来说，是科学与技术（Science and Technology）的缩略语，由“科学”和“技术”所共同组成。这种解读较为广义，难以对资本市场投资产生实质性的指导，因为绝大部分上市公司均能与“科技”或多或少沾边。

也有另一种观点认为，“科”的范围可被缩小至 TMT 领域。TMT 首次提出在 2006 年，代表的是第三次技术革命——信息技术革命时代的新质生产力，已与当前时代不符。

“科特估”是以“新质生产力”为代表的中国新一轮科技革命和产业革命中相关产业的估值体系重塑。基于“科特估”的“中国特色”属性，参考我们前文所述，我们将这里的“科技”范围进一步缩小为：站在当前时点，那些研发周期长，但一旦得到突破，就能帮助中国在全球竞争中赢得战略主动、能帮助投资者获得丰厚回报，推进新一轮科技产业革命的科技领域。

图 13：新质生产力聚焦于新兴产业和未来产业



资料来源：二十届三中全会《决定》稿，申万宏源研究

落地到具体产业上，根据二十届三中全会《决定》稿中“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”一节中所提到的：“加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。”2024年的《政府工作报告》里对于新质生产力的表述为“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。”我们认为，新质生产力主要聚焦于新兴产业和未来产业。

新质生产力聚焦 9 大新兴产业+9 大未来产业。根据国家统计局《工业战略性新兴产业分类（2023）》明确了战略新兴产业的主要范围，包含：新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物产业、新能源汽车、新能源、节能环保、航空航天、海洋装备九大产业。2023 年工业和信息化部联合科技部、国家能源局、国家标准委印发《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035 年）》，定义 9 大未来产业为：元宇宙、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、未来网络和新型储能。

2.2 科创板服务新质生产力，是“科特估”的主战场

科创板服务新质生产力发展。在一系列创新性业务规则和配套制度“领航”之下，科创板始终坚守服务高水平科技自立自强“初心”，在支持“硬科技”企业提升科技创新能力、加快发展新质生产力方面作用突出，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业企业。根据万得对于科创板上市公司所属的科创主题进行统计，目前科创板公司已覆盖新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新材料产业、新能源产业、节能环保产业、新能源汽车产业、相关服务业及数字创业产业。其中，隶属于新一代信息技术产业公司有 238 家，占到科创板总市值的 53.5%；生物产业公司 108 家，占科创板总市值的 19.0%；高端装备制造产业 91 家，市值占比 11.0%。

表 3：新质生产力在科创板的映射

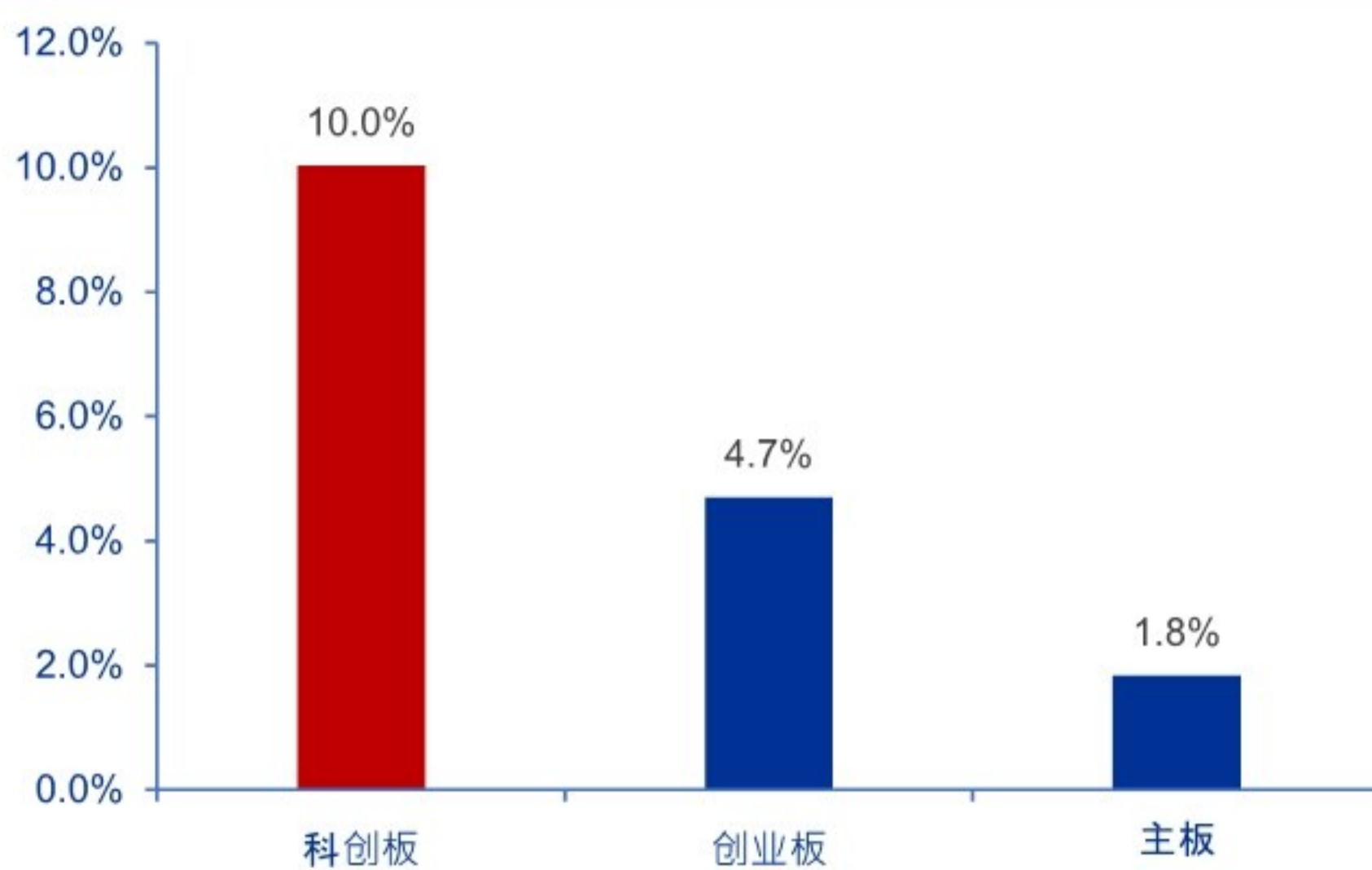
	科创主题	企业数量	数量占比	企业市值(亿)	市值占比
新一代信息技术产业	电子核心产业	131	22.9%	19359	38.0%
	新兴软件和新型信息技术服务	71	12.4%	4438	8.7%
	下一代信息网络产业	25	4.4%	2697	5.3%
	互联网与云计算、大数据服务	5	0.9%	258	0.5%
	人工智能	6	1.1%	526	1.0%
	合计	238	41.7%	27278	53.5%
	生物产业	108	18.9%	9703	19.0%
	高端装备制造产业	91	15.9%	5633	11.0%
	新材料产业	70	12.3%	3735	7.3%

新能源产业	21	3.7%	2933	5.8%
节能环保产业	29	5.1%	892	1.7%
新能源汽车产业	8	1.4%	588	1.2%
相关服务业	5	0.9%	182	0.4%
数字创业产业	1	0.2%	40	0.1%

资料来源：WIND，申万宏源研究

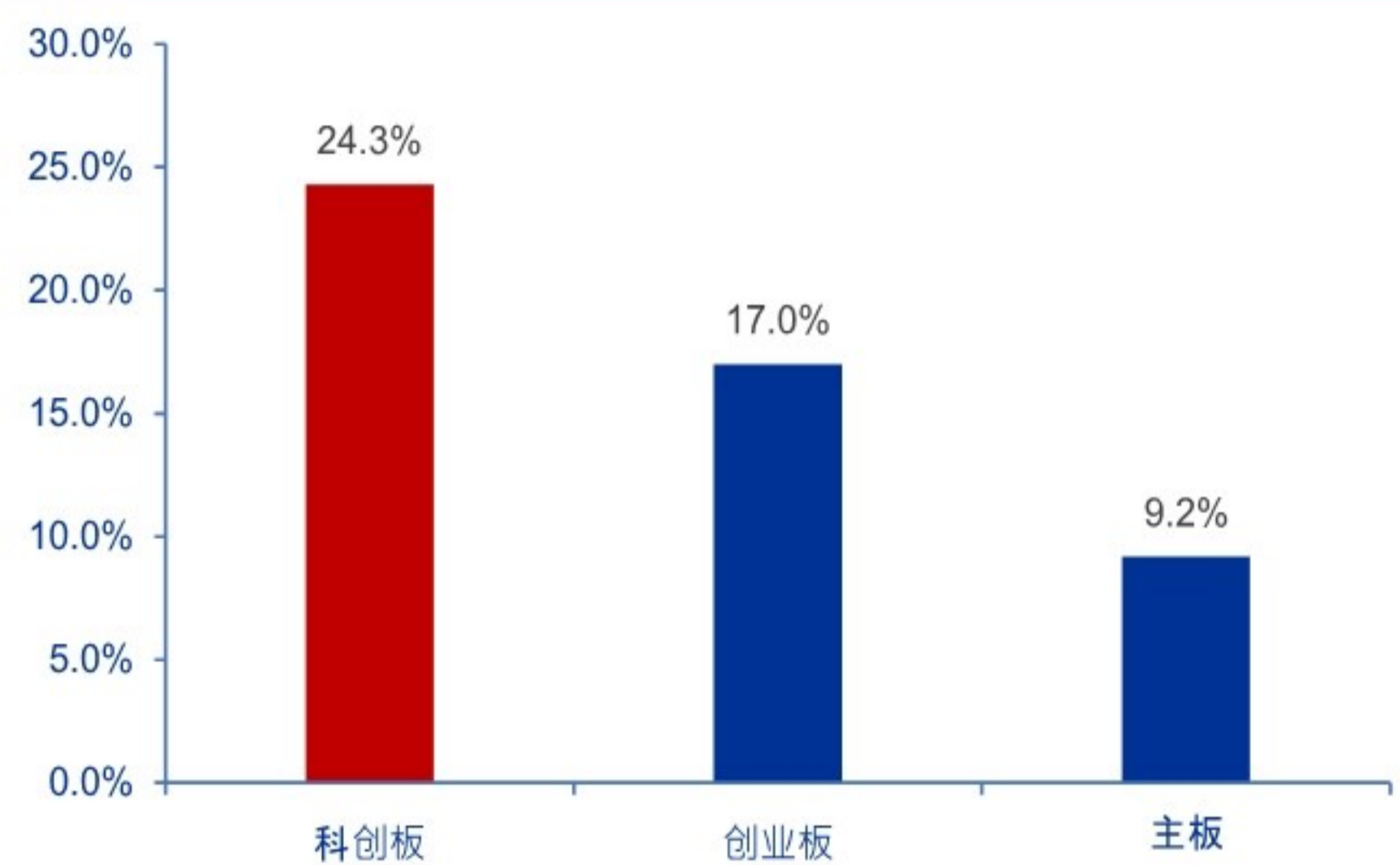
数据上，科创板研发投入占比遥遥领先。截止 2023 年末，科创板研发投入占总营收的比重达到了 10.0%，遥遥领先于创业板的 4.7%和主板的 1.8%。同时，在研发人员数量占比上，科创板以 24.3%的占比遥遥领先于创业板（17.0%）及主板（9.2%）。

图 14：科创板研发投入占营收比重在各上市板中遥遥领先（2023/12/31 数据）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 15：科创板研发人员数量占比同样在各上市板中领先（2023/12/31 数据）



资料来源：WIND，申万宏源研究

“新国九条”坚守板块定位，进一步提升科创板申报门槛，强调“硬科技”。

2024 年 4 月，“新国九条”颁布，“要求科创板始终坚守板块定位，主要服务符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。”随后，《科创属性评价指引（试行）》再一次升级，“强化衡量研发投入、科研成果和成长性的关键指标”，提高了对于申报科创板企业的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长的标准，同时也新增了对于发明专利能够产业化的要求：（1）在研发投入金额方面，将“三年研发投入金额累计在 6000 万元以上”增加至“8000 万元以上”；（2）在发明专利指标上，“将应用于公司主营业务的发明专利 5 项以上”修改为“应用于公司主营业务并能够产业化的专利发明 7 项以上”；（3）在营收增长率方面，将“最近三年营收复合增长率达到 20%”增加至 25%；（4）在发明专利指标方面，把“形成核心技术和应用于主营业务的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上”增加了发明专利需要“能够产业化”。在更加综合的“硬科技”指标体系下，科创板公司“含科量”有望持续提升，有望更精准、更有效的服务好科技创新及新质生产力。

“科八条”针对科创企业实际需求，进一步解决新质生产力发展中的堵点。2024 年 6 月 19 日，中国证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力

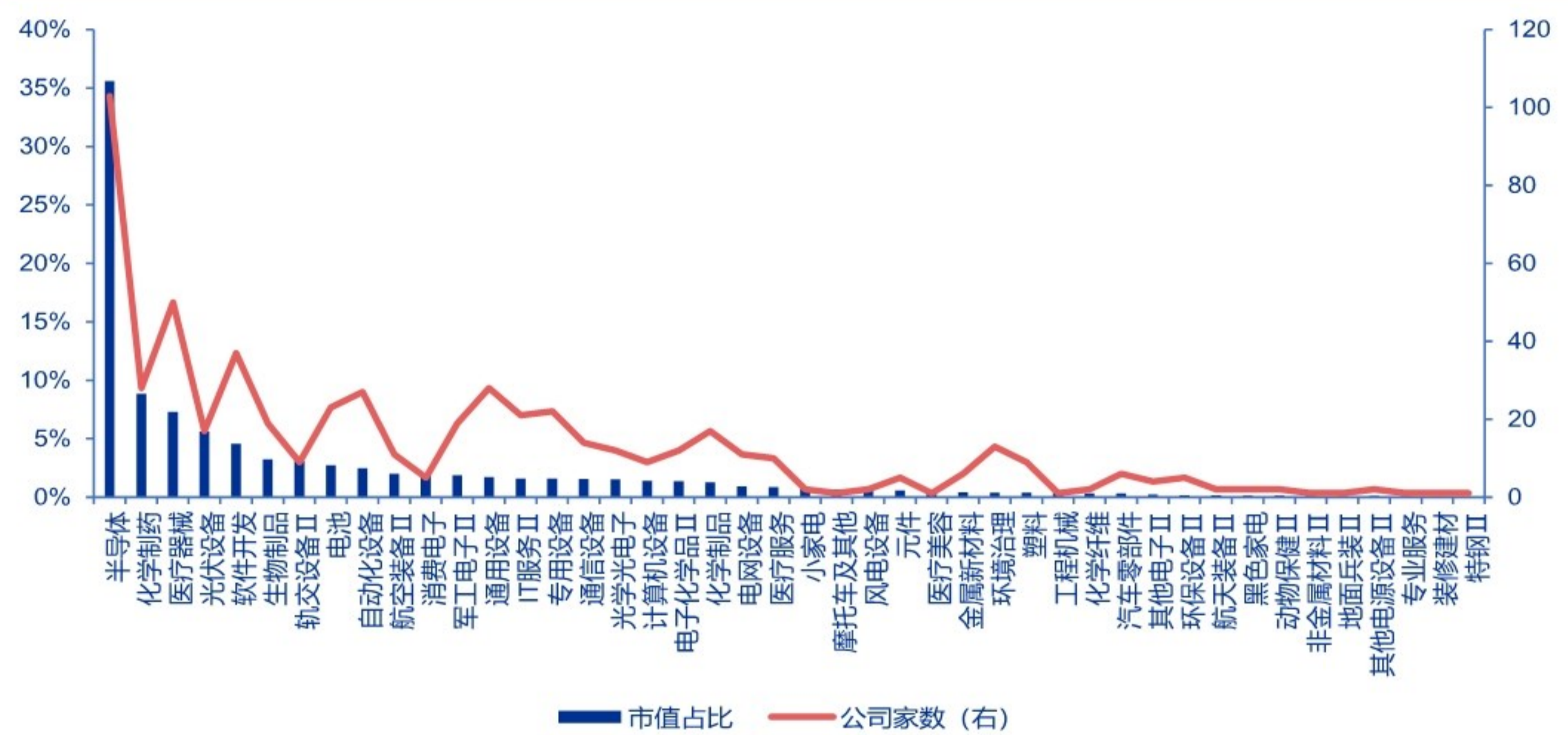
发展的八条措施》(简称“科八条”), 不断深化改革, 提升对新产业、新业态、新模式的支持作用。通过建立并购重组“绿色通道”、丰富并购重组支付工具等手段, 支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合, 有效实现我国科技创新企业在发展过程中的资源优化配置, 推动企业高质量发展。

3. “科特估”的实现路径

3.1 科创板简介：中小市值“硬科技”主阵地

科创开市满五年, 已聚集了一批优质新质生产力企业。2019年7月22日, 科创板鸣锣开市, 以独特定位和制度优势助力“硬科技”企业蓬勃发展。五年来, 科创板坚持落实创新驱动发展战略。形成了一大批科技突出, 攻关能力强的“硬科技”领军企业。截止2024年8月19日, 科创板共有574家上市公司, 总市值超5.2万亿元, 在集成电路、创新药、半导体、高端装备、光伏、人工智能等新质生产力相关产业已形成集群发展之势。

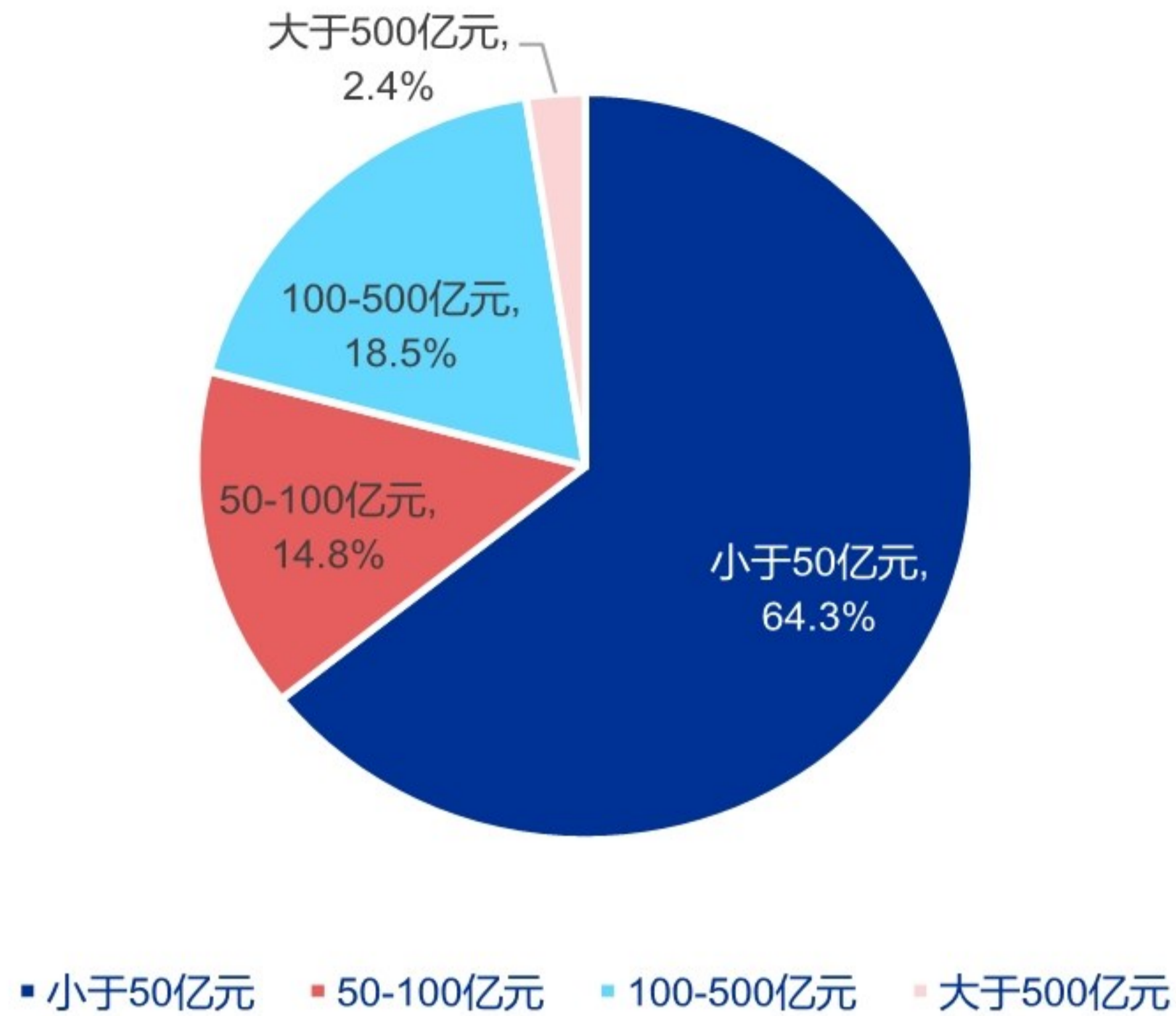
图 16: 科创板上市公司行业分布



资料来源: WIND, 申万宏源研究

行业分布上, 半导体、化学制造、医疗设备、光伏设备、软件开发为占比前五的申万二级行业。从科创板上市公司的行业分布来看, 市值占比最高的五大申万二级行业依次是半导体 (35.6%)、化学制药 (8.8%)、医疗器械 (7.3%)、光伏设备 (5.6%) 和软件开发 (4.6%)。

图 17: 科创板上市公司市值分布：以小市值企业为主



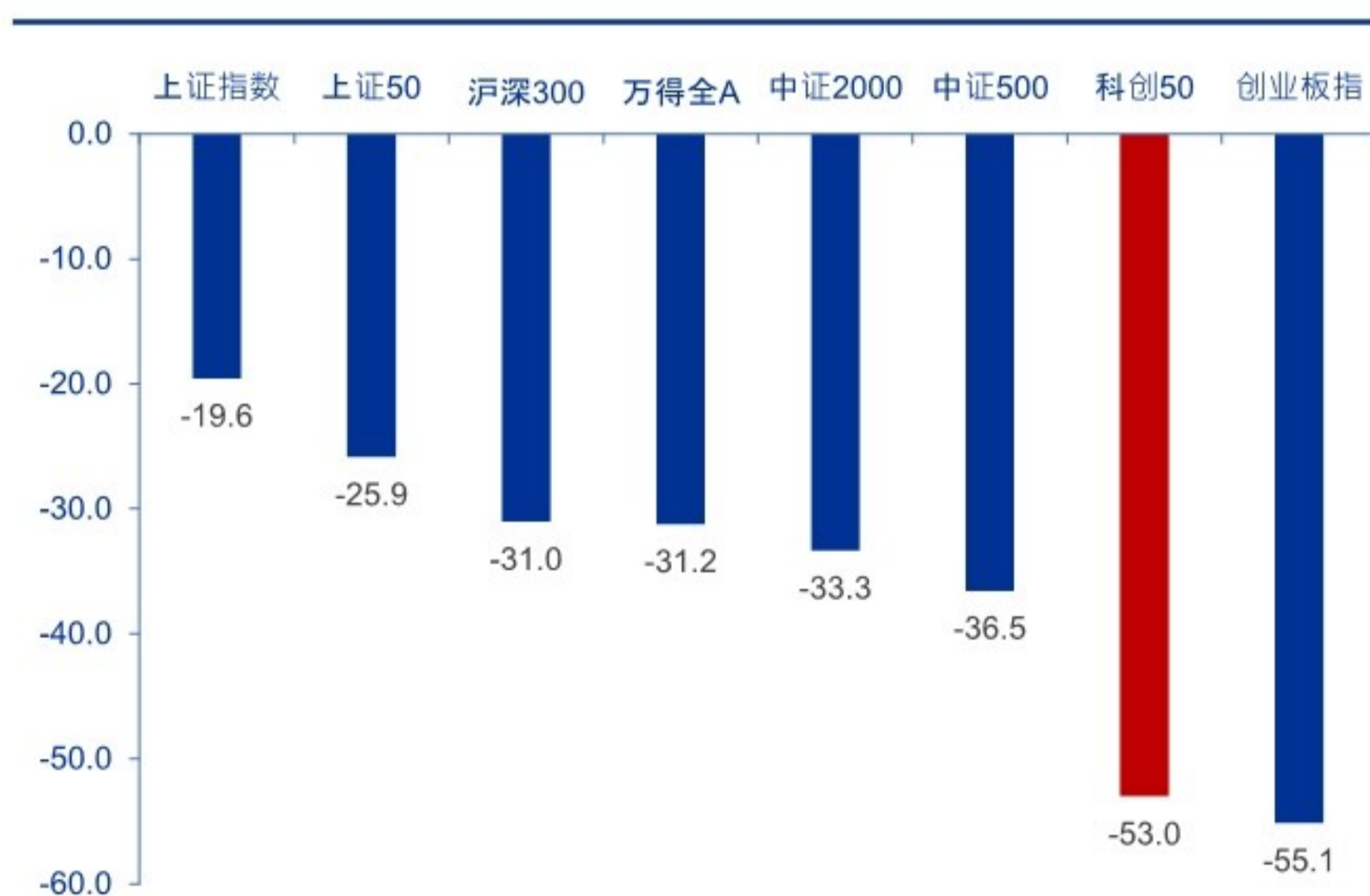
资料来源：WIND，申万宏源研究

科创板以服务中小科技型企业为主。从科创板上市公司的市值分布来看，市值小于 50 亿元的公司数量占比为 64.3%。这与科创板上市条件中对市值的容忍度较高相关。

3.2 科创板估值偏低，重估潜力巨大

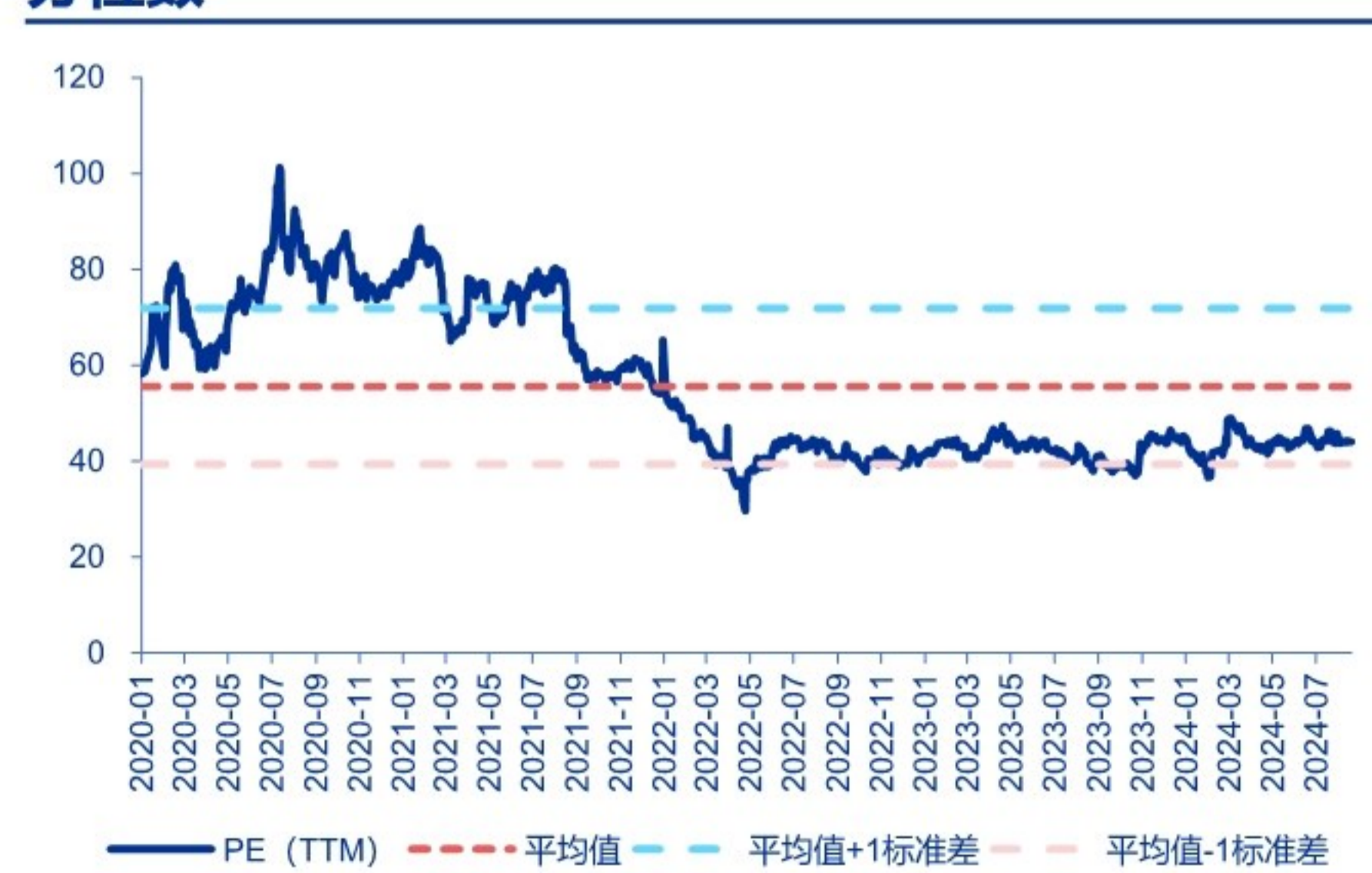
从自身估值来看，科创板当前估值处于历史底部位置。自 2021 年底以来，A 股市场在内外因素的共同影响下出现了一轮较大幅度的调整，以成长风格外代表的科创指数在所有主要指数中，调整幅度较深。当前，从估值来看，截止 2024 年 8 月 20 日，科创 50 当前 PE (TTM) 为 43.4，处于 2020 年以来的 32.5%分位；PB (LF) 为 3.17，处于 0.8%分位；PS (TTM) 为 3.02，处于 2020 年来的底部位置。

图 18: 科创 50 指数在所有主要指数中调整幅度较深



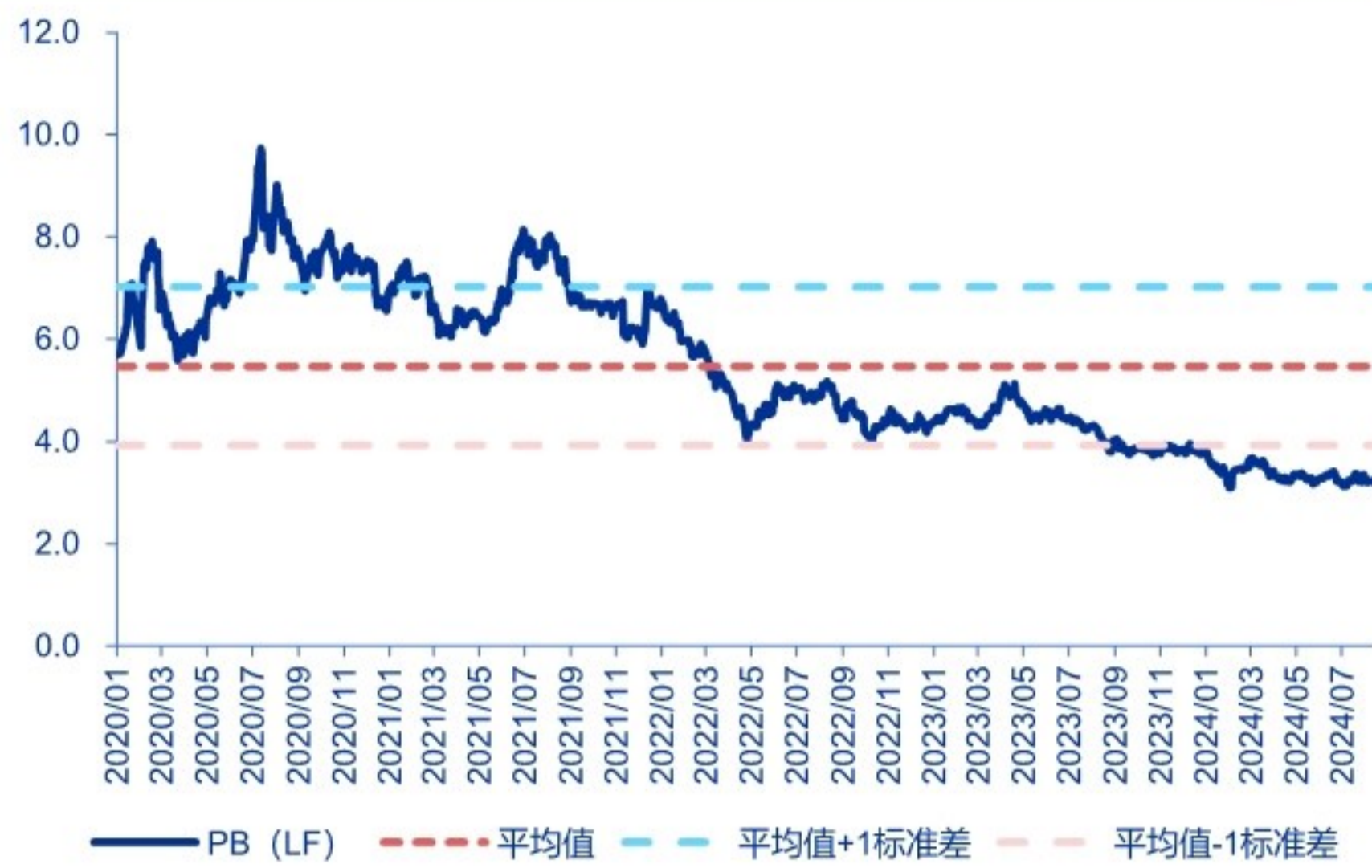
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 19: 科创 50 指数 PE (TTM) 处于历史 32.5%分位数



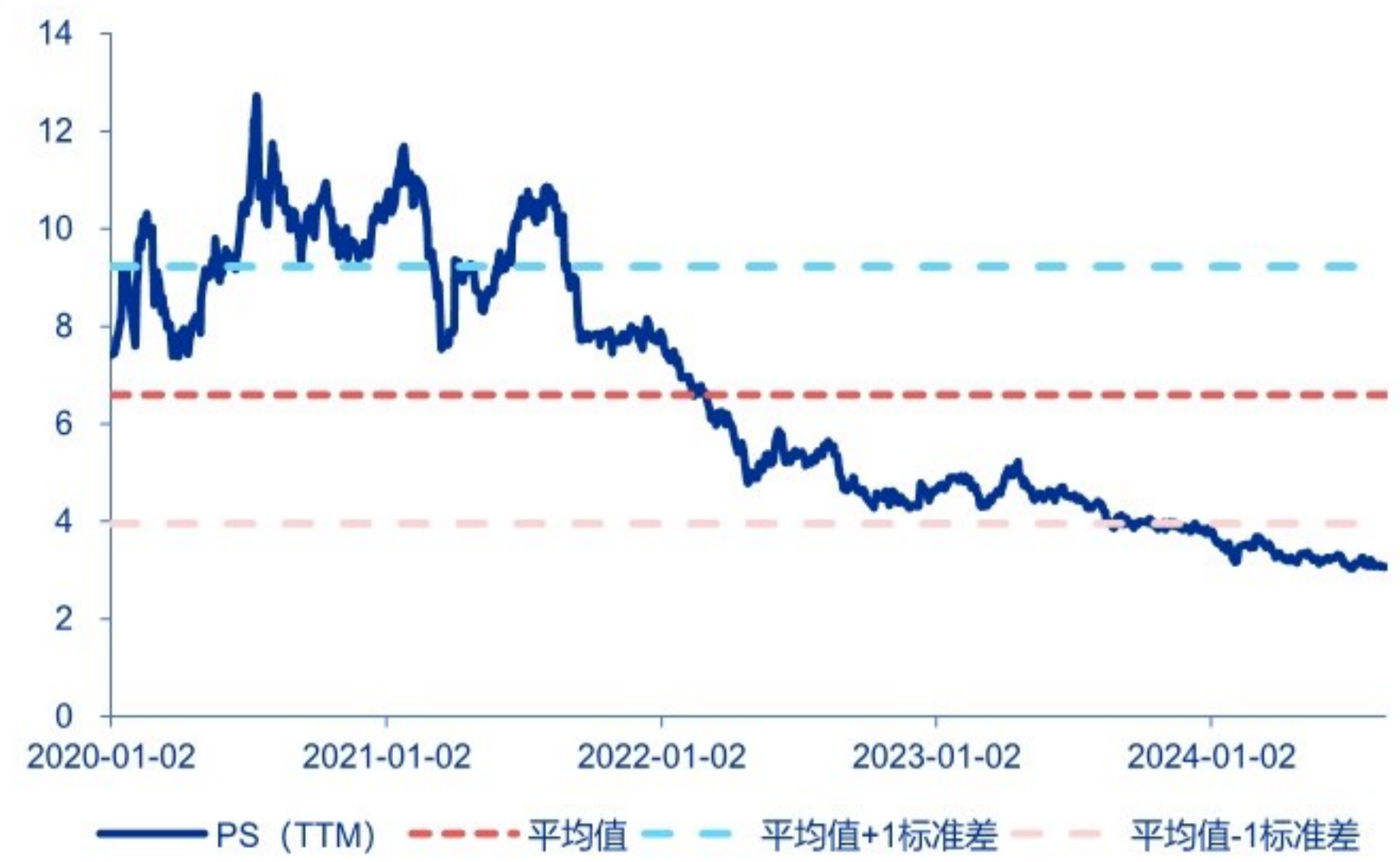
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 20: 科创 50: PB (LF) 处于历史 0.8%分位数



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 21: 科创 50: PS (TTM) 处于历史底部位置



资料来源: WIND, 申万宏源研究

同时，与海外科技股相比，A 股科技具备巨大修复潜力。从估值的绝对水平上看，在绝大部分含“科”量较高的大类行业中，A 股与美股/日股的估值相比处在偏低位置。以半导体产品与半导体设备为例，美股、日股的行业平均 PB (LF) 分别为 10.3 和 4.3，而 A 股仅为 2.6；美股、日股的 PS (TTM) 分别为 12.5、4.7，而 A 股仅为 2.5，估值差距较大。再看软件行业，A 股行业平均 PB (LF) 为 2.7，与美国、日本的 10.4、4.0 相比，差距同样较大。虽然科技水平差距是客观事实，但另一方面，差距也意味着机会。中国科技发展潜力更大、国产替代空间更广阔。“科特估”的第一步，就是将估值修复至国际水平。

表 4: 横向比较美国及日本股市，A 股在绝大多数科技行业中估值偏低

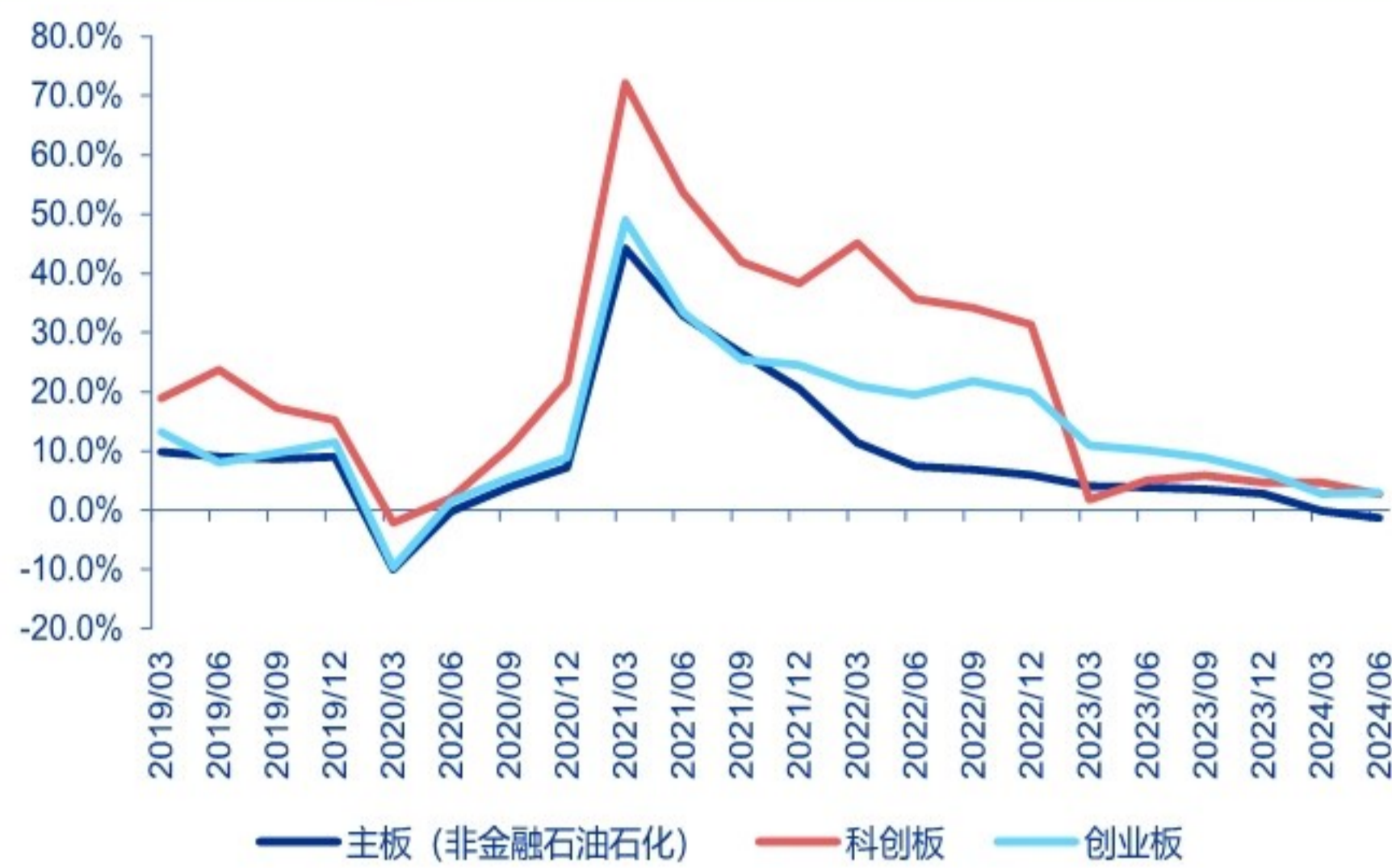
科技行业	PB (LF)			PS (TTM)		
	中国	美国	日本	中国	美国	日本
航空航天与国防Ⅲ	2.4	6.5	6.0	3.0	2.2	2.4
半导体产品与半导体设备	2.6	10.3	4.3	2.5	12.5	4.7
电子设备、仪器和元件	2.4	3.4	2.4	1.4	1.4	1.9
通信设备Ⅲ	2.5	5.6	1.1	1.6	3.9	1.0
互联网软件与服务Ⅲ	2.1	7.0	1.5	1.5	6.4	1.8
软件	2.7	10.4	4.0	3.8	9.1	4.4
信息技术服务	2.0	5.5	3.2	1.8	2.7	1.6
生物科技Ⅲ	2.3	5.9	3.0	4.8	6.8	4.2
生命科学工具和服务Ⅲ	2.1	4.2	1.7	3.6	4.6	2.2

资料来源: WIND, 申万宏源研究。数据截止 2024/8/20。

科创板估值偏低，背后有多重因素共同导致：

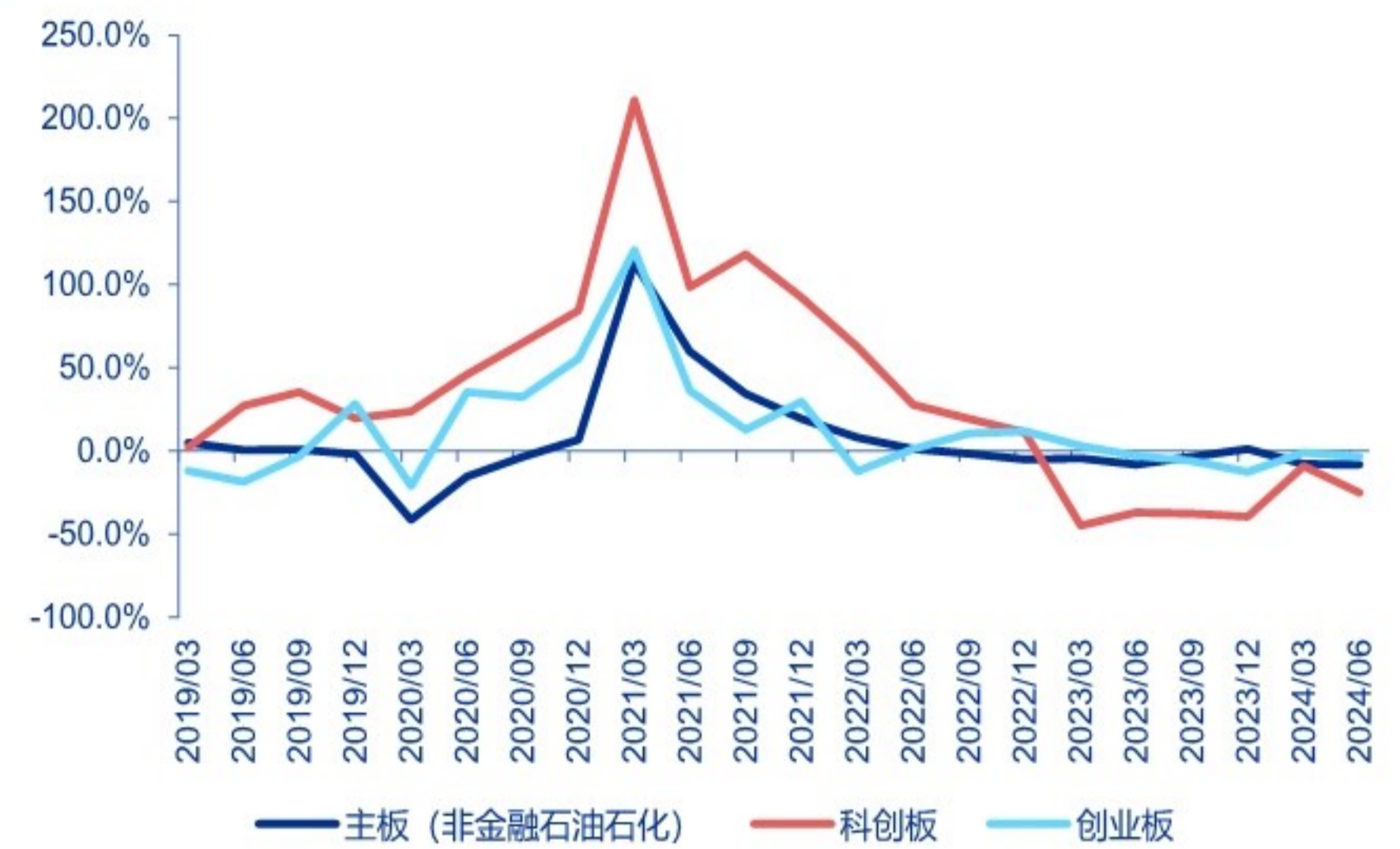
【1】科创板中小市值公司较多，当经济基本面偏弱时，小公司受损更大，影响整体板块业绩。从营收数据来看，截止 2024Q2，科创板营收累计同比增速为 2.7%，环比 Q1 下行 2PCT 至 2.7%；科创被整体营收增速低于创业板的 2.9%，高于主板（非金融和“三桶油”）的-1.3%。科创板归母净利润累计同比增速为-25.1%，大幅低于主板（-8.2%）及创业板（-3.7%），科创板基本面仍在探底中。

图 22：科创、主板、创业板：营收增速对比



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 23：科创、主板、创业板：归母净利润增速对比



资料来源：WIND，申万宏源研究

【2】投资门槛较高限制流动性，机构投资者占比较大。科创板投资门槛相对较高，即投资者必须满足：申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（并参与证券交易 24 个月以上）。这一规定在一定程度上优化了投资者结构、降低了波动、保护了中小投资者，但同时也限制了科创板的流动性，形成以机构投资者占比较高的格局。截止 2023 年末，公募基金持仓在科创板自由流通市值中占比达到 52.2%。

图 24：公募基金重仓股占科创板自由流通市值比例较大



资料来源：WIND，申万宏源研究

【3】风险投资机构及股权投资基金持续减持。由于科技型的独特性质，科技企业在初创时期和发展初期吸引了大量风险投资机构及股权投资基金，而这些机构都有在企业进入发展成熟期后退出的需求。科创板成立以来，曾经历过几次解禁高峰，对科创 50 指数均形成了一定的负面冲击。尤其是在当前二级市场成交低迷、流动性匮乏的情况下，减持对二级市场冲击的负面效应也会被相应放大。

图 25：过去几次解禁高峰均对于科创 50 指数形成负面冲击

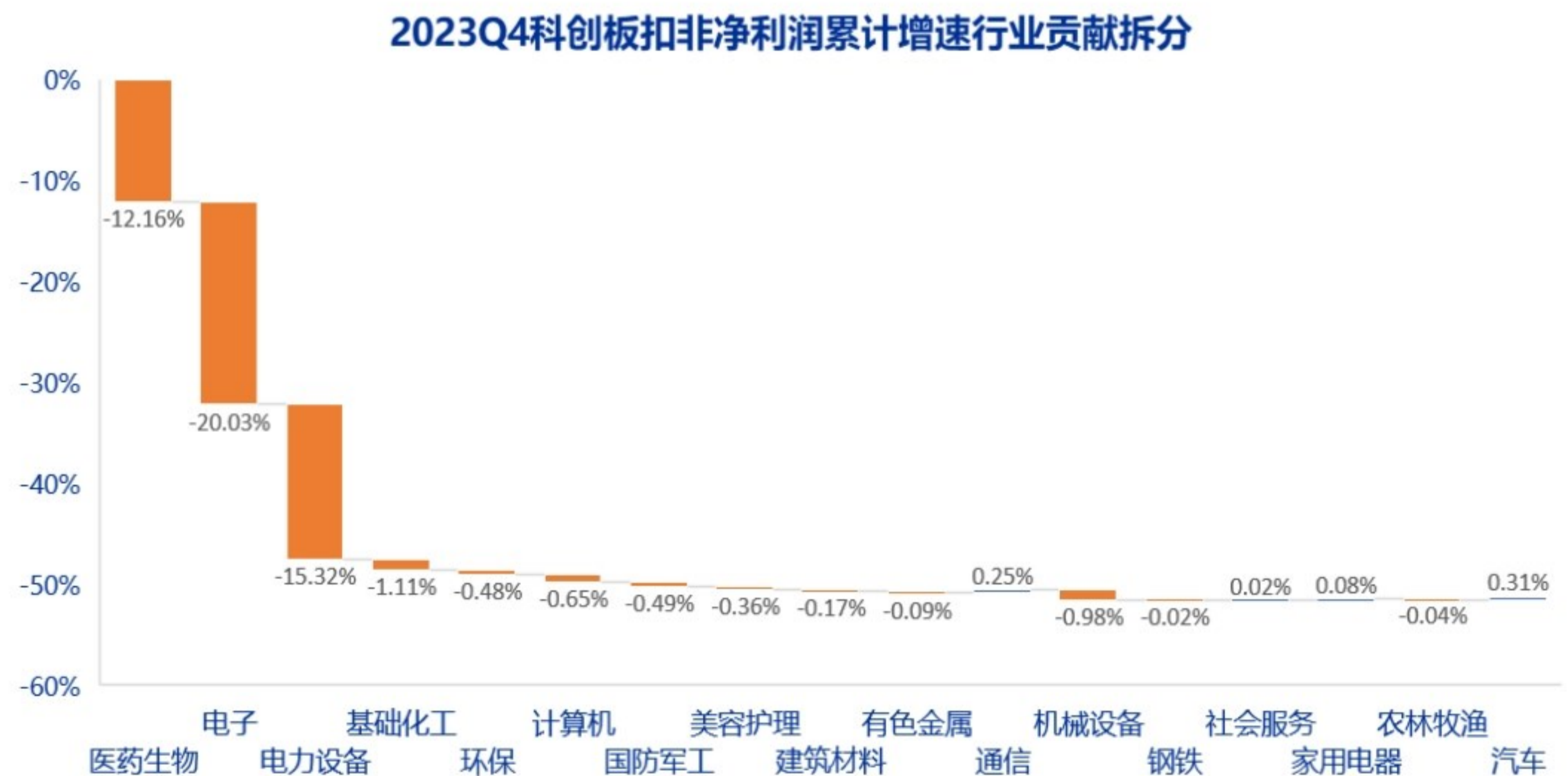


资料来源：WIND，申万宏源研究

3.3 主要行业周期拐点已至，科创板已具备重估基础

从业绩上看，医药、电子和电力设备是拖累科创板业绩的三大主要行业。2023Q4 科创板扣非净利润累计下滑 51.3%，拆分到具体行业来看，其中 12.2% 的降幅由医药带来，20.0% 的降幅由电子带来，15.3% 的降幅由电力设备带来，三者是拖累科创板业绩的主因。

图 26：科创板业绩贡献拆分：医药、电子、电力设备拖累最大



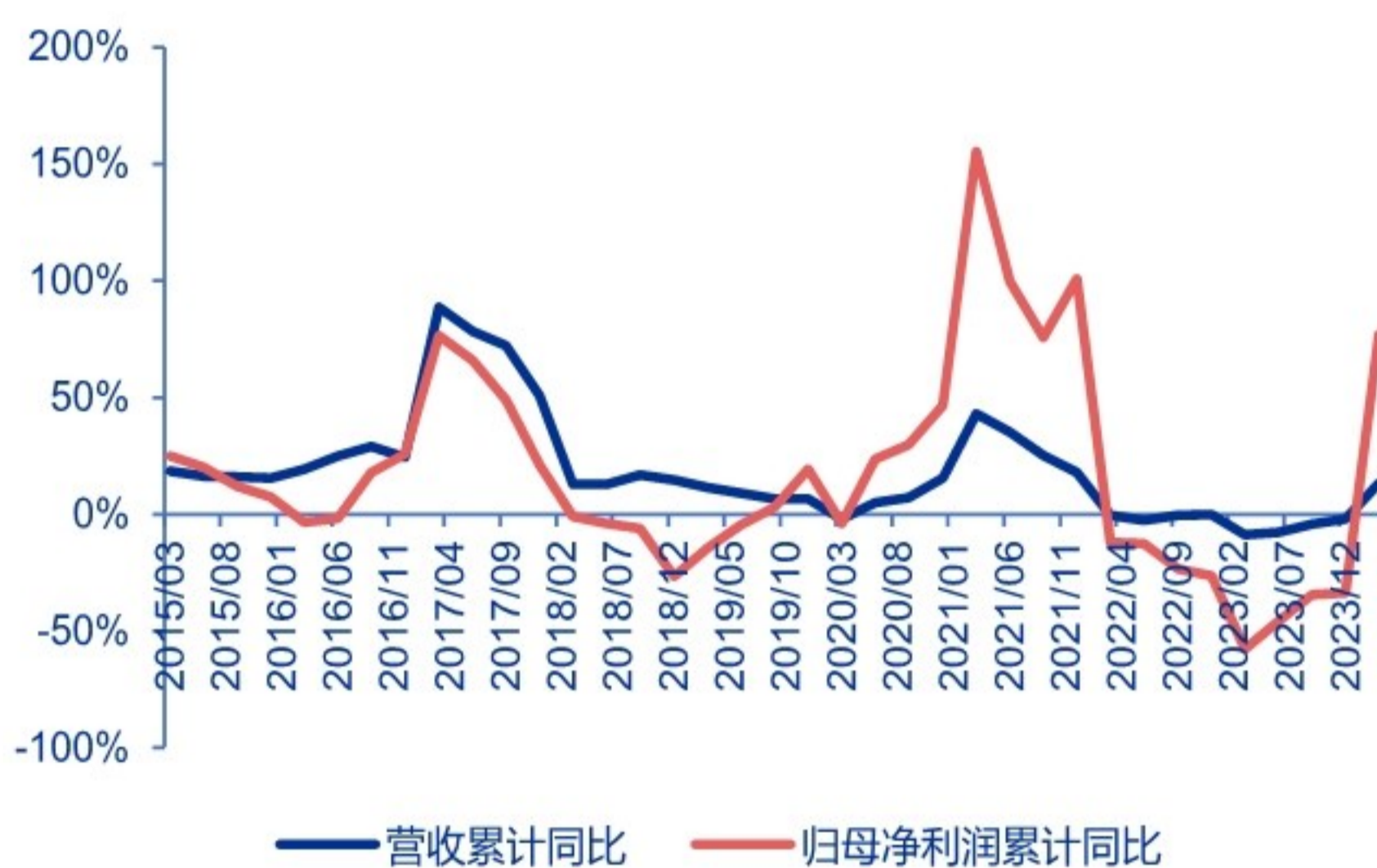
资料来源：Wind，申万宏源研究

2023 年权重行业的景气周期变化是影响科创板业绩的最主要因素，但当前部分行业已处于景气磨底，甚至是已处于回升通道中：

【1】电子：2023 年电子全球供应链尚未完全修复，国内消费电子复苏进程低于预期，电子整体景气度处于底部阶段。国内智能手机出货量累计同比增速直至 2023 年 9 月才于当年首次转负为正。消费电子的疲软也拖累了半导体的需求，根据世界半导体贸易统计协会（WSTS）预测，2023 年半导体市场规模将从此前预计的同比增长 4.6% 转为同比减少 4.1%，这将是 2019 年后该行业首次出现萎缩。但是展望未来，经济基本面持续复苏将带动消费电子、半导体等领域景气回升，从而助力科创板公司基本面修复。2024 年预计 AI 将持续催化，AI 手机、AI PC 以及虚拟现实等各类创新消费电子将陆续发布，随之对 AI 芯片的需求预计同样增长。另外，台积电在 2024 年业绩指引中也释放了乐观信号，台积电总裁魏哲家表示，他仍旧看好今年（即 2024 年）整体半导体产业，今年半导体产业（不含内存业）的产值将可望成长 10% 以上，晶圆代工产业将年成长 20%。

【2】生物医药：受国内政策以及美债高利率影响需求有所放缓，但生物制品和中药等细分领域仍有不少亮点。受政策影响，2023 年医药营收及利润增速均出现较大幅度的回落。然而在细分领域中，中药及生物制品均呈现景气度改善局面。中长期视角下，随着我国人口老龄化趋势加速，同时二十届三中全会报告中也将生物技术作为未来新的经济增长引擎动能，医药值得战略性重视。

图 27：电子营收和利润增速 2024Q1 已触底回升



资料来源：WIND，申万宏源研究

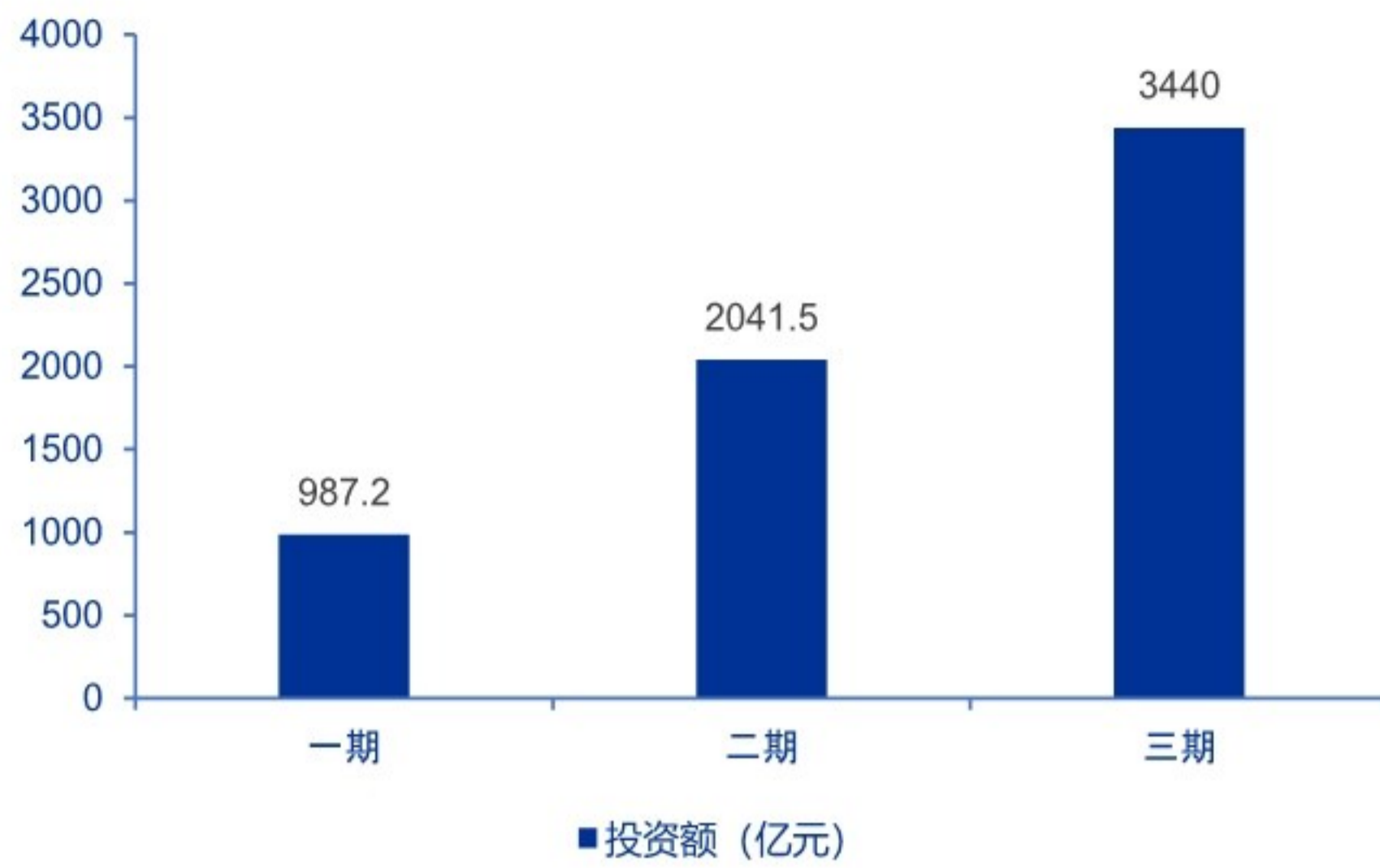
图 28：2024Q1 医药利润增速同样触底回升



资料来源：WIND，申万宏源研究

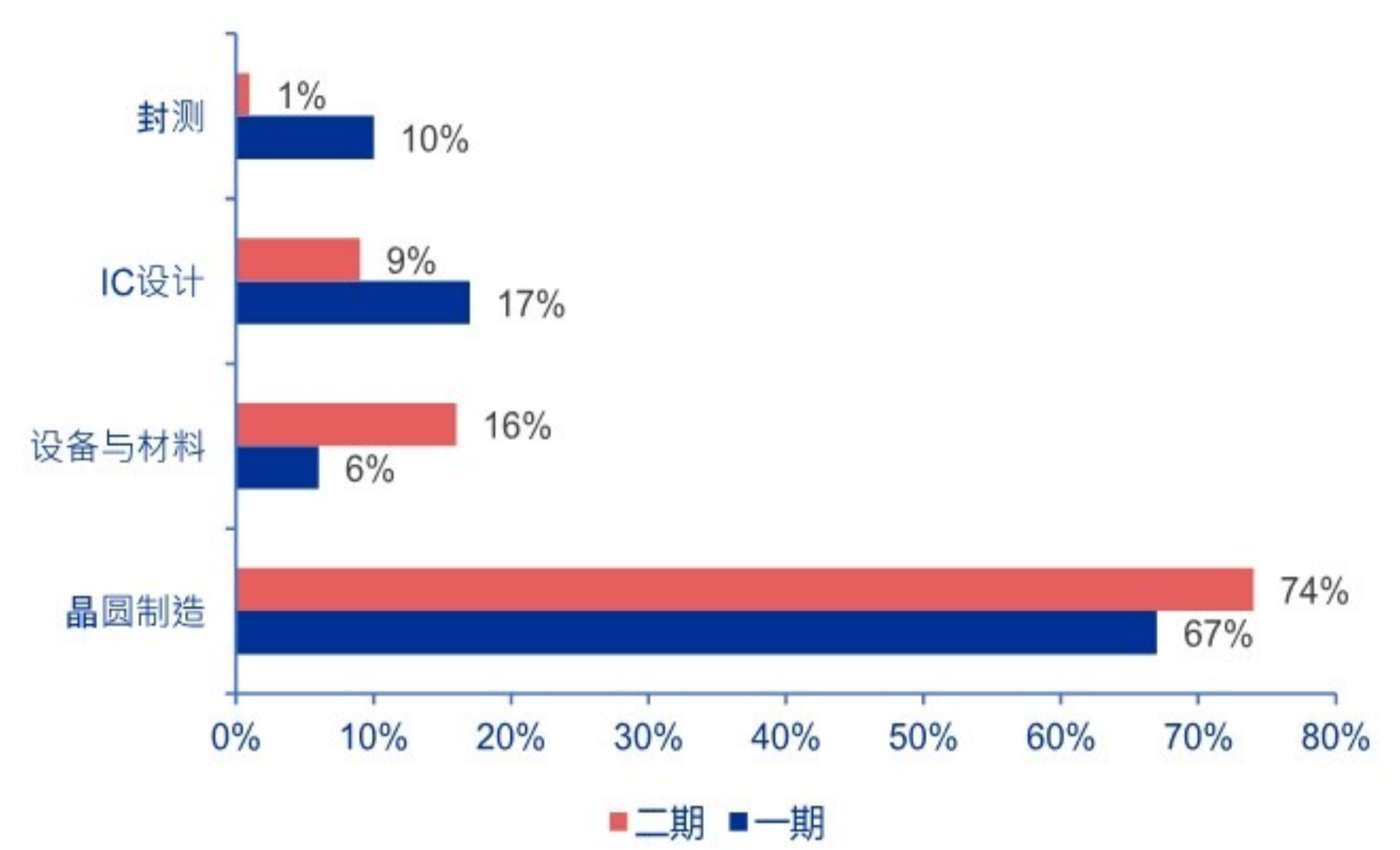
以半导体行业为例：半导体大基金落地，政策呵护“国产替代”加速推进。在“统筹安全与发展”的大目标下，举国之力实现“卡脖子”领域的突破是必经之路。政府部门对于“卡脖子”领域的支持力度逐年增强，通过补贴、科研专项基金、产业基金等形式为相关企业提供支持。以关注度最高的半导体行业为例，政策扶持正持续加码。根据国家企业信用信息公示系统显示，2024 年 5 月 24 日国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司（简称“国家大基金三期”）成立，注册资本 3440 亿元人民币，规模高于前两期大基金的规模总和。从投向来看，一期大基金主要以晶圆代工、封装测试为主，二期以半导体设备及材料为主。在大基金资金推动下，国内半导体企业有望获得充足的资金进行产品研发和生产，并在规模效应的正反馈作用下形成良性“投入—盈利—再投入”循环，最终推动半导体领域“卡脖子”技术的不断突破。

图 29：大基金一至三期募集规模提升（亿）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：一、二期大基金投向分布

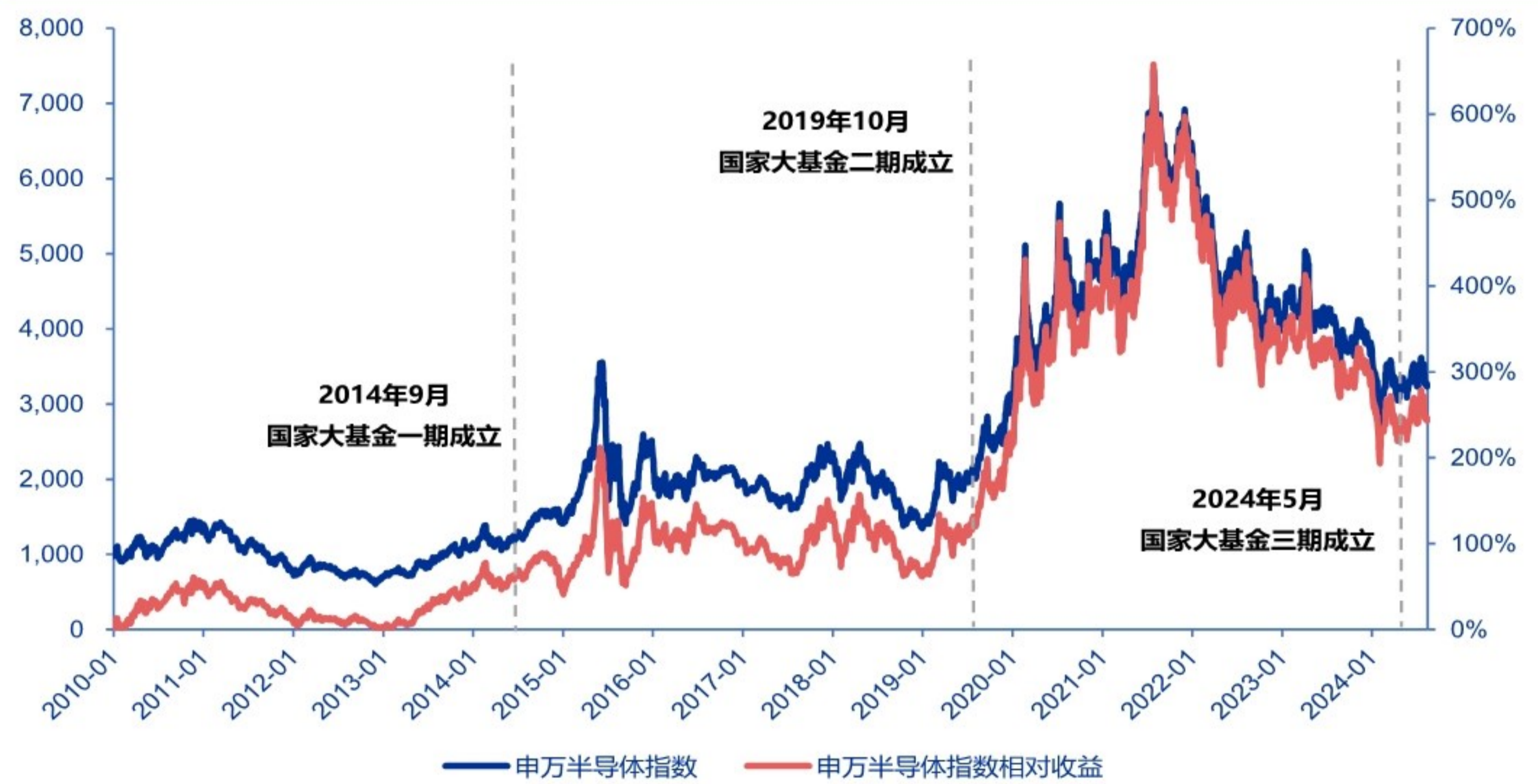


资料来源：天眼查，申万宏源研究

产业政策发力对相关板块有明显带动作用，科技产业长周期估值回归在路上！

研究历次国家大基金成立后，股市中相关板块的走势：国家大基金一期成立于 2014 年 9 月、国家大基金二期成立于 2019 年 10 月，申万半导体指数分别走出独立行情。基于历史经验，我们认为，大基金三期的落地，有望成为推动科技产业长周期估值回归的重要催化因素。

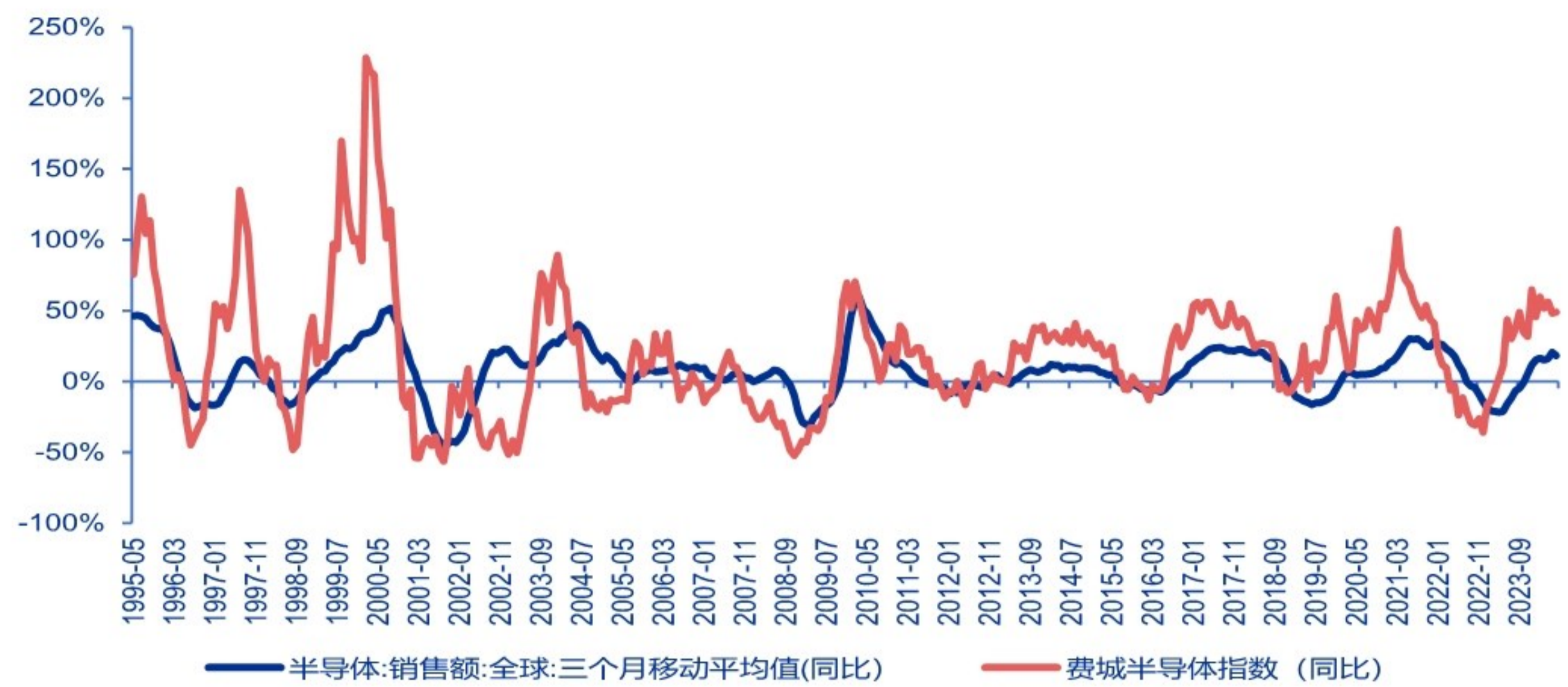
图 31：历期国家大基金落地后，半导体板块走势



资料来源：WIND，申万宏源研究

新一轮以人工智能为核心的科技革命预期不断加码，全球半导体回暖。费城半导体指数（SOX）旨在跟踪一组全球半导体产业公司的市场表现，可用于衡量全球半导体景气程度的主要指标。2023 年起，在英伟达等一批公司的带动下，费城半导体指数已持续回升。这也就代表着，未来在新一代人工智能革命浪潮的推动下，半导体的需求将持续扩张。

图 32：费城半导体指数自 2023 年起持续上涨，代表全球半导体景气程度回升



资料来源：WIND，申万宏源研究

3.4 投资工具扩容，为科创板引入新增流动性

科创板指数品种持续扩容，投资工具日益丰富。中国证监会 6 月发布的《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》提出：“持续丰富科创板指数品种”。此后，上交所陆续公布科创板系列指数：科创 AI、科创医疗、科创半导体材料设备、科创芯片设计、科创 200 等指数相继设立，极大丰富科创板指数体系和投资工具，在满足投资者多样化投资需求的同时，也对新质生产力的细分领域覆盖更为全面。

表 5：科创板指数一览

分类	代码	名称	发布时间
宽基	000688.SH	科创 50	2020-07-23
	000698.SH	科创 100	2023-08-07
	000699.SH	科创 200	2024-08-20
策略	000690.SH	科创成长	2022-11-04
	950228.SH	智选科创价值 50	2024-08-23
	950283.SH	科创盈利质量	2024-08-23
	950196.CSI	智选科创龙头策略	2024-03-04
	950260.CSI	智选科创成长动量	2024-03-04
行业主题	000682.SH	科创信息	2021-08-16
	000683.SH	科创生物	2022-05-09
	000685.SH	科创芯片	2022-06-13
	000689.SH	科创材料	2022-08-15
	000692.SH	科创新能	2023-04-03
	000687.SH	科创高装	2022-08-15
	000693.SH	科创机械	2023-04-03
	950161.SH	科创新药	2024-08-23
	000691.SH	科创 ESG	2024-03-21
	950180.SH	科创 AI	2024-07-25
	950255.SH	科创医疗	2024-07-25
	950125.SH	科创半导体材料设备	2024-07-26

	000687.SH	科创芯片设计	2022-08-15
	950103.CSI	智选科创半导	2024-05-16
区域	000695.SH	科长三角	2023-04-03
	000697.SH	科大湾区	2023-04-03

资料来源：Wind，申万宏源研究

外资+量化+打新，有望为科创板提供新的流动性供给。“科八条”中明确指出：“将科创板 ETF 纳入基金通平台转让”，有望引导外资参与科创板交易。此外，在“国九条”中提出“要加大金融产品创新力度，其中包括丰富科创板、创业板衍生品供给，积极推进科创 50、创业板股指期货和期权研发上市”，有助于吸引量化资金进入科创板市场。2024 年 8 月 16 日，上交所发布《上海市场首次公开发行股票网下发行实施细则》，主要对投资者参与科创板网下发行业务，增加了持有科创板市值的要求：网下投资者及其管理的配售对象参加科创板新股网下发行的，除需符合现行市值门槛要求外，主承销商还应要求其在基准日（初步询价开始日前两个交易日）前 20 个交易日（含基准日）所持有科创板非限售 A 股股票和非限售存托凭证总市值的日均市值为 600 万元（含）以上。网下投资者打新前需要买入并持有科创板股票，将吸引增量资金配置科创板股票，并间接形成“托市”效果。

表 6：“科八条”主要内容一览

《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》

1. 强化科创板“硬科技”定位	严把入口关，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市。进一步完善科技型企业精准识别机制。支持优质未盈利科技型企业科创板上市。
2. 开展深化发行承销制度试点	优化新股发行定价机制，试点调整适用新股定价高价剔除比例。完善科创板新股配售安排，提高有长期持股意愿的网下投资者配售比例。加强询价行为监管
3. 优化科创板上市公司股债融资制度	探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准。推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。
4. 更大力度支持并购重组	支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富并购重组支付工具，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。
5. 完善股权激励制度	提高股权激励精准性，与投资者更好实现利益绑定。完善科创板上市公司股权激励实施程序，优化适用短线交易、窗口期等规定，研究优化股权激励预留权益的安排。
6. 完善交易机制，防范市场风险	加强交易监管，研究优化科创板做市商机制、盘后交易机制。丰富科创板指数、ETF 品类及 ETF 期权产品。
7. 加强科创板上市公司全链条监管	从严打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，更加有效保护中小投资者合法权益。引导创始团队、核心技术骨干等自愿延长股份锁定期限。优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”制度。严格执行退市制度。
8. 积极营造良好市场生态	推动优化科创板司法保障制度机制。加强与地方政府、相关部委协作，常态化开展科创板上市公司走访，共同推动提升上市公司质量。深入实施“提质增效重回报”行动，加强投资者教育服务。

资料来源：证监会，申万宏源研究

3.5 “科八条” 推开科创板并购重组之门

A股当前低迷的并购重组市场，在一定程度上限制了新质生产力的发展。以AI、创新药为代表科技赛道，拥有高风险、高回报、高估值、高增速等特征，其繁荣发展高度依赖于活跃的并购重组市场。然而，当前A股相对严格的审核尺度，在保护投资者利益、预防商誉减值风险的同时，也在一定程度上限制了新质生产力的发展。

全球视角下，活跃的并购重组市场对科技创新居功至伟，试举两例：

【1】创新药：随着“减肥药”火遍全球，快速膨胀的需求使得产能瓶颈成为了抢占份额的决定性因素。2024年2月5日国际医药巨头诺和诺德控股（Novo Holdings）宣布将以165亿美元全现金交易收购原服务商、CDMO巨头Catalent，旨在扩大其在全球范围内的生产能力；与此同时，其主要竞争对手礼来也在并购市场上加速“扫货”，根据其2023年财报中披露的数据，礼来2023财年收购支出达到38亿美金，是2022年的4倍以上。

【2】AI：随着ChatGPT在2022年底出圈，生成式AI进入高速发展期，巨头纷纷以并购的方式“跑马圈地”力求抢占先机。这一背景下，2023年6月26日，大数据巨头Databricks宣布以13亿美元的总价收购AI初创公司MosaicML——后者是一家成立于2021年、只有62人、上一轮融资中估值仅2.2亿美元的独角兽，聚焦于企业端的需求，通过提供平台，让各个企业都能够在安全环境中训练并部署AI模型。

更重要的是，当前的中国可谓是产业资本并购的绝佳土壤。第一：IPO政策环境变化，几年前期待注册制落地、上市门槛降低的乐观情绪已经消退，部分一级市场投资者有更强的诉求通过被并购完成退出。第二：当下经济复苏尚不稳固，企业现金流面临考验，一级市场融资环境在少部分美元基金退出的背景下边际有所收紧，这使得部分优质资产需要寻找买家。第三：优势上市公司多年积累下拥有了更充裕的现金储备，恰逢此刻一级市场整体估值承压，这将成为其并购优质资产的绝佳契机。第四，经历过2013-15年并购潮及其后的商誉减值潮后，产业资本对于外延并购积累了更多经验。在上述因素的共同作用下，相信政策一旦边际放松，并购重组市场将被迅速激活。

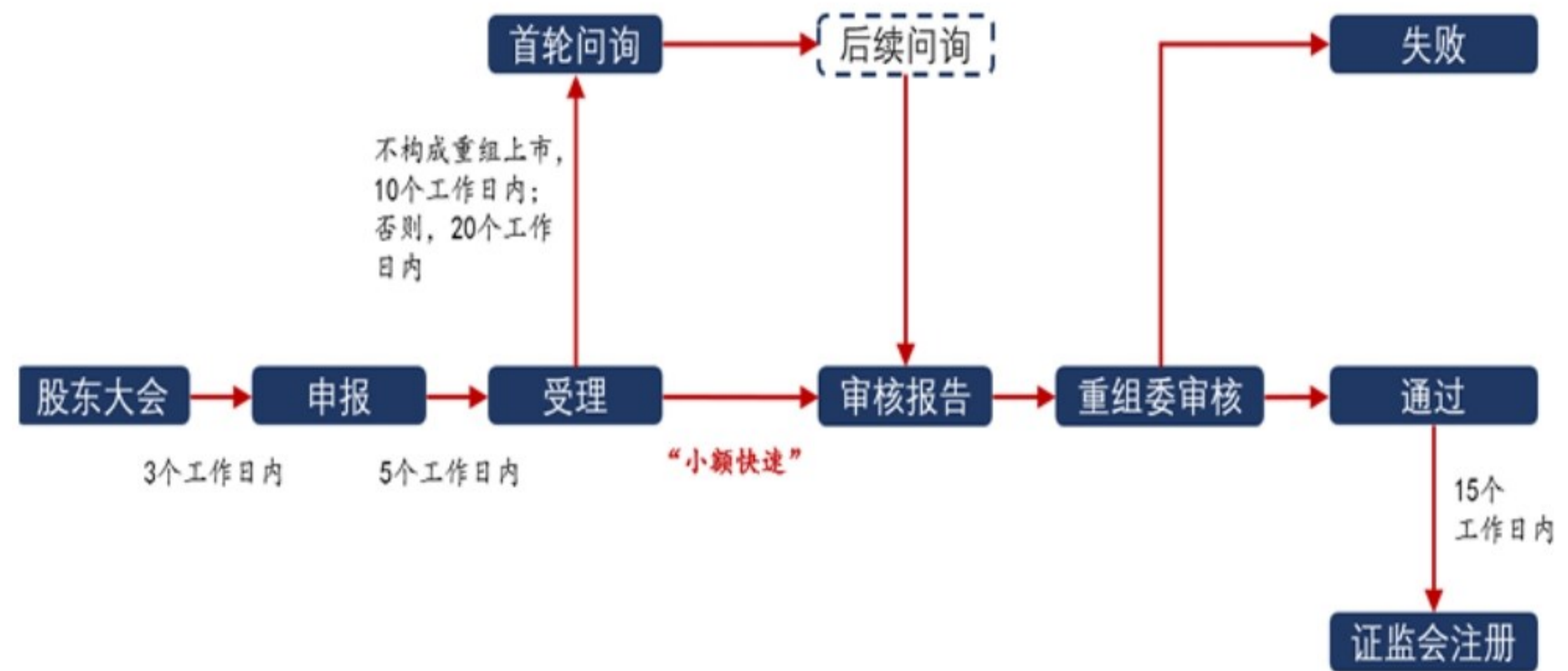
科创板有望成为并购重组主战场！2024年2月5日，证监会上市司就曾召开座谈会，提出“多措并举活跃并购重组市场”并点明了后续工作的五个重点方向：

（1）提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价。**（2）坚持分类监管，**对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，**其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺。**

（3）研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。**进一步优化重组“小额快速”审核机制。（4）支持“两创”公司并购处**

于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性。(5) 支持上市公司（包括非同一控制下的上市公司）之间的吸收合并，进一步拓宽多元化退出渠道。具体来看：

图 33：发行股份购买资产程序



资料来源：证监会，申万宏源研究

【1】提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价。

重组估值指『增值率』，与并购中产生的商誉直接相关。早在 2023 年 8 月 23 日，证券日报就曾刊文《提高科技型企业重组的估值包容性》，指出了当前重组估值受限的根本原因：“过去几年，轻资产公司作为并购标的，往往伴随着高估值、高承诺、高商誉的‘三高’问题，给上市公司并购后的持续发展埋下隐患。”这里的估值并非 PE 或 PB，而是指并购过程中的『增值率』，即交易作价和并购标的净资产的比例——增值率越高，则交易作价和并购标的净资产的差额越大，这个差额即上市公司在并购后增加的商誉。当前监管并未对并购中的增值率给出明确上限，但在实践中，当增值率超过 500% 则大概率引发问询，审核通过率也显著降低。

但随着技术的跨越式发展，重组估值包容度不足引发了新的问题：第一，大量科技型企业资产非常轻，较小的分母导致其合理估值（增值率）本就很高。但在当前的审核条件下，这类科技型企业往往被拦在门外，融资需求无法得到满足，不利于产业的持续迭代和升级。第二，一些科技型企业拥有核心技术、但缺乏成熟的应用场景，当前依旧亏损且很难对未来几年做出独立盈利的承诺。这类资产对于已经拥有下游应用场景的上市公司是具备价值的，可以产生“1+1>2”的协同效应，但也往往因其盈利能力不足无法通过审核。

科技型企业或将迎来新一轮并购潮。当过往的监管惯例无法适应新的场景时，证监会此时提出“提高对重组估值的包容性”可谓对症下药。2020 年以来，全市场发行股份购买资产总计 455 单——其中 218 单已经完成、64 单还在进行中、173 单失败，完成率达 47.9%。其中，创业板共 106 单，已完成 40 单，完成率 37.7%；科创板共 14 单，已完成 5 单，完成率仅有 35.7%。随着后续重组估值包

容度的提升，科技型企业或将迎来新一轮并购潮。当然，盲目跨界的高溢价并购行为仍然值得警惕。

【2】坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺。

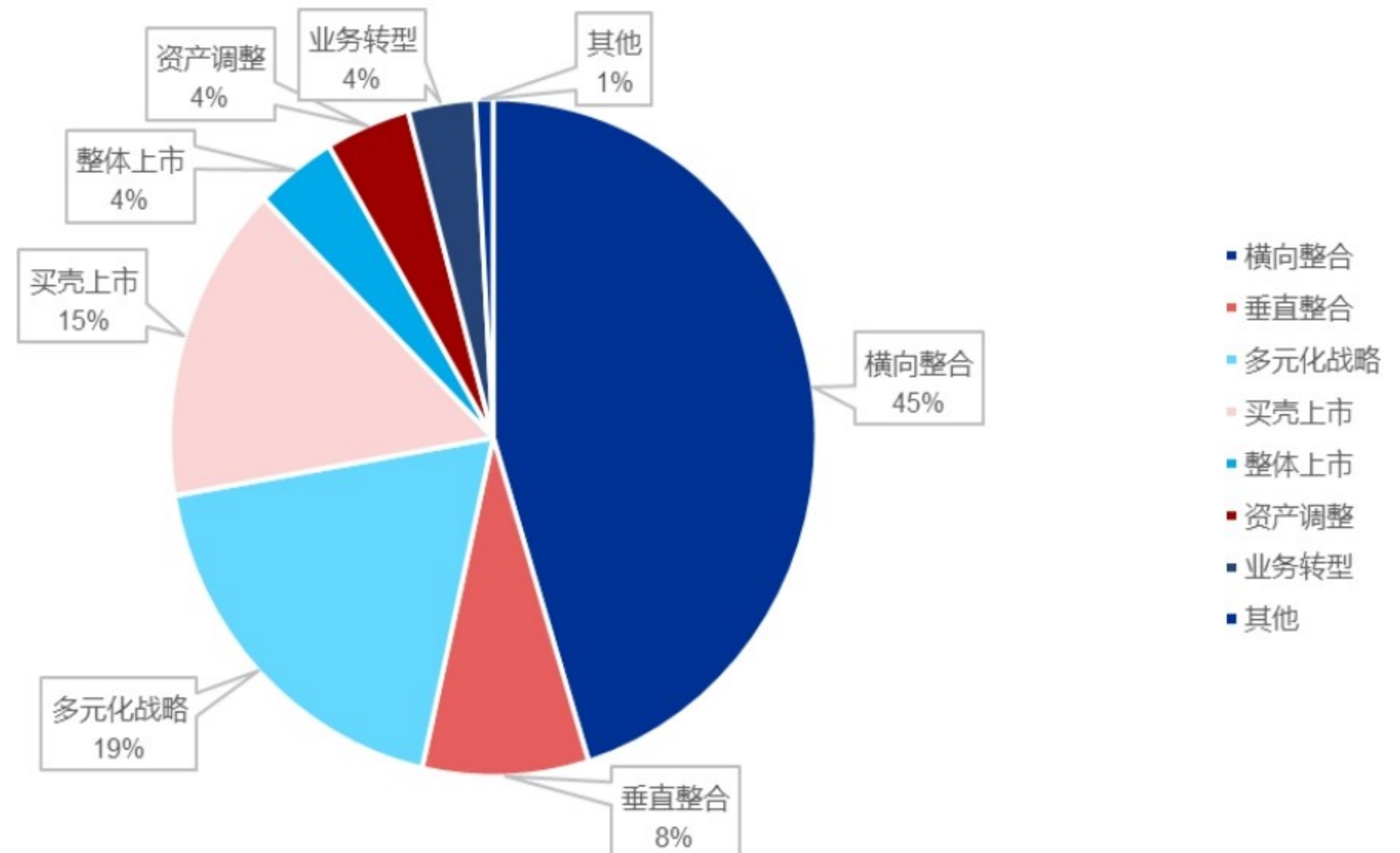
当前规则本就是分类监管，此次是证监会再度明确。根据《上市公司重大资产重组管理办法》中第三十五条的规定：上市公司向控股股东、实控人或者其控制的关联人的购买资产的，若估值方法为收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法，则必须设置业绩对赌协议。具体而言：“在重大资产重组实施完毕后三年内，单独披露相关资产的实际盈利数……就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。”但对于其他种类的并购重组并不强制要求业绩承诺：“上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排”。换言之，当前规则本就是分类监管，本次表述并无边际变化。

真正将分类监管落到实处，为上市公司收购盈利预期暂不明朗的科技型资产扫清障碍。根据 IFIND 统计，2020 年至今构成重大资产重组（含发行股份购买资产）的上市公司并购案例（购买资产）共计 200 起，其中“基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组”仅有 23 起，占比 11.5%。如前所述，在当前监管要求下，只有这部分案例必须设置业绩承诺。然而，在实际执行中其他类型的并购重组也将签订业绩对赌协议视作“必选”，以此提升审核通过的概率——但这就把一些盈利预期尚不明朗的科技型资产拦在了上市公司门外，也和当前科创板允许亏损企业上市的理念不符。**换言之，绝大多数资产收购并不强制要求业绩承诺——其应该是为成功重组保驾护航的手段，而不应是影响审核成功率的负担。**

“科八条”发布后，我们得以洞见更具体的政策思路 and 更清晰的受益逻辑：

【1】鼓励纵向并购，做强做精主业。A 股曾在 2013-15 年间经历过一轮并购潮，梳理当时全部重大资产重组案例：（1）横向并购一共 256 例，占比 45%，对应着当时中国实体经济各行业集中度迅速提升的大背景。（2）以提升细分赛道专业性为目标的纵向并购仅有 47 例，占比 8%。（3）以多元化为目标的跨界并购共 106 例，占比 19%。本次“科八条”提出“支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合”、“支撑科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并”。预计，围绕产业链资源进行整合的纵向并购，将成为新一轮高质量并购重组潮的主要特征。此外，2024 年 2 月 5 日，证监会上市司就进一步优化并购重组监管机制，征求部分上市公司和证券公司意见建议，会后通告明确指出：“坚决查处重组交易中的财务造假等违法行为，打击‘壳公司’炒作等乱象”。我们判断，当前政策并不鼓励“借壳上市”。

图 34：2013-2015 年间，A 股重大资产重组的类型

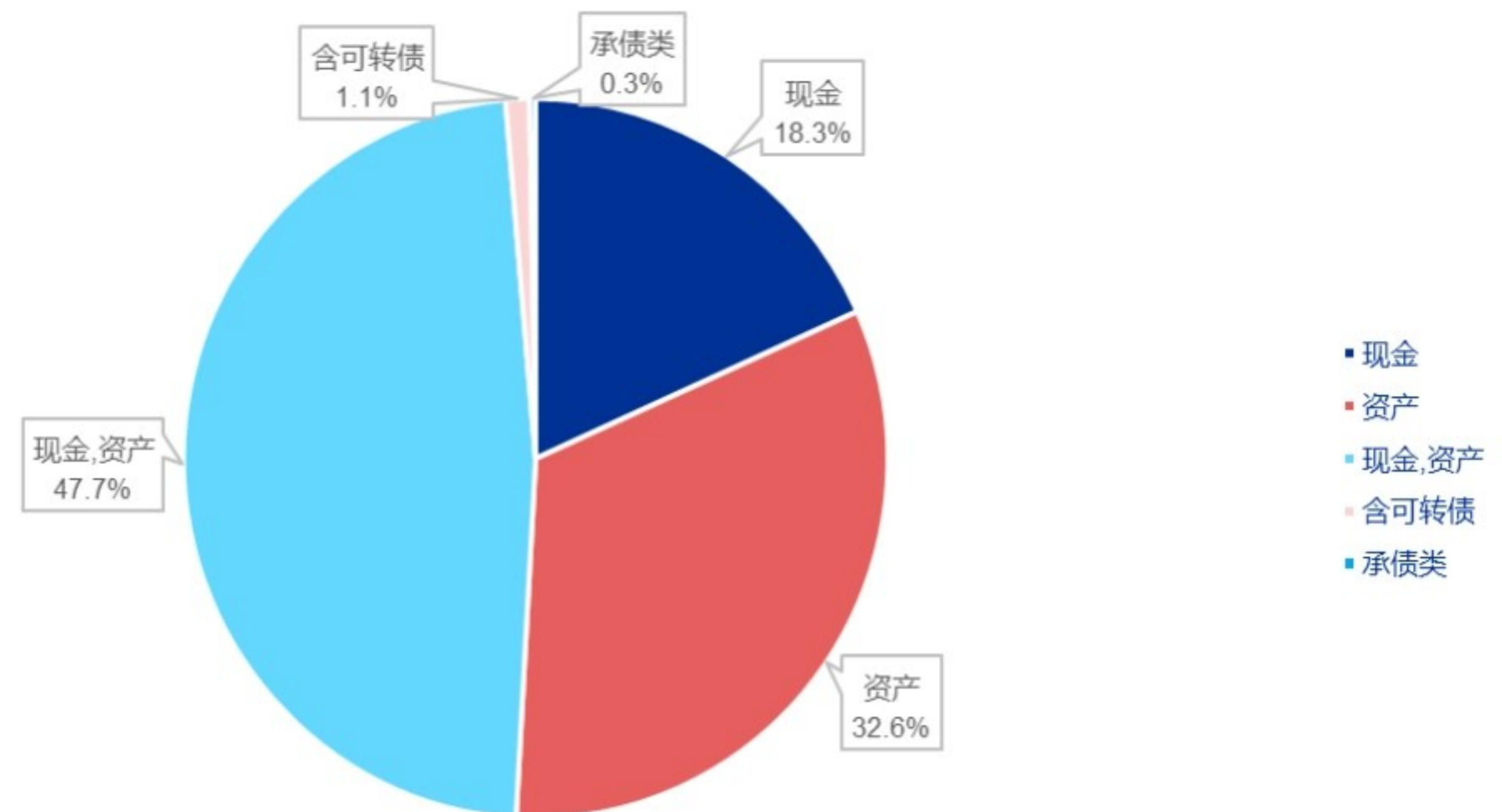


资料来源：WIND，申万宏源研究

【2】多种支付方式是亮点，定向可转债+股份对价分期支付+并购贷款。本次“科八条”提出：“丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究”，后续科创板上市公司将有更多工具筹集并购款项，分期支付也为上市公司在交易环节提供了更多自由度。此外，在实际执行中并购贷款的出现频率也显著增加，金融监管总局局长李云泽在本次陆家嘴论坛上提出“放宽临港新片区非居民并购贷款限制”，就是针对这一趋势的回应。

方式一：定向可转债：既不消耗现金储备，也不用立刻摊薄 EPS。梳理 2010 年以来 A 股全部重大资产重组的支付方式：18.3%用现金支付、32.6%定向增发股份支付、47.7%综合使用上述两种方式。此外，还有 29 起案例中使用了可转债，但占比仅有 1.1%，尚未被普遍接受。然而相较现金和股份这两种传统支付方式，可转债优势突出：(A) 不用消耗上市公司自有现金，对现金流水平相对一般的科创类企业更加友好，且融资成本更低；(B) 不用马上增发股份，这意味着在并表后的短期内不会摊薄 EPS，并购带来的财务效应更突出，收到投资者欢迎；(C) 原始转股价格为并购时的股价，而不用按定增的惯例那样打 8 折，对股份的稀释更少；(D) 对被并购方来说，在并购效果不及预期时，保留了获得现金的权利，同时握有享受公司未来增长潜力的上行期权。实际上，上世纪 60 年代的第三次美股并购浪潮中，可转债就一跃而起成为了最受欢迎的支付方式。

图 35：2010 年至今，A 股全部重大资产重组的支付方式统计



资料来源：IFIND，申万宏源研究

方式二：股份对价分期支付：降低并购中信息不对称带来的风险。首先需要明确的是，在当前的并购重组中已经开始采用分期支付的形式，但均为现金对价。其初衷并非为了杠杆收购，而是为了约束被并购方的行为，消除并购过程中的不确定性和信息差——比如标的公司旗下一些核心资产存在抵押关系，或者尚有一些未充分履行的义务，又或者并购方担心标的资产存在或有负债。此时采取分期支付的方式，比如在并购完成的一段时间后，或标的公司完成一项关键动作后（比如解除抵押关系）再支付尾款，就可以有效保障上市公司的利益，从而避免落入并购陷阱。但在当前的实践中，只有全额现金对价才能分期付款，这显然局限很大。“科八条”提出研究股份对价分期支付，有望极大丰富上市公司的并购工具箱，从“先款后货”到“先货后款”的转变，也有助于消除并购中的不确定性和信息不对称，保障上市公司股东的利益。

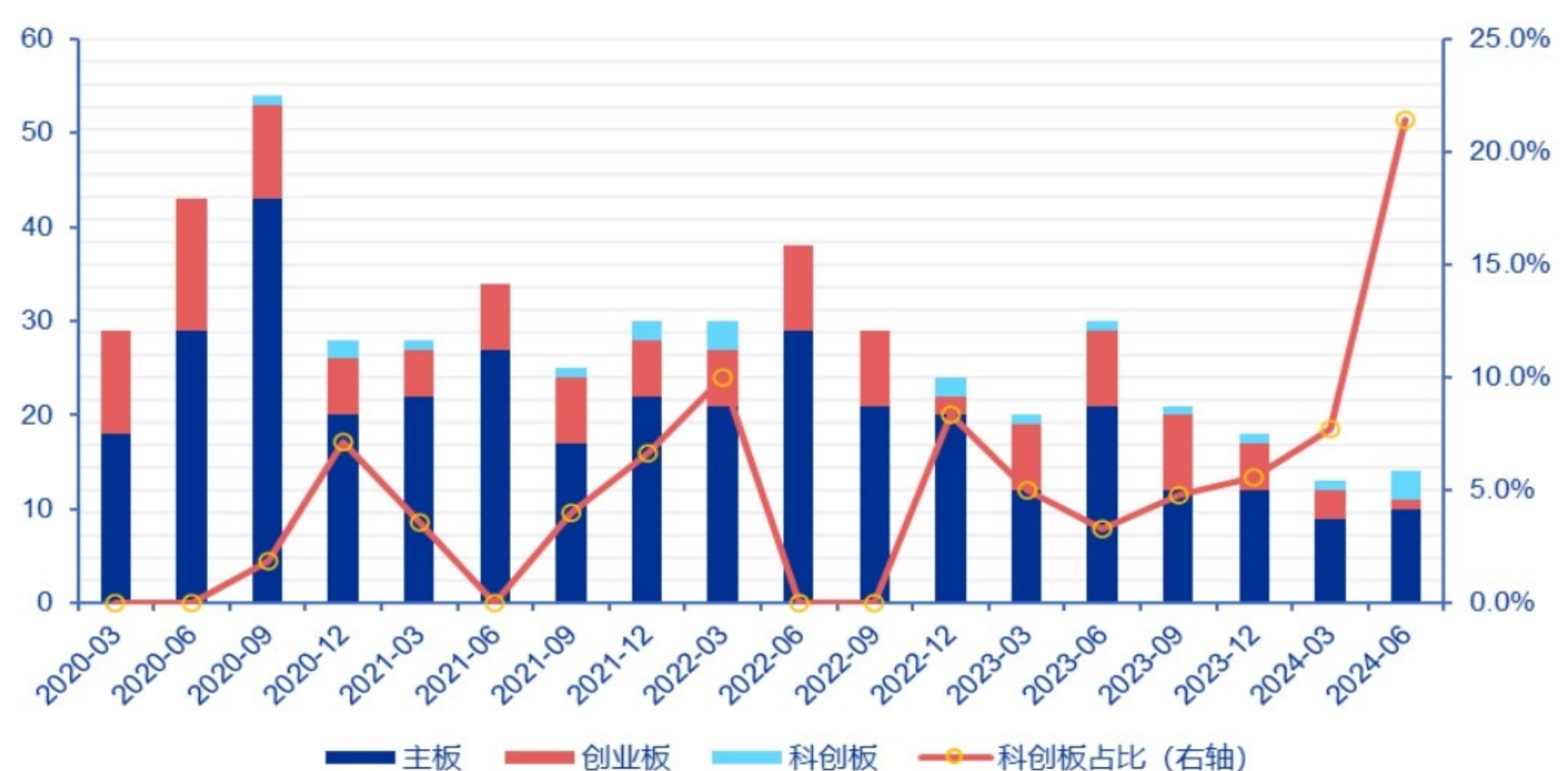
方式三：并购贷款：来自商业银行的权益资金供给。2008年12月，作为应对国际金融危机的举措之一，当时的银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》（简称《指引》），将并购贷款定义为商业银行向并购方发放的、用于支付并购交易价款的贷款，但必须“实现合并或实际控制”。《指引》打破了此前信贷资金不得进行权益投资的规定，使并购贷款成为我国商业银行体系内唯一能够支持股权融资的信贷产品。此后多年的发展中，银行受资本金、业务模式、风险文化等诸多因素影响，对并购贷款的投放整体呈谨慎态度。

信贷投放资产荒+科技企业融资难，并购贷款频现A股并购案例。但在房地产市场出现拐点后，银行信贷投放时面临的资产荒愈演愈烈；另一方面，随着中国加速经济结构转型，科创类企业面临的资金缺口也在加大。上述背景下，并购贷款开始越来越多出现在上市公司的并购案例中。2024年6月23日晚间，科创板上市公司纳芯微公告：拟以7.93亿的现金对价收购麦歌恩79.31%的股份，其中“公司拟向银行申请不超过4.80亿元的并购贷款用于支付本次交易的部分股份转让价款”。

政策导向清晰：扩大科技创新领域并购贷款投放。2024年6月15日，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，其中第17条『营造支持科技创新的良好金融生态』提到：“支持银行与创业投资机构加强合作……研究完善并购贷款适用范围、期限、出资比例等政策规定，扩大科技创新领域并购贷款投放”，这标志着并购贷款已经获得最高层面的政策鼓励，未来A股科创类企业的并购资金来源将更为丰富。此外，本次陆家嘴论坛上，金融监管总局局长李云泽提出“放宽临港新片区非居民并购贷款限制”，其中的“非居民”指的是“非居民企业”——即依照外国（地区）法律成立且实际管理机构不在中国境内，但在中国境内设立机构的企业。换言之，未来中国商业银行体系也可以为外资机构提供人民币并购贷款。

【3】并购审核与时俱进，估值权重下降、质地权重上升。本次“科八条”提出：(A) 建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业并购重组绿色通道；(B) 适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性；(C) 支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。不难看出，并购重组审核的审美标准也在与时俱进：估值&盈利的权重下降、科技含量的权重上升。其实这与此前的政策思路一脉相承，证监会上市司年初曾在座谈会上提出：坚持非“基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组”均不强制业绩承诺。当时我们就撰写报告指出，这将为上市公司收购盈利预期暂不明朗的科创类资产扫清障碍。**更重要的是，过往的并购重组审核中太强调盈利性，对并购的动机包容度不足**——比如，横向并购竞争对手是为了避免同质化竞争；为了“补短板”进行并购更是常见，包括买品牌、买渠道、买供应商，甚至买团队。**实际上从数据层面观察，年初至今科创板的并购重组已经率先活跃起来了：**我们梳理了2020年至今A股全部重大资产重组案例的板块分布，历史上科创板占比常年不到10%，但该比例在2024Q2已经上升至21.4%。

图 36：2010 年至今，A 股全部重大资产重组的支付方式统计



资料来源：IFIND，申万宏源研究

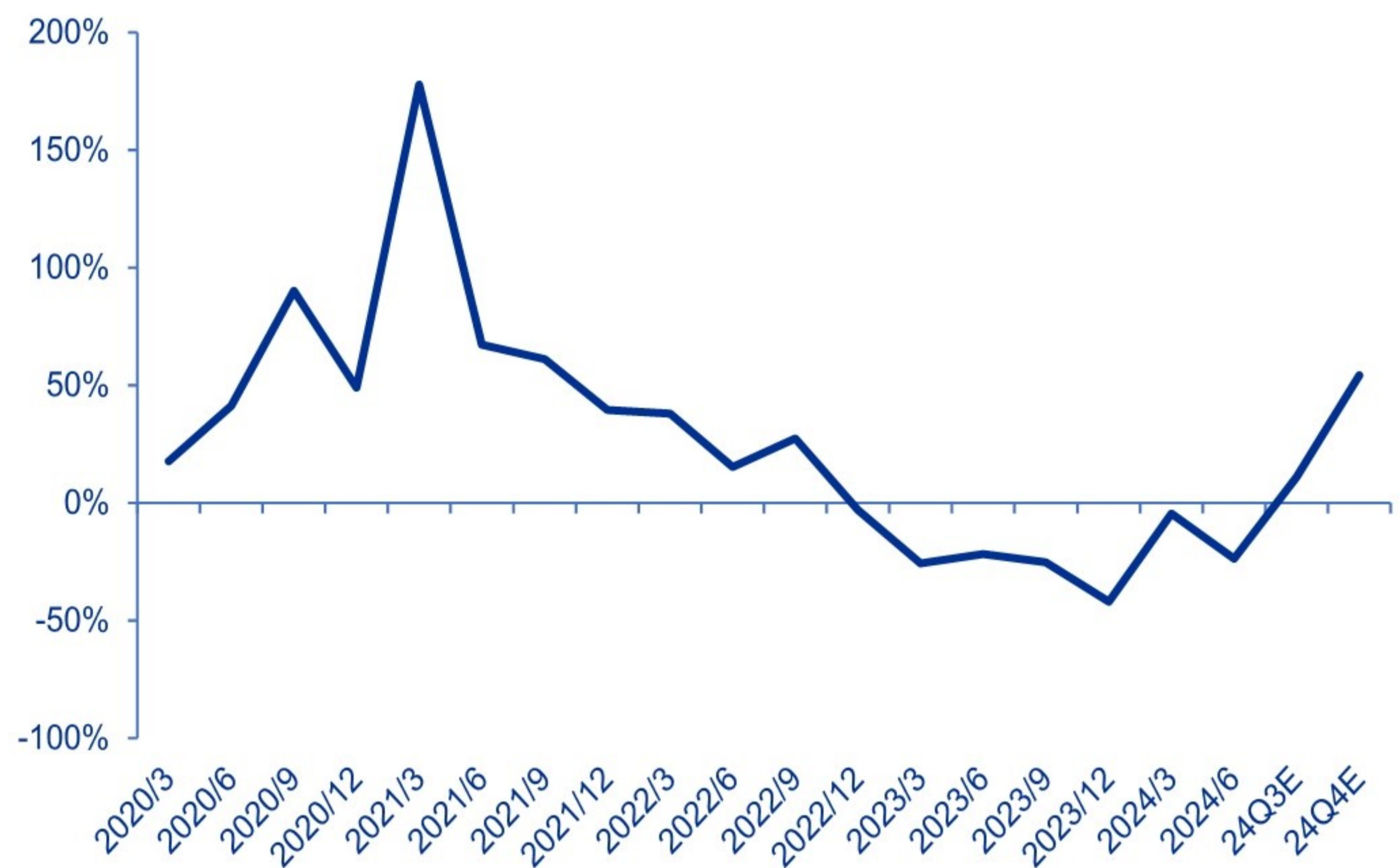
“新陈代谢”已激活，上市公司质量有望持续提升。并购重组作为典型的资源配置资源领域，在推动上市公司质量方面发挥着不可替代的作用。在“科八条”随

着并购重组市场的进一步活跃，通过注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合，科创板上市公司投资价值有望不断提升。

4. 把握“科特估”行情，就在当下！

分子端：科创板利润增速有望趋势性回升。按照保守估计，假设科创板最终实际增速为分析师 2024 年盈利预测的 70%，那么 2024Q3E-Q4E 科创板整体归母净利润同比增速也将分别为 10.1%及 53.9%，有望持续回升。

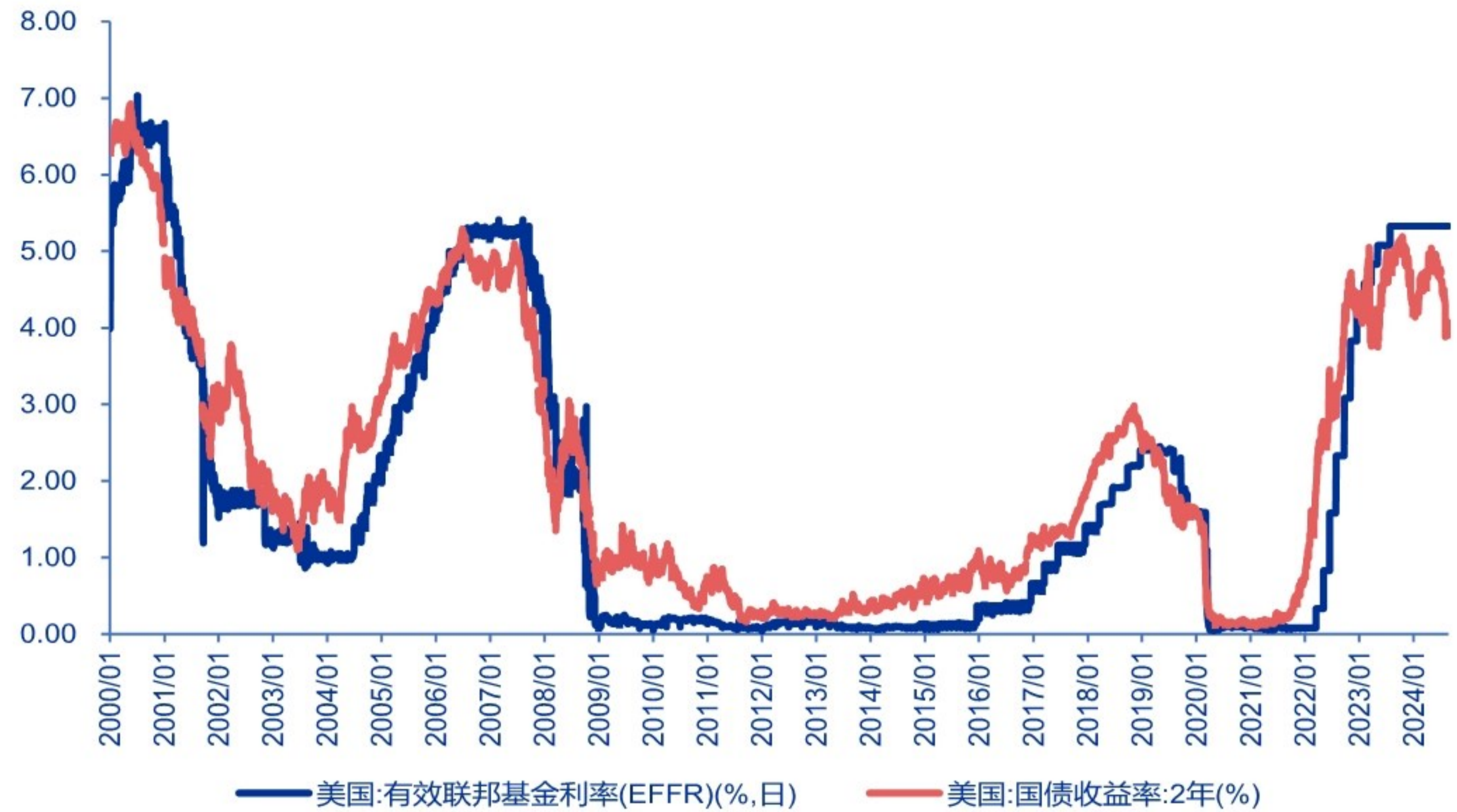
图 37：科创板利润增速有望趋势性回升



资料来源：WIND，申万宏源研究

分母端：美国降息周期即将开启，“宽松交易”有利于高风险科创资产重估。从 2022 年 3 月美联储首次加息以来，美联储的“流动性宽松预期”就成为了影响风险资产价格变动的最重要原因。近期，美联储主席鲍威尔在全球央行年会上表述重磅转鸽，9 月降息周期开启预期确立，同时后续的持续性降息想想空间也被打开，美联储降息交易窗口到来，中国有望跟进降息，利好小盘股及高风险科创资产风险偏好修复。

图 38：美国联邦基金利率与 2Y 美债收益率



资料来源：WIND，申万宏源研究

政策端：等待并购重组示范案例落地。2024年6月19日，吴清主席在陆家嘴论坛上表示：“支持上市公司运用各种资本市场工具增强核心竞争力，特别是要发挥好资本市场并购重组主渠道作用，助力上市公司加强产业横向、纵向整合协同。我们将加快完善制度规则，创造更好的政策环境，推动形成更多示范案例”，我们相信在监管层的协调推动下，我们将在不久的将来看到“硬科技”含量突出，且支付方式突破性的并购案例落地，有望推动风险偏好回暖。

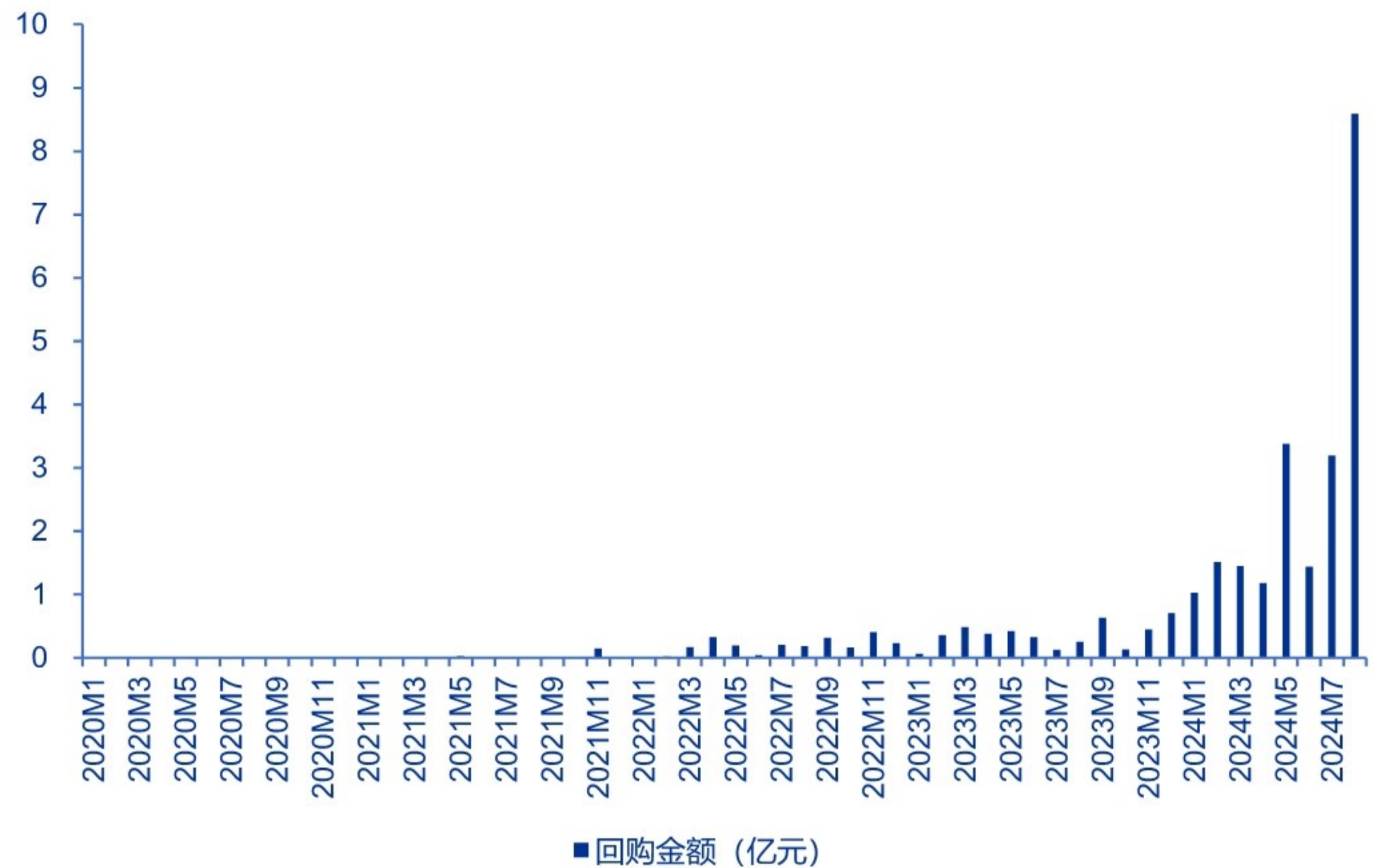
表 7: 科创板并购案例梳理

股票代码	股票名称	申万一级	首次披露日期	重组方式	重组事件
688001.SH	华兴源创	机械设备	2019-12-07	重大重组	华兴源创定增收购欧立通 100%股权
688028.SH	沃尔德	机械设备	2021-10-28	重大重组	沃尔德定增收购鑫金泉 100%股权
688155.SH	先惠技术	电力设备	2022-02-11	重大重组	先惠技术收购宁德东恒 51%股权
688131.SH	皓元医药	医药生物	2022-03-05	定增重组	药源药物 100%股权
688257.SH	新锐股份	机械设备	2022-08-30	要约收购	新锐股份要约收购江仪股份 40.00%股权
688201.SH	信安世纪	计算机	2022-11-12	定增重组	普世科技 80%股权
688360.SH	德马科技	机械设备	2023-02-06	定增重组	莫安迪 100%股权
688588.SH	凌志软件	计算机	2023-09-08	重大重组	凌志软件子公司购买日本智明及 BVI 公司 100%股权
688337.SH	普源精电	机械设备	2023-12-23	定增重组	耐数电子 67.7419%股权

资料来源：WIND，申万宏源研究

科创板“接力式”回购提振投资者长期信心。在“科八条”和上交所“提质增效重回报”行动的号召下，科创板回购金额大幅增加。2024年至今，科创板回购完成金额已达到 21.8 亿元，创历史新高。公司回购有望修复投资者信心，支撑长期行情。

图 39: 科创板回购金额创新高



资料来源：WIND，申万宏源研究

“科特估”短期或许只是政策主题，但 2025 年可能真正迎来产业趋势右侧。我们认为，短期科创是抢跑 25 年阻力较小的方向。我们当前处于 2024 年内风险偏好企稳阶段，短期博弈科创有弹性。长期来看，国内创投融资规模的调整已历三年，一级市场估值和价格的调整，A 股 TMT 领军公司外延扩张的条件正在改善，产业趋势右侧即将到来。“科特估”投资的重点在于自下而上挖掘优质标的。

5. 自下而上，梳理“科特估”优质企业

5.1 中芯国际：晶圆制造规模/技术双领先，业绩指引超预期

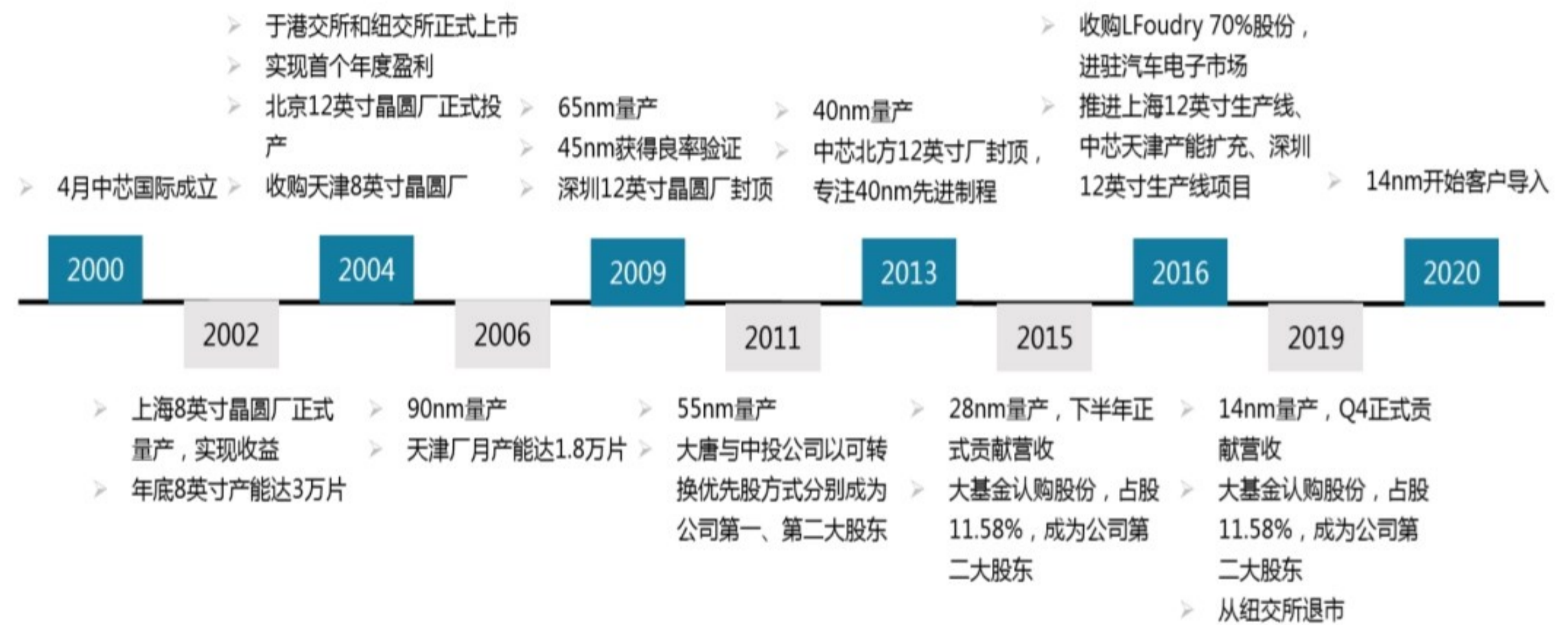
5.1.1 公司简介：二十余载深耕，成就晶圆制造领军企业

中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国大陆技术最先进、规模最大的专业代工企业。公司产业链已由集成电路晶圆代工业务逐步延伸至平台式的生态服务，可以提供 0.35 微米到 FinFET 不同技术节点的晶圆代工与技术服务，拥有领先的工艺制造能力、产能优势及服务配套。产品广泛应用于汽车 电子、消费电子、信息通讯、人工智能、物联网、医疗、工业等众多领域。

二十余年来，中芯国际深耕集成电路晶圆代工及配套的研发、生产和销售。2004 年公司于港交所及纽交所同步上市，并实现首个年度盈利。2008 年中芯国际进行战略调整，完全退出 DRAM 存储器业务。2013 年公司首次首先 40nm 量产，自此步入发展快车道：2015 年实现 28nm 量产，2016 年收购意大利 LFoundry 晶圆厂进入汽车电子领域，同年上海的新 12 英寸生产线开始建设，为中芯国际的第一条 14nm 产线。之后，随着中美科技竞争的加剧，中芯国际走上自主可控之路：2019

年 3 月，公司宣布出售其意大利 8 寸晶圆厂 LFoundry，同年 5 月宣布自纽交所退市，并撤销美国预托证券股份和相关普通股的注册。2020 年 5 月，国家集成电路基金及上海集成电路基金分别向中芯国际的附属公司中芯南方注资 15 亿美元、7.5 亿美元，推动国产 14nm 及以下工艺量产。同年公司于科创板上市。

图 40：中芯国际发展历史



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司能够为客户提供全方位晶圆代工解决方案。目前，公司已成为中国大陆第一家实现 14 纳米的 FinFET 量产的集成电路晶圆代工企业。此外，中芯国际拥有中国大陆最大、最先进的光掩模制造设施，提供芯片加工厂及机构光掩模制造服务。同时，中芯国际与世界领先的各家封装测试厂合作，为客户提供完整的后段封测服务，包括晶圆凸块、晶圆级尺寸封装，芯片级尺寸封装以及多种封装形式，晶圆和芯片测试服务，彩色滤光膜等。

图 41：中芯国际提供晶圆代工一站式解决方案



资料来源：中芯国际官网，申万宏源研究

5.1.2 国产替代主力，引领先进制程发展

晶圆制造国产化加速推进，先进制程发展刻不容缓。晶圆制造连接上游设备、材料产业、协同晶圆设计与封测环节，是集成电路产业链的核心环节。在国际局势动荡、贸易摩擦频繁的背景下，国家出台一系列政策力保本土供应链稳定，集成电路国产化进程持续推进。而在人工智能、物联网、自动驾驶、智能手机、计算机等下游应用场景不断发展的背景下，先进制程可以对芯片的性能、功耗、集成度等方面做进一步优化，实现更加复杂的功能，已成为晶圆制造的新增长点。

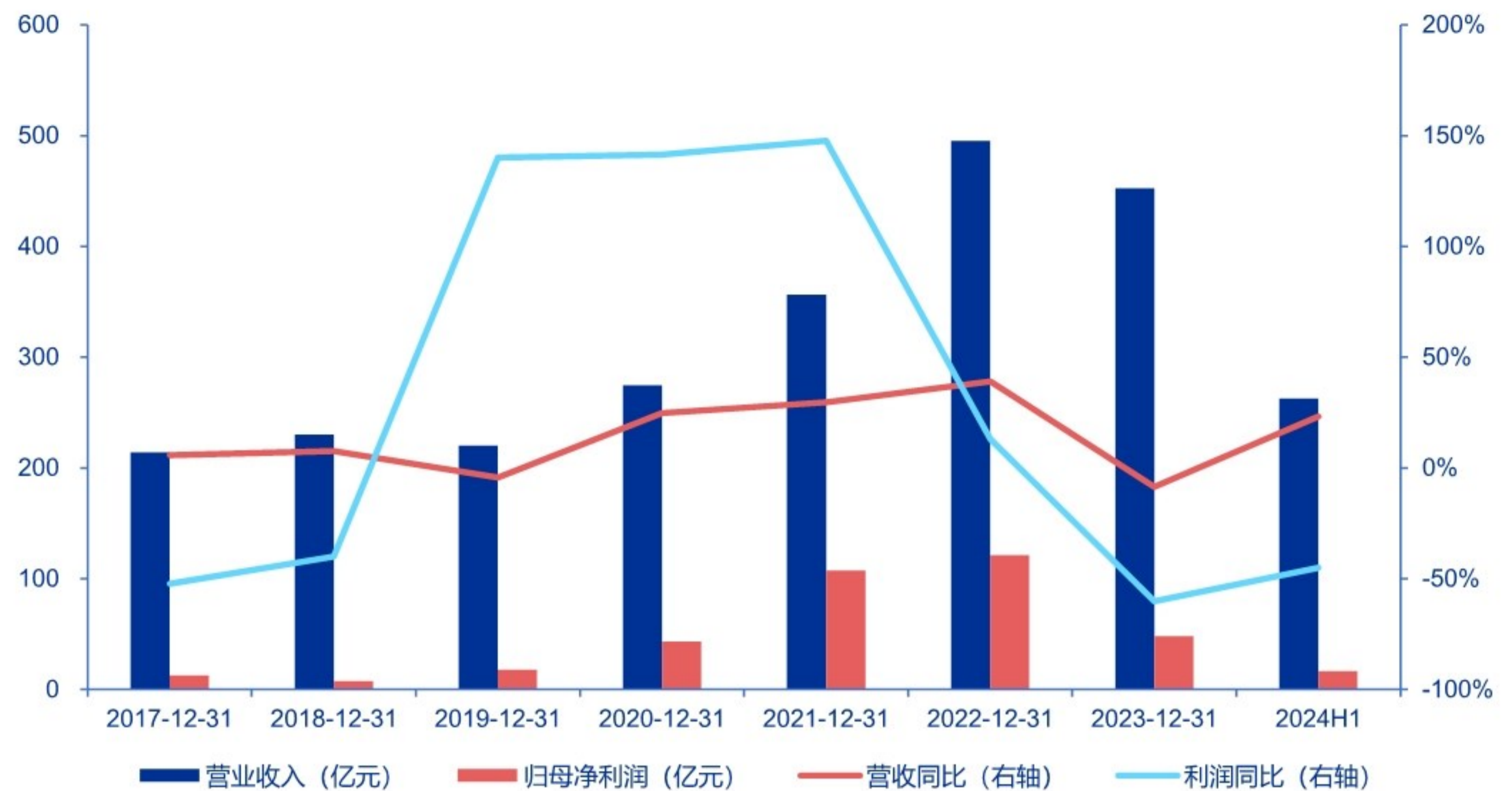
中芯国际作为先进制程引领者，在产业资本及大基金支持下，成为中国大陆极少数具备 14nm 量产能力的晶圆代工企业。2018 年 1 月 30 日，中芯国际宣布由中芯控股、国家产业基金、上海集成电路基金共同注资中芯南方。注资后，中芯南方注册资本由 2016 年成立时的 2.1 亿美元大幅增至 35 亿美元。中芯控股和中芯上海在中芯南方的股权比例 50.1%，国家集成电路基金、上海集成电路基金分别拥有中芯南方股权比例为 27.04%和 22.86%。**中芯南方是配合公司 14 纳米及以下先进制程研发和量产计划而建设的 12 英寸晶圆厂。引进大基金与地方资本联手注资中芯南方意义在于：**『1』借助政府与产业资本，为先进制程研发和加速量产落地提供强有力的资金支持；『2』是通过中芯南方作为先进制程落地主体，减轻上市公司因先进制程产生的巨大折旧成本等因素带来的业绩压力。目前，在逻辑电路制造领域，中芯国际成功开发了 0.35/0.25 μm 、0.18/0.15 μm 、0.13/0.11 μm 、90nm、65/55nm、45/40nm、28nm 及 14nm 等多种技术节点，是中国大陆第一家实现 14nmFinFET 量产的晶圆代工企业，同时也是中国大陆技术最先进、覆盖技术节点最广的晶圆代工企业之一。

集成电路晶圆代工关键技术节点的量产能力，N+1 工艺已实现风险量产。中芯国际实现 14nm 大规模量产标志着公司成为一流代工企业，是继台积电、三星、格罗方德、联电后的第五家实现 14nm 制程节点量产的代工厂，这也是芯片制造先进制程技术的一个重要门槛。2021 年，中芯国际对标 7nm 工艺的 N+1 工艺实现风险量产。

5.1.3 业绩指引超预期，晶圆代工行业有望触底回升

消费电子、智能手机等下游需求复苏，晶圆代工需求上行。1) 受益于消费电子和智能手机需求复苏，消费电子和智能手机成为主要增长驱动力，带动 BCD 平台、射频/CMOS 等芯片产品需求强劲。从设计公司到终端厂商，备货建库存意愿更高。2) 受地缘政治因素影响，国产替代趋势加速。

图 42：中芯国际 24Q2 营收同比增速转正



资料来源：WIND，申万宏源研究

公司 24Q2 业绩超过前期指引，晶圆出货量大幅提升。根据港股公告，公司二季度合计营收 19.01 亿美元，YoY+21.8%，QoQ+8.6%，超过一季度公告指引的 +5%~+7%，毛利率 13.9% 超过一季度公告指引区间的 9-11%，归母净利润 1.65 亿美元 (YoY-59.1%，QoQ+129.2%)。在供应端，上半年新增产能快速投入生产，且扩产附加值相对较高。公司 24Q2 整体稼动率 85.2%，相较 24Q1 提升 4.4pcts，晶圆交付量 2111K (YoY+50.5%，QoQ+17.7%)，平均销售单价因产品组合变动下降 8%。公司折合 8 寸晶圆月产能从 24Q1 的 814.5K/M 继续提升至 24Q2 的 837K/M，增加约 22.5K/M (折合 12 寸 10K/M)。

2024 下半年指引依旧积极。根据港股公告，公司 24Q3 指引营收 21.48-21.86 亿美金之间，对应 QoQ+13%~+15%，毛利率 18-20%。预计第三季度平均单价环比提升，并拉动毛利率环比上升。在外部环境无重大变化的前提下，目标是销售收入增幅可超过可比同业的平均值，下半年销售收入可超过上半年。

5.2 百利天恒：创新药研发实力强劲，授权出海创纪录

5.2.1 公司简介：从仿制药到创新药，双抗 ADC 谱写发展新篇章

百利天恒是一家集药品研发、生产与营销一体化的现代生物医药企业。公司拥有化药制剂&中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块，构建起“以创新生物药引领企业未来成长，以高端化学仿制药支撑企业稳健经营”的发展战略。公司具备小分子化学药、大分子生物药及抗体偶联药物 (ADC 药物) 等的全系列药物研究开发生产能力，覆盖从中间体、原料药到制剂的上下游一体化能力及“研发—生产—营销”完整全生命周期商业化运营能力。

图 43：百利天恒业务布局



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

从化学仿制药和中成药起步，布局创新生物药板块。2011 年公司开始布局全球创新生物药领域，基于免疫学的最新科学进展，致力于研发具有突破性疗效、具备全球专利和权益的创新大分子生物药。公司运用化药制剂与中成药制剂业务所产生的现金流支持和反哺于公司创新生物药的研发，以实现良性的内生发展正循环。

公司双抗 ADC 创新药已具备全球竞争力，出海授权创纪录。2023 年 12 月，全球肿瘤医药领域跨国巨头药企 BMS 与百利天恒就公司自主研发的一款双抗 ADC (BL-B01D1) 抗肿瘤药物达成独家许可与合作协议，**潜在总交易额最高可达 84 亿美元**（首付 8 亿美元，或有付款 5 亿美元，里程碑付款 71 亿美元），以获得与公司共同开发、共同商业化的权利，同时公司保留该药物的全球生产供应权利。**本次公司与 BMS 交易刷新了全球 ADC 类药物单品交易总价的纪录，也创下国内创新药 BD 交易的首付款及总交易额双项记录，是首款成功出海的双抗 ADC 新药。**

BL-B01D1 进入后期开发阶段，逐步进入商业化阶段。根据公司公告，目前已开展 30 项 BL-B01D1 临床研究，包括肺癌、乳腺癌、胃肠道癌及其他癌症等四个大类。预期 BL-B01D1 将于 2026 年或之前向中国药监局提交首个适应症的 NDA 申请，最早于 2028 年向 FDA 提出首个 BLA 申请，在未来的 3-5 年中，将陆续在中国、欧美及其他市场提交更多的适应症的监管审批申请。

图 44：百利天恒 BL-B01D1 临床进展

	适应症	单药/联用	线数	临床前	IND	Ia期	Ib期	II期	III期
肺癌	EGFR野生型非小细胞肺癌	单药	二线						
	EGFR突变型非小细胞肺癌	单药	二线						
	小细胞肺癌	单药	二线						
	EGFR突变型非小细胞肺癌	+奥希替尼	一线						
	非小细胞肺癌	单药+SI-B003	一线及二线+						
	非小细胞肺癌	+PD-(L)1	一线及二线+						
	小细胞肺癌	单药+SI-B003	二线						
	小细胞肺癌	+PD-(L)1	一线及二线+						
乳腺癌	HR+HER2-乳腺癌	单药	三线+						
	三阴性乳腺癌	单药	二线+						
	三阴性乳腺癌	+PD-(L)1	一线						
	HER2-乳腺癌	单药+SI-B003	二线						
	乳腺癌及其他实体瘤	单药	二线+						
胃肠道癌	食管鳞癌	单药	二线						
	食管鳞癌、胃癌、结直肠癌	单药+SI-B003+PD-(L)1	一线及二线+						
	胃肠道癌	单药	二线+						
其他癌症	鼻咽癌	单药	末线						
	鼻咽癌	单药+SI-B003	一线及二线+						
	鼻咽癌	+PD-(L)1	一线及二线+						
	头颈鳞癌	单药	二线+						
	头颈鳞癌	单药+SI-B003	一线及二线+						
	头颈鳞癌	+PD-(L)1	一线及二线+						
	妇科肿瘤及其他实体瘤	单药	二线+						
	宫颈癌	单药+SI-B003	二线+						
	泌尿系统肿瘤	单药	二线+						
	泌尿系统及其他实体瘤	单药+SI-B003	二线+						
	尿路上皮癌	+PD-(L)1	一线						
	泌尿系统肿瘤和其他实体瘤	单药	二线+						
	实体瘤	单药	二线+						
	非小细胞肺癌、小细胞肺癌、乳腺癌、食管鳞癌、鼻咽癌等	单药	二线+						

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2.2 在研管线储备丰富，铺垫全球化发展路

BMS 预付款项为公司提供充足现金储备。过去，公司大量管线处于研发阶段，尚未形成销售且研发投入较高，因此在 2021-23 年间，公司传统业务收入无法覆盖其创新药业务的成本于费用，归母净利润处于持续亏损状态。而在 2024 年一季度，由于收到 BMS 预付款项，公司营业收入同比增长 4325.45%，归母净利润转正且同比增长高达 3100.16%。**充沛的现金储备为药物的进一步临床试验及其他创新药的研发提供资金基础，这是公司强劲研发能力的证明，也标志着公司创新药业务进入正循环。**

图 45：2024Q2 公司营业收入高增

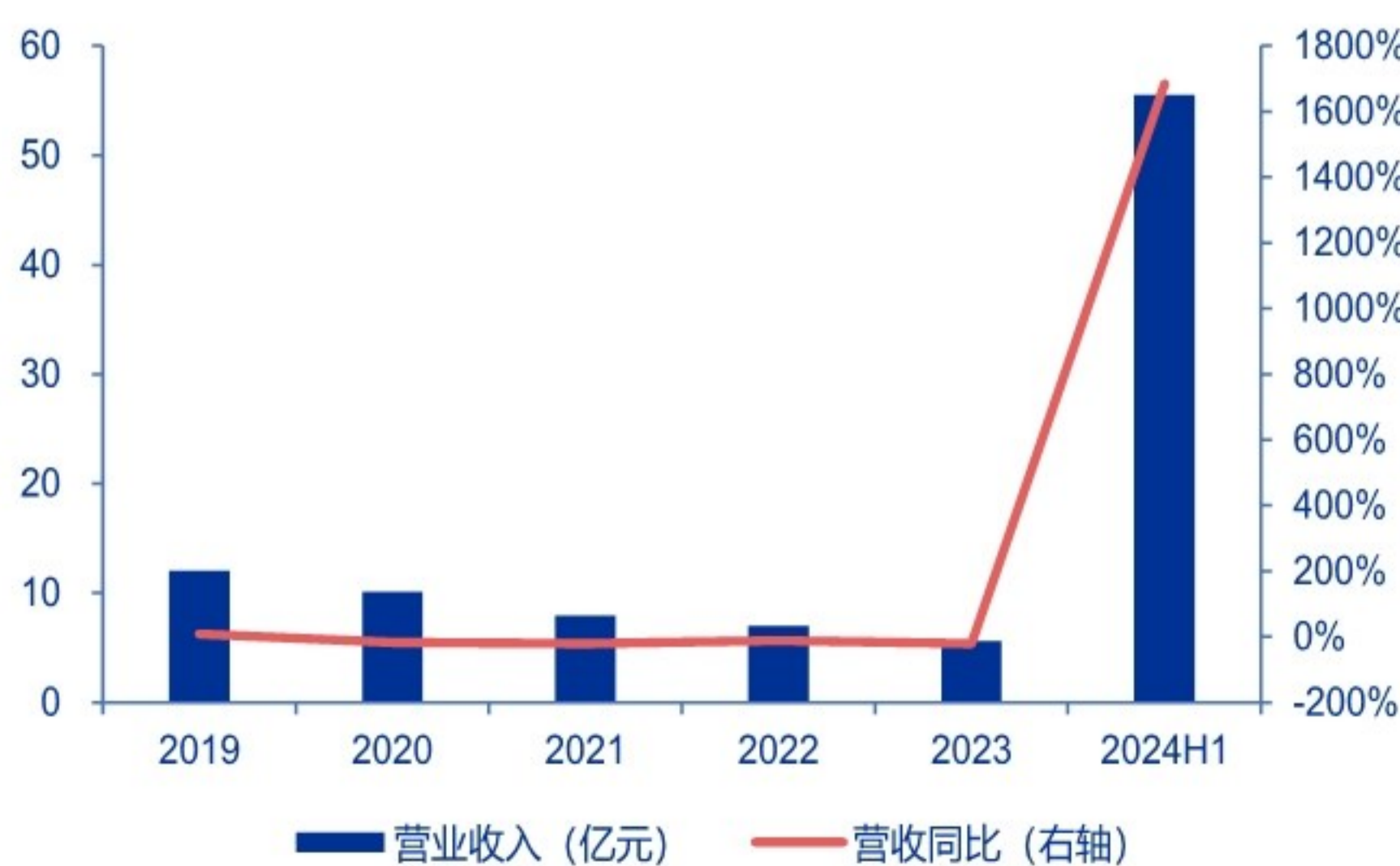
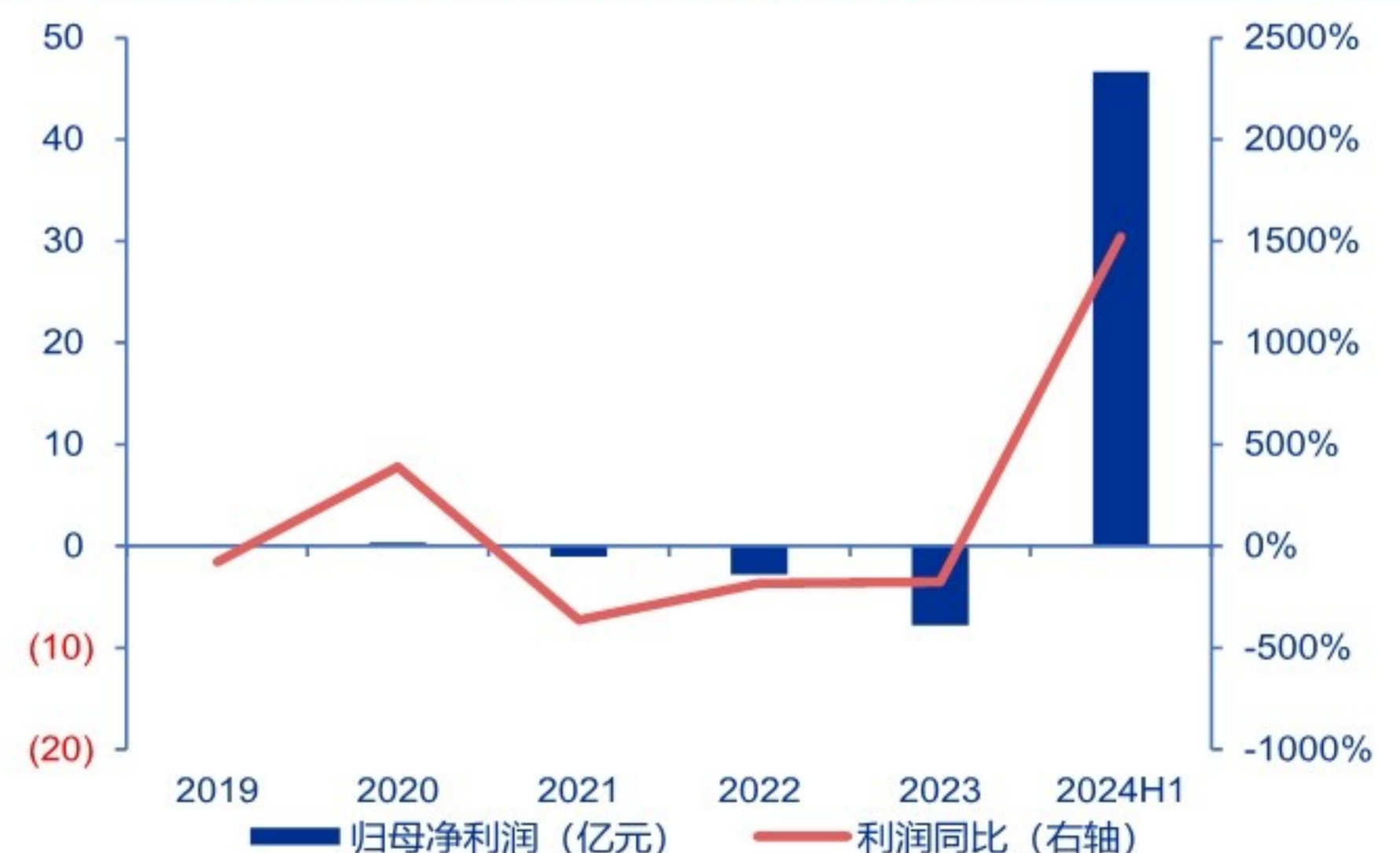


图 46：2024Q2 公司归母净利润转正

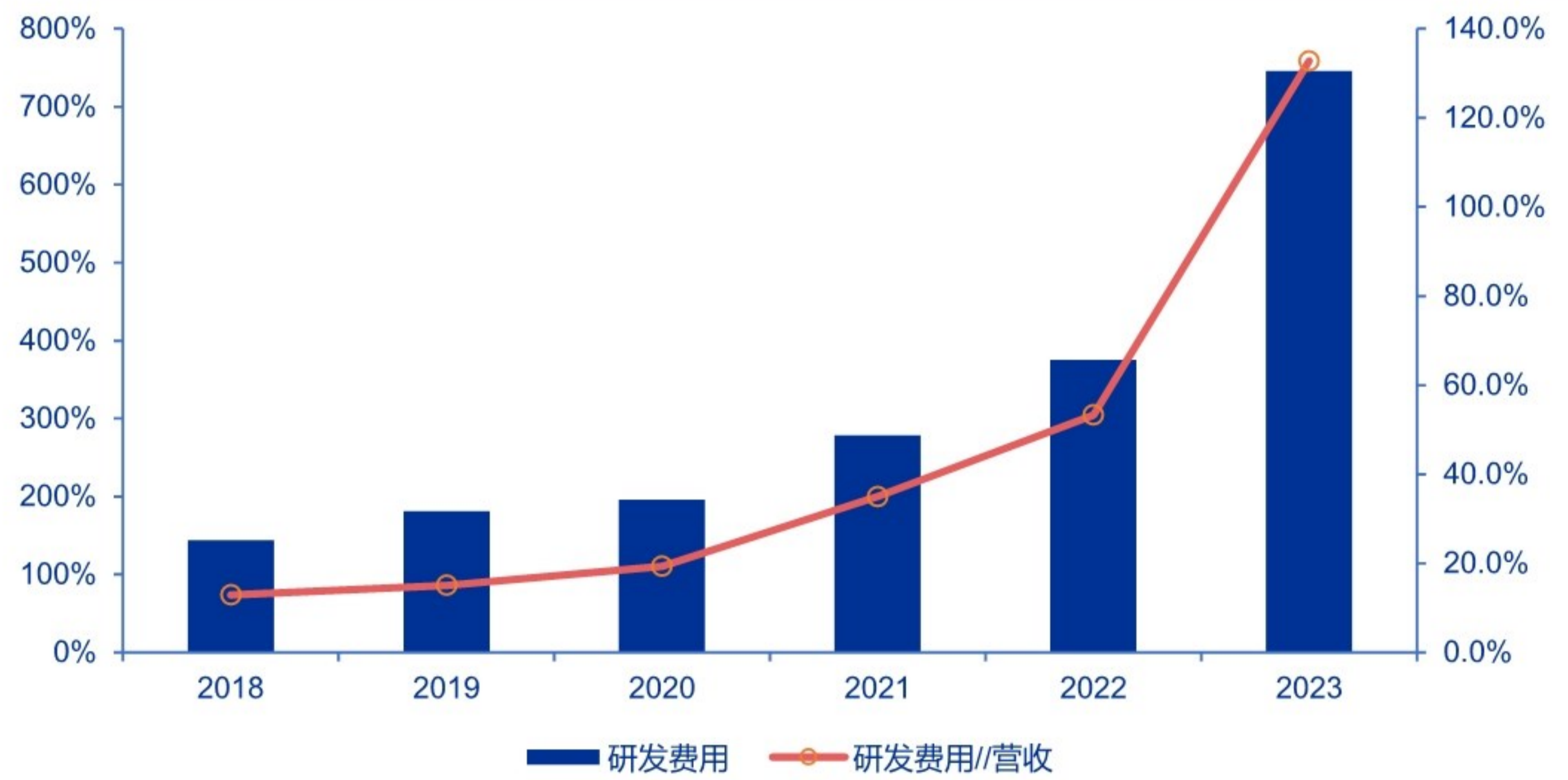


资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

公司研发实力强劲，多款创新生物药取得积极进展。公司已构建起了全球领先的创新药 ADC 药物研发平台，及全球领先的创新多特异性抗体药物研发平台。目前公司已经系统性建立了涵盖多种治疗方式的潜在 First-in-class 和 Best-in-class 产品管线。

图 47：持续的高研发投入，是百利天恒创新药突破的基础



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：百利天恒除 BL-B01D1 外药物管线临床进展概览

产品	靶点	类型	适应症	单药/联用	临床前	IND	Ia期	Ib期	II期	III期	预计完成年份	商业权益	
HIRE-ADC	HER2	单抗ADC	HER2阳性乳腺癌	单药	█						2026年	全球	
			HER2阳性乳腺癌	+帕妥珠单抗 ±化疗	█								2026年
			胃癌	+ PD-L1 ±化疗	█								2026年
			HER2低表达乳腺癌、胃癌、非小细胞肺癌、尿路上皮癌、肾细胞癌及其他实体瘤	单药	█								2024年至2026年
	BL-M11D1	CD33	单抗ADC	急性髓系白血病	单药	█					2025年		
	BL-B16D1	未披露	单抗ADC	胃癌	单药	█					2026年		
	BL-M17D1	未披露	单抗ADC	胃癌	单药	█					2026年		
GNC	CD3 × 4-1BB × PD-L1 × CD19	多特异性抗体	急性淋巴细胞白血病、非霍奇金淋巴瘤等血液瘤	单药	█						2024年至2025年	全球	
			急性淋巴细胞白血病、非霍奇金淋巴瘤等血液瘤	单药	█						2024年至2025年		
			乳腺癌、肺癌及其他复发/难治性实体瘤	单药	█						2024年		
GNC-039	CD3 × 4-1BB × PD-L1 × EGFRvIII	多特异性抗体	高复发/难治性胃癌	单药	█					2024年			
SEBA	EGFR × HER3	双特异性抗体	EGFR野生型非小细胞肺癌	+化疗	█						2026年	全球	
			EGFR突变型非小细胞肺癌	+免疫检查点抑制剂	█						2024年		
			胆管癌	单药	█						2024年		
			胆管癌	+化疗	█						2024年		
			食管癌	+化疗	█						2024年		
	胆管癌、非小细胞肺癌	+SI-B003 ±化疗	█							2025年			
SI-B003	CTLA-4 × PD-1	双特异性抗体	胃癌	单药	█					2024年			

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

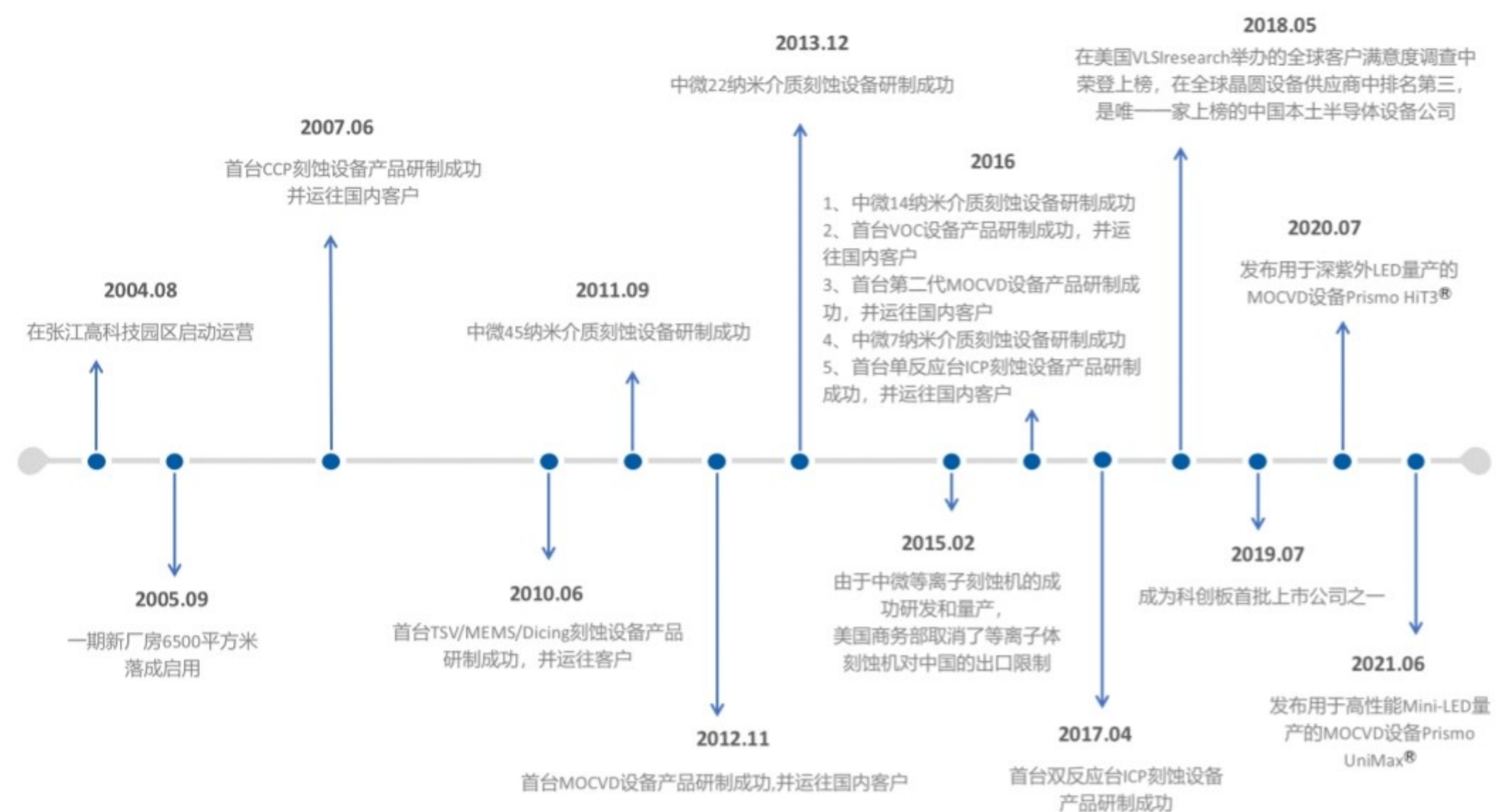
在研管线临床研究覆盖全球多区域多中心，为全球扩张做好铺垫。值得一提的是，公司通过在不同地域、不同人种、不同疾病背景的患者中进行研究，获得更为广泛和准确的研究数据，为药品在多个国家或地区上市做好铺垫。

5.3 中微公司：刻蚀设备国产替代领军，新签订单加速放量

5.3.1 公司简介：刻蚀设备领军企业，逐步拓展能力边界

十九年深耕，成就刻蚀设备领军者。中微公司成立于2004年，并于2007年研制成功公司首台CCP刻蚀设备，此后开启技术突破之路：2011年公司刻蚀设备达到45nm工艺节点，2013年达到22nm，2016年达到14nm，当前已量产5nm工艺节点设备。除CCP刻蚀设备外，公司2016年完成首台ICP刻蚀设备研制，同时在薄膜沉积领域公司2012年完成首台MOCVD设备研制，环保领域2016年完成首台VOC研制，逐步扩大公司业务布局板块。

图 49：中微公司历史沿革




资料来源：中微公司官网，申万宏源研究

公司当前主营 CCP、ICP 两大类刻蚀设备及 MOCVD 薄膜沉积设备。中微公司专注半导体设备，最核心主营产品为刻蚀设备，包括：CCP（电容性等离子体）刻蚀设备和 ICP（电感性等离子体）刻蚀设备，分别应用于 IC 制造中介质材料的刻蚀、以及硅材料和金属材料的刻蚀，为 IC 产业链中价值量最高设备之一。公司另一大主营产品为 MOCVD（金属有机化合物化学气相沉积）设备，主要应用于 LED 外延片及功率器件的生产。

刻蚀设备、MOCVD 达国际先进水平，薄膜类设备进展顺利。公司等离子体刻蚀设备已应用在国际一线客户从 65 纳米到 14 纳米、7 纳米和 5 纳米及更先进的集成电路加工制造生产线及先进封装生产线，薄膜沉积设备已付运客户端验证评估，

已如期完成多道工艺验证，MOCVD 设备在行业领先客户的生产线上大规模投入量产，公司已成为世界排名前列的氮化镓基 LED 设备制造商，在 Mini LED 氮化镓基设备领域市场占有率领先。

表 8：中微公司核心产品包括刻蚀设备及 MOCVD 设备

产品类别	图示	应用领域
CCP（电容性等离子体）刻蚀设备		主要应用于集成电路制造中氧化硅、氮化硅及低介电系数膜层等电介质材料的刻蚀
ICP（电感性等离子体）刻蚀设备		主要应用于在集成电路制造中单晶硅、多晶硅等材料的刻蚀
MOCVD（金属有机化合物化学气相沉积）设备		主要应用于 CMOS 图像传感器、2.5D 芯片、3D 芯片和芯片切割等通孔及沟槽的刻蚀
MOCVD（金属有机化合物化学气相沉积）设备		LED 外延片及功率器件生产

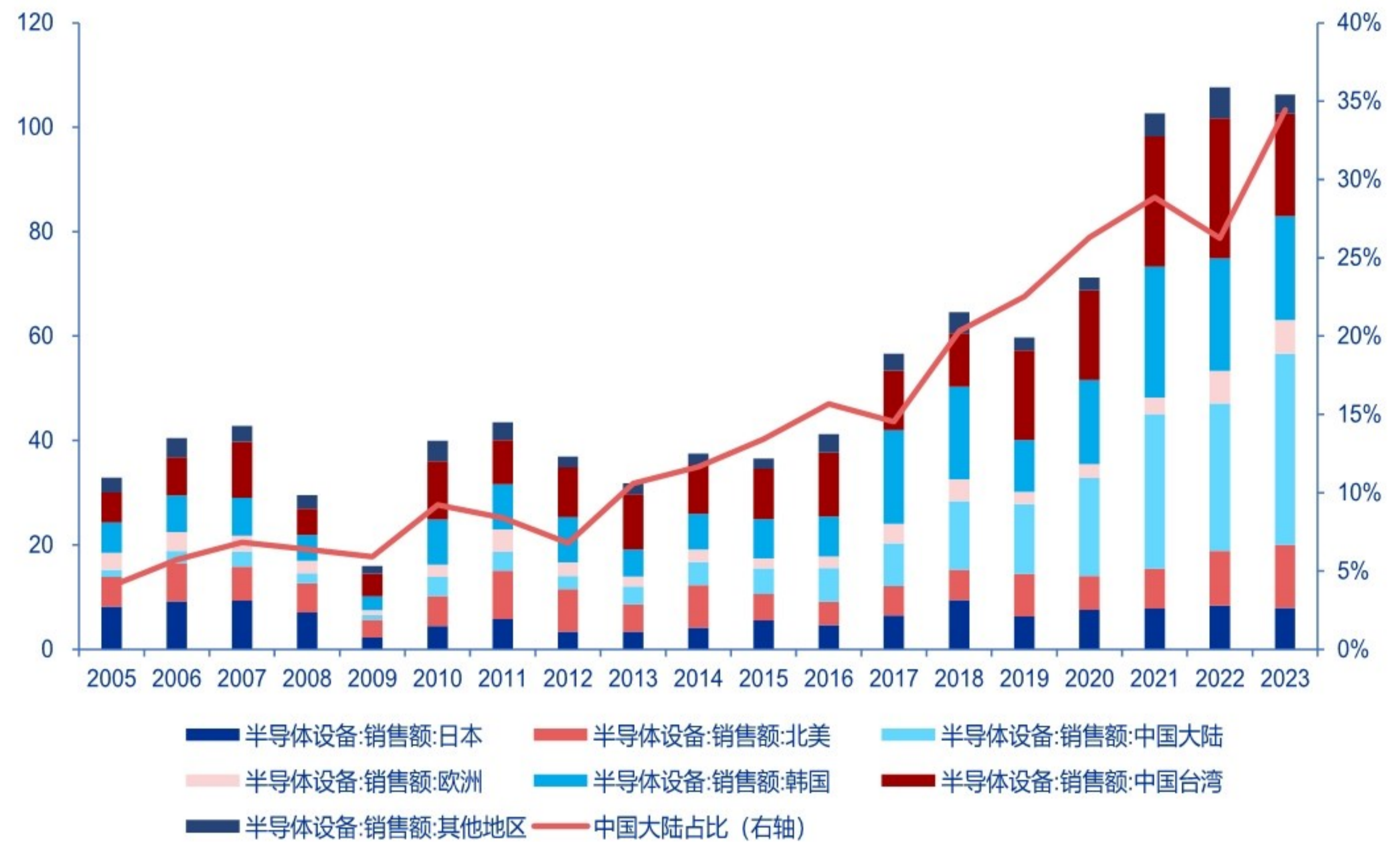
资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.3.2 国产替代+存储芯片扩产周期，公司订单规模持续扩张

中国大陆为全球半导体设备最大市场，国产替代空间广阔。根据国际半导体产业协会统计，2022 年全球半导体设备销售额达 1076.4 亿美元，同比增长 4.9%，其中中国大陆销售额为 282.7 亿美元，占全球比例 26.3%，近 2 年均为全球第一大半导体设备市场。中国台湾销售额为 268.2 亿美元，占全球比例 24.9%，中国半导体设备市场合计达 550.8 亿美元，占全球市场 51.2%，市场空间广阔、在全球半导体产业链具有重要地位。中国半导体产业发展起步相对较晚，受设备验证周期长、下游厂商缺乏动力、企业技术水平相对落后、规模较小、技术研发投入不足等因素制约，发展速度较为缓慢。近年来，外部封锁压力迫使以及晶圆厂对设备供应链安全更为关注下，国产化率不断提升。

中国半导体设备投资强劲，中国大陆晶圆产能扩张引领全球。根据 SEMI 最新测算，中国大陆到 2025 年都会是全球半导体设备需求最大的地区，2023 年销售至中国大陆的设备市场规模超过 300 亿美金。

图 50：中国半导体设备市场在全球市场中占比上升（单位：十亿美元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

公司刻蚀设备加速升级，把握存储芯片行业发展趋势。公司的等离子体刻蚀设备已大量用于先进三维闪存和动态随机存储器件的量产。在 3D NAND 方面，公司的等离子体刻蚀设备可应用于 64 层和 128 层的量产，同时公司根据存储器厂商的需求正在开发新一代设备，以满足极高深宽比的刻蚀设备和工艺。此外，公司 2023 年上半年推出 Nanova VE HP 和 Nanova LUX 产品，在满足 55nm、40nm 和 28 纳米逻辑芯片制造中的 ICP 刻蚀工艺要求的基础上，扩展了 ICP 刻蚀设备的验证工艺范围，助力公司把握存储市场发展趋势及机遇。

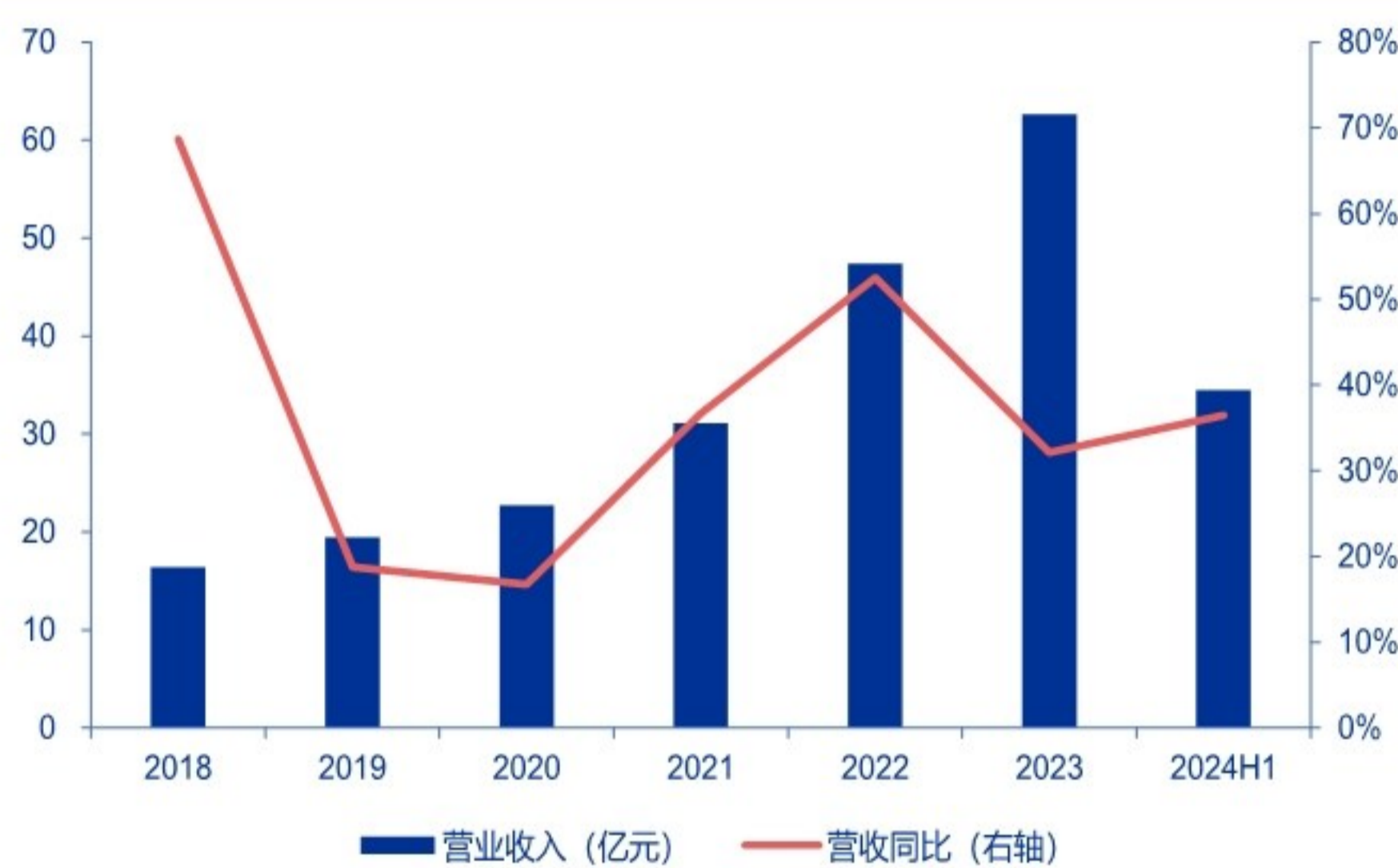
存储用设备市场恢复带来刻蚀设备需求上行。由于消费和企业市场需求疲软，2023 年 DRAM、NAND 设备市场整体收缩，但随着市场逐步修复，预计 2024 年市场规模将重回强势增长。中微公司刻蚀设备全面满足 55nm、40nm 和 28 纳米逻辑芯片制造中的 ICP 刻蚀工艺的基础上，拓展了在 DRAM、3D NAND 存储芯片和特色器件等芯片制造中的可刻蚀应用范围，有望深度受益存储用设备市场需求恢复。

公司经营业绩持续兑现高成长性，刻蚀设备订单增速超 5 成。2024 年上半年，由于存储器件制造以及先进逻辑制程的升级对刻蚀技术要求提升，公司刻蚀设备显著放量，推动公司营收大幅增长。同时，中微公司新签订单同比增长 40.3%，其中刻蚀设备新增订单 39.4 亿，占比 84%，同比增长 50.7%，反映公司 CCP 及 ICP

刻蚀设备市占率均大幅提升。根据公司公告,预计 9M24 累计新增订单将超 75 亿,同比增长超 50%, 预计 2024 年累计新增订单将达到 110-130 亿元。

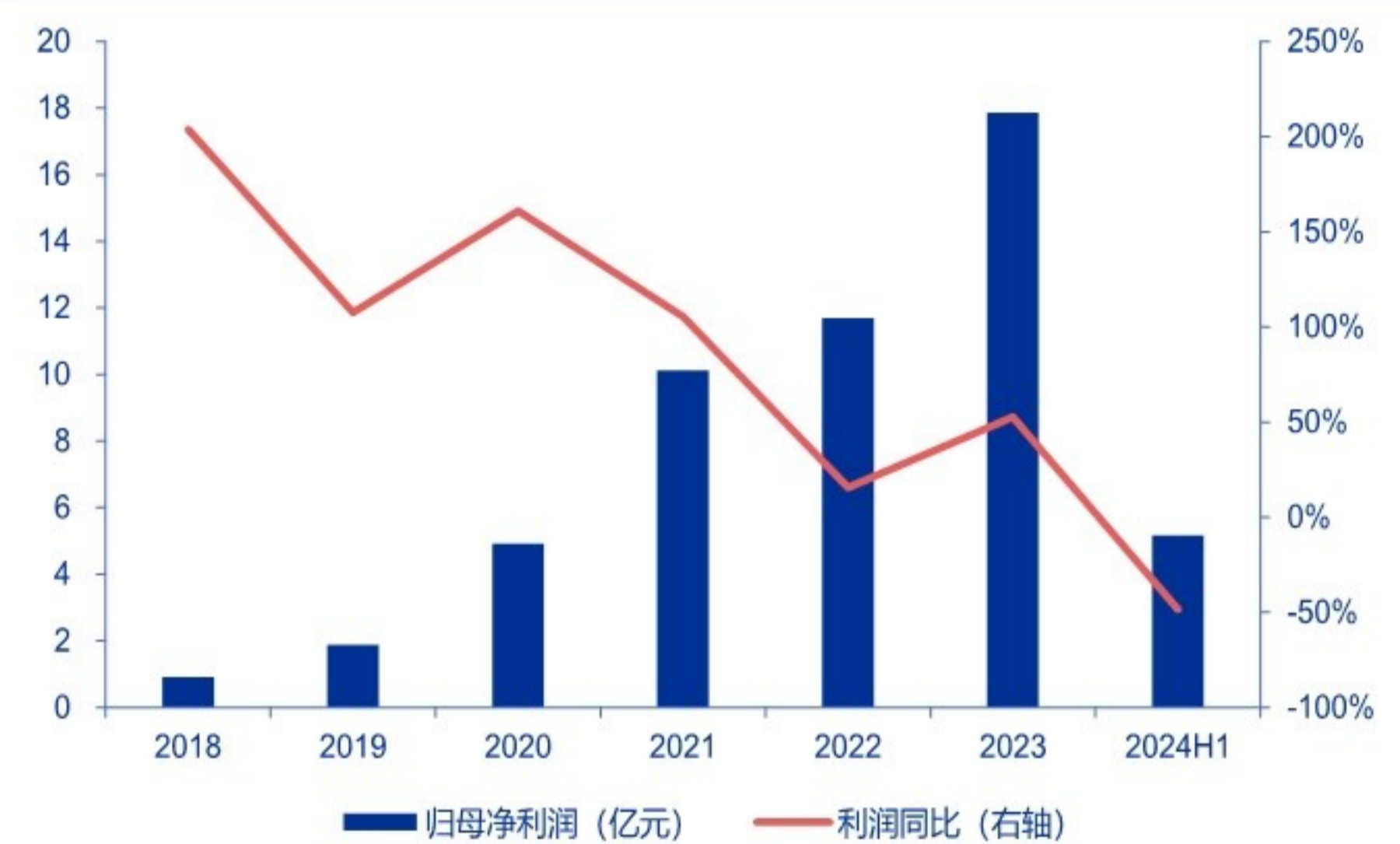
盈利随短期承压, 但拐点已至。非经常性损益高基数、研发投入高增使得归母净利润下滑。1H23 中微公司出售部分拓荆科技股票产生税后净收益 4.06 亿, 1H23 中微投资净收益达 5.8 亿, 1H24 投资净收益仅为 1242 万元, 非经常损益为归母净利润下滑主因。**扣非净利润同比下滑主因研发投入高增:**1H24 中微研发费用 5.9 亿, 同比增长 82%, 截至 6 月末公司研发人员 967 人, 较年初增 179 人、较去年同期增 333 人; 1H24 研发投入资本化率 39.6%, 同比增近 10pct。公司短期利润承压, 但将持续受益下游存储厂扩产, 同时公司刻蚀设备国产化率预将进一步提升, 薄膜沉积设备验证推进顺利, 技术壁垒进一步增强。**结合新签订单放量, 我们预计公司盈利拐点即将到来。**

图 51: 公司连续多年营收维持高增



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 52: 公司归母净利润短期承压



资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.4 柏楚电子: 激光控制系统领军者, 盈利能力突出

5.4.1 公司简介: 深耕激光切割运控, 拓展智能激光切割头及智能焊接

国内激光切割运控领军企业, 切入智能激光切割头及智能焊接市场。柏楚有限公司成立于 2007 年 9 月, 由唐晔、代田田、卢琳、万章和谢淼等出资设立, 设立之初主要从事三维点胶控制系统以及全自动滴塑控制系统的研发、生产和销售。公司赛道选择能力卓越: 2012 年逐步进入激光行业; 2015 年起专注于激光切割运动控制系统业务; 2019 年 8 月于科创板成功上市。公司主要从事激光加工自动化领域的产品研发及系统销售, 同时也是国内光纤激光行业的先驱者。经过十余年的积淀, 公司已拥有 84 项专利技术及集中于五大技术领域的多项专有核心技术, 形成了能够覆盖激光切割全流程的技术链。

图 53: 公司是国内激光切割运控领军企业, 拓展智能激光切割头及智能焊接市场

公司成立	进军光纤切割领域	成立子公司	成立股份公司	科创板上市	合并参股公司	授予股票激励	拟非公开增发
2007年9月	2012年	2016年5月	2018年6月	2019年8月	2019年11月	2020年2月	2021年3月
上海柏楚科技有限公司创办成立，主营三维点胶控制系统及全自动滴塑控制系统	推出FSCUT系列激光切割控制系统及BCS100独立式电容调高器	新设成立上海柏楚数控科技有限公司，负责激光自动化产品及其衍生系统的集成及销售	将有限公司整体变更为股份有限公司	公司股票于上交所证券交易科创板上市，发行后总股本为1亿股	公司全资子公司柏楚数控收购波刺自动化46%股份；收购完成后，柏楚数控持有波刺自动化86%的股份，成为控股股东	公司向符合条件的48名激励对象以34.29元/股的授予价格授予88.90万股限制性股票	公司拟募集资金总额不超过9.78亿元，拟用于智能切割头扩产项目、智能焊接机器人及控制系统产业化项目和超高精密驱控一体研发项目

资料来源：公司公告、公司官网、申万宏源研究

从激光切割运控系统主业，纵向延伸智能激光切割头业务、横向拓展智能焊接机器人业务。目前公司各业务的开展情况如下：

- 1) 激光切割运动控制系统：**目前公司中低功率的随动及板卡系统市占率达到 60%以上；高功率总线产品市场占有率为 20%左右，并在逐年提升中。
- 2) 智能切割头：**针对钣金加工行业推出的一款全功能的总线控制切割头。通过与切割系统无缝对接、融合最终实现对激光切割的智能化控制。
- 3) 智能焊接机器人及控制系统：**智能焊接机器人的一个完整工作单元，主要由智能焊接离线编程软件、智能焊缝跟踪系统、智能焊接控制系统、工件视觉定位系统、焊接变位机以及智能焊接机器人工作站等部分组成，通过离线编程来生成焊缝加工路径。
- 4) 其他相关产品：**针对激光切割系统开发的其他相关产品，包括高精度视觉定位系统、I/O 扩展模块、轴扩展模块等。

表 9：柏楚电子业务分类及相关产品

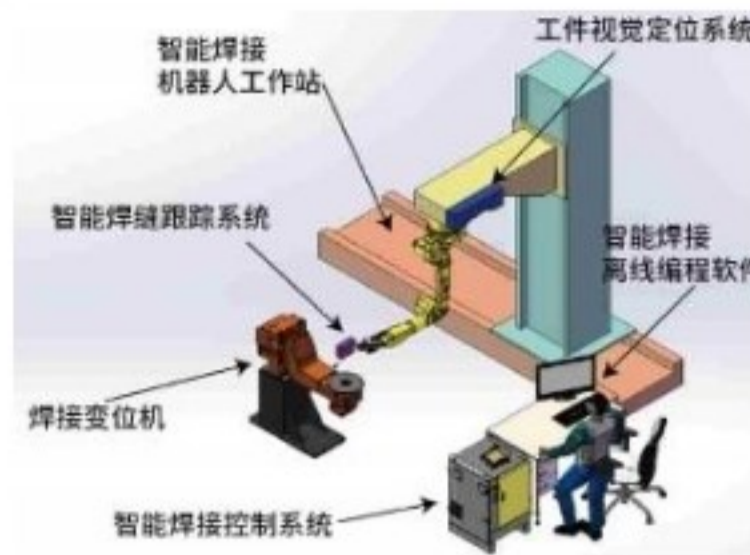
产品类别	图示	主要用途
(一) 激光切割运动控制系统	 <p>1、随动控制系统</p>	根据电容反馈信号，实时控制切割头与待切工件间高度的控制系统；搭配激光切割系统使用，可以实现蛙跳、抖动抑制、电容寻边、智能避障等多种能有效改善切割质量或切割效率的特殊工艺过程， 主要应用于中低功率领域
	 <p>2、板卡控制系统</p>	主要应用于基于英特尔局部并行总线 PCI 标准，可实现对钣金平面切割机或者管材三维切割机的机械传动装置、激光器、辅助气体及其他辅助外装置的控制。 主要应用于中低功率领域，少部分应用于高功率领域
	 <p>3、总线控制系统</p>	集成了板卡控制系统、随动控制系统、工业电脑、显示器、操作面板等其他部件，基于 EtherCAT 总线技术，可以实现对钣金平面切割机或者管材三维切割机的机械传动装置、激光器、辅助气体及其他辅助外装置的实时控制， 应用于高功率领域

(二) 智能切割头



针对钣金加工行业推出的一款全功能的总线控制切割头。通过与切割系统无缝对接、融合最终实现对激光切割的智能化控制

(三) 智能焊接机器人及控制系统



智能焊接机器人的一个完整工作单元主要由智能焊接离线编程软件、智能焊缝跟踪系统、智能焊接控制系统、工件视觉定位系统、焊接变位机以及智能焊接机器人工作站等部分组成。通过离线编程来生成焊缝加工路径

(四) 其他相关产品

针对激光切割系统开发的其他相关产品，包括高精度视觉定位系统、I/O 扩展模块、轴扩展模块等

资料来源：公司公告、申万宏源研究

5.4.2 激光切割方兴未艾，国产替代空间广阔

激光产业未来发展向好，中长期持续保持高景气。目前我国激光应用渗透率仍相对较低，正跟随发达国家加速迈入“光加工”时代。因此，国家一直重点鼓励和大力支持激光行业，激光行业享受多项政策优惠。在国家产业政策推动下，汽车制造、机械加工、航空航天、船舶等领域有望大面积推广使用激光技术，下游应用领域的拓展将进一步促进我国激光行业的健康持续发展。激光加工（激光切割、激光焊接等）渗透率有望不断提升，推动激光加工行业在较长时间内，保持快速增长的态势。

激光切割运控系统为激光切割设备的“大脑”，助力设备实现自动化和智能化。运控系统是自动化机械的核心，是不同品牌设备形成差异化的重要环节，一般由运动控制器、伺服系统、负载等硬件和控制算法等软件组成。运控系统可以准确调节终端执行机构的位置、速度、转矩等输出参数，完成预期的动作，帮助激光切割设备实现自动化和智能化。

运控系统“小而精”，竞争格局较优、产品毛利率水平较高。在一套激光切割设备中，激光器成本占比最高。约为 40%；而运控系统成本占比较低，约为 5%。运控系统由于功能和地位较为核心，且在激光切割设备中的价值量占比相对较少，所以议价能力强。此外，由于市场空间较小、进入壁垒高，行业参与者较少，故激光切割运控系统产品在产业链中毛利率水平最高。以激光运控领军企业柏楚电子为例，其中低功率运控系统的毛利率水平达到 80%以上。

中低功率：激光器降价提升设备性价比，拉动中低功率运控系统需求稳健增长，国内激光器厂商“以价换量”以提升市占率。随着国内激光产业链配套日趋成熟、技术壁垒逐渐被打破，多家企业纷纷融资扩产，部分激光器龙头企业倾向于采取“以价换量”的措施，稳固甚至扩大市占率。同时，国内激光器厂商通过优化结构、提

高部件自产率和扩大规模效应等方式，实现降本，进而推动中低功率激光器可以实现结构性降价。在这一趋势下，未来国内中低功率激光切割设备有望继续保持性价比优势。

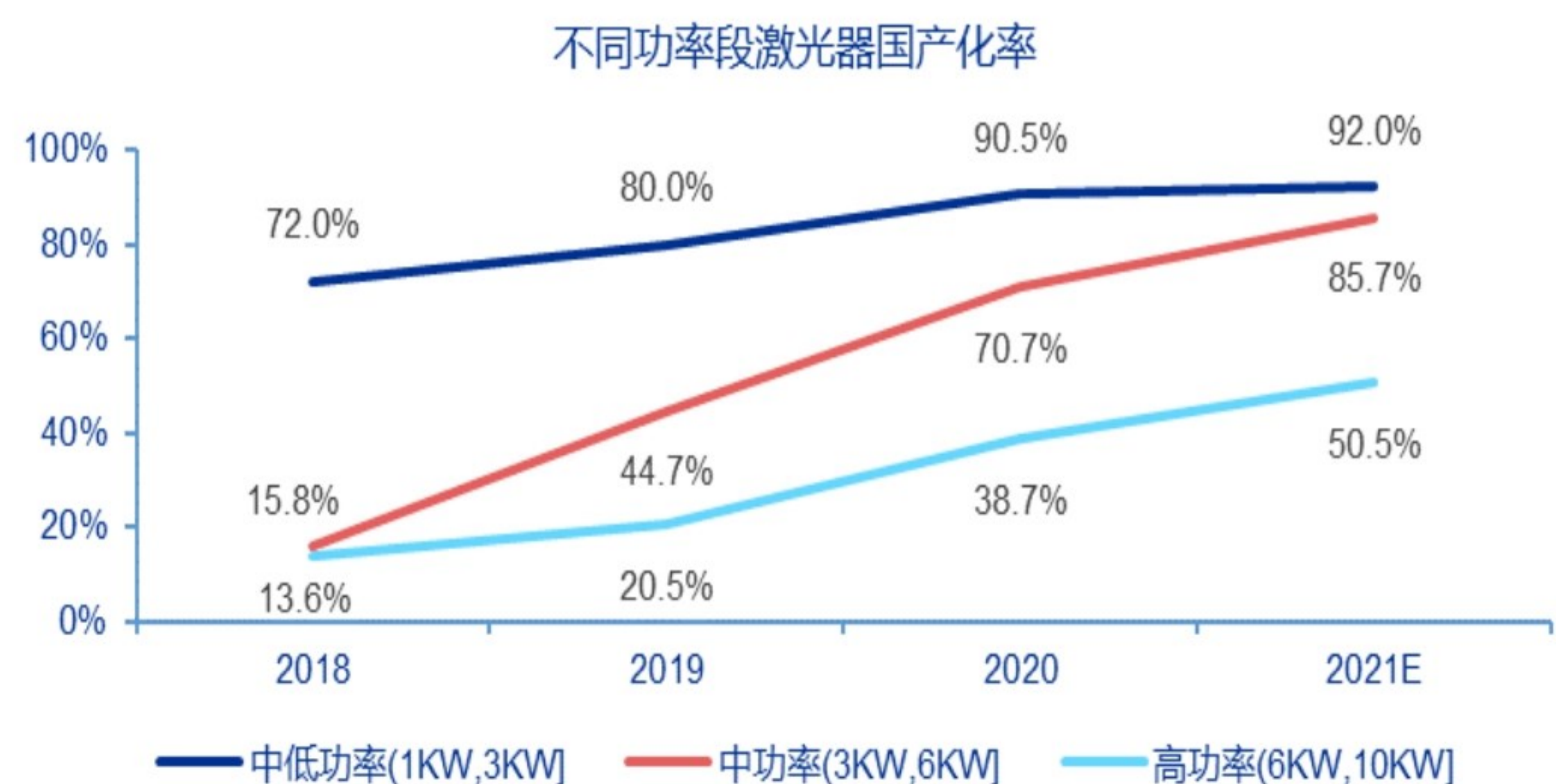
图 54：中低功率激光切割设备保持较高销量增速



资料来源：2021 年中国激光产业发展报告（精编版）、申万宏源研究

高功率激光切割市场方兴未艾，高功率运控系统市场国产替代空间广阔。激光切割“高功率化”是未来的趋势。IPG 和锐科激光相继推出了万瓦功率段以上的光纤激光器，且未来将朝着更高功率进行研发设计和制造，高功率激光器市场应用正处于蓬勃发展期。高功率激光器国产化率提升空间大：2020 年，低功率激光器的国产化率已达 90.5%，而高功率激光器国产化率不足 40%，高功率激光器国产替代进程有望继续加快。因此，在高功率激光器价格区间下调、国产化率提高的趋势下，高功率激光切割设备及运控系统需求将进一步提升。

图 55：高功率激光器的国产化率不足 40%，提升空间大（2020 年）

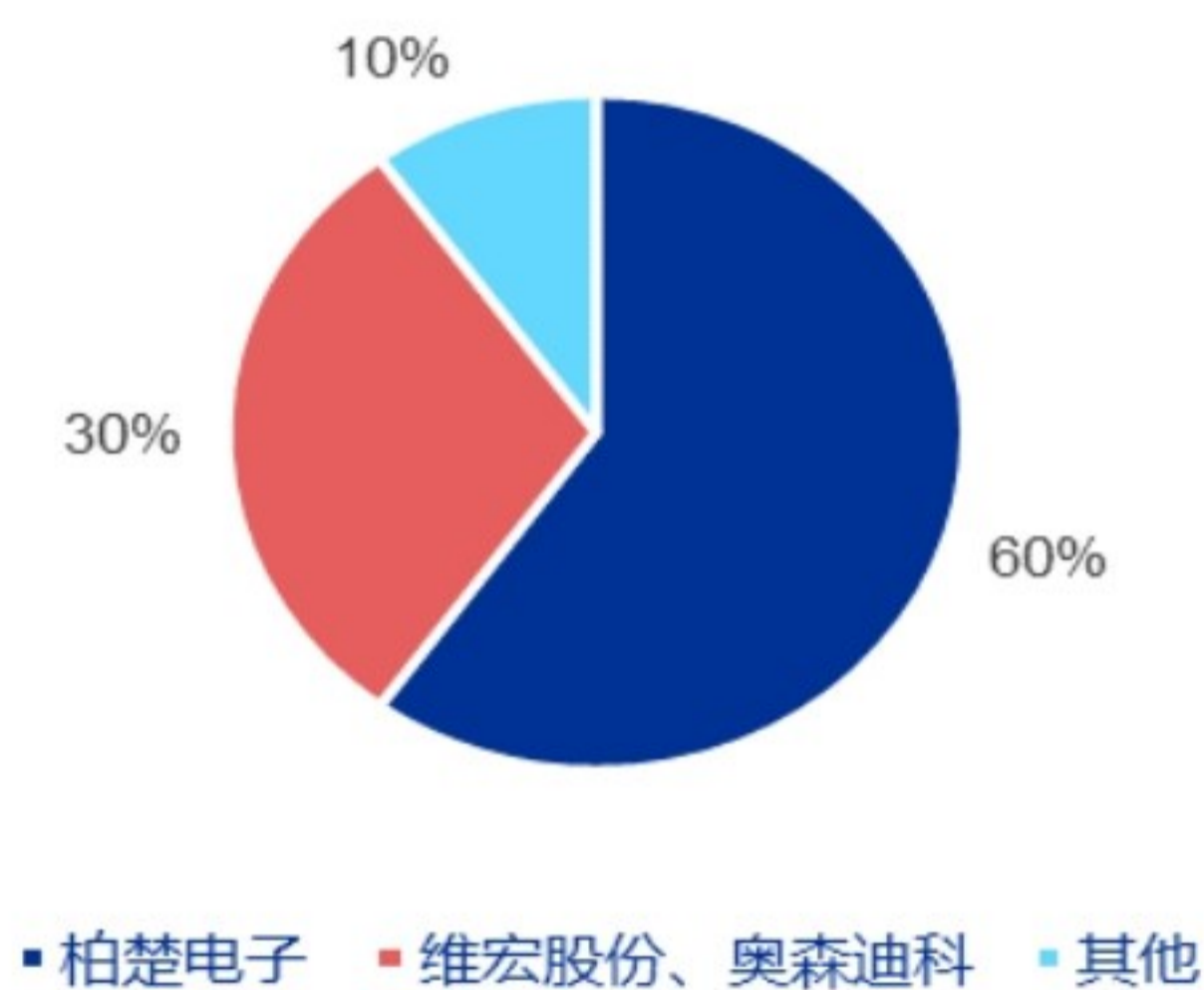


资料来源：2021 年中国激光产业发展报告（精编版）、申万宏源研究

柏楚电子在中低功率运控系统领域市占率 60%，高功率运控系统市占率国内第一。具体而言：(1) 在中低功率运控系统中：国内前三家企业（柏楚电子、维宏股份、奥森迪科）的市场占有率总计约为 90%，国产运控系统已经基本实现了国产替代。公司深耕运控系统多年，目前处于领先地位，占据 60% 以上的市场份额；(2) 在高功率运控系统中：国际上主要的知名企业包括德国倍福、德国 PA、西门子等，国际厂商市占率约为 81%，依旧占据绝对优势；国内厂商市占率不足 20%，而公司大约占据 17% 的市场份额，市占率处于国内第一。

图 56：公司的中低功率运控系统市占率达 60% (2020 年)

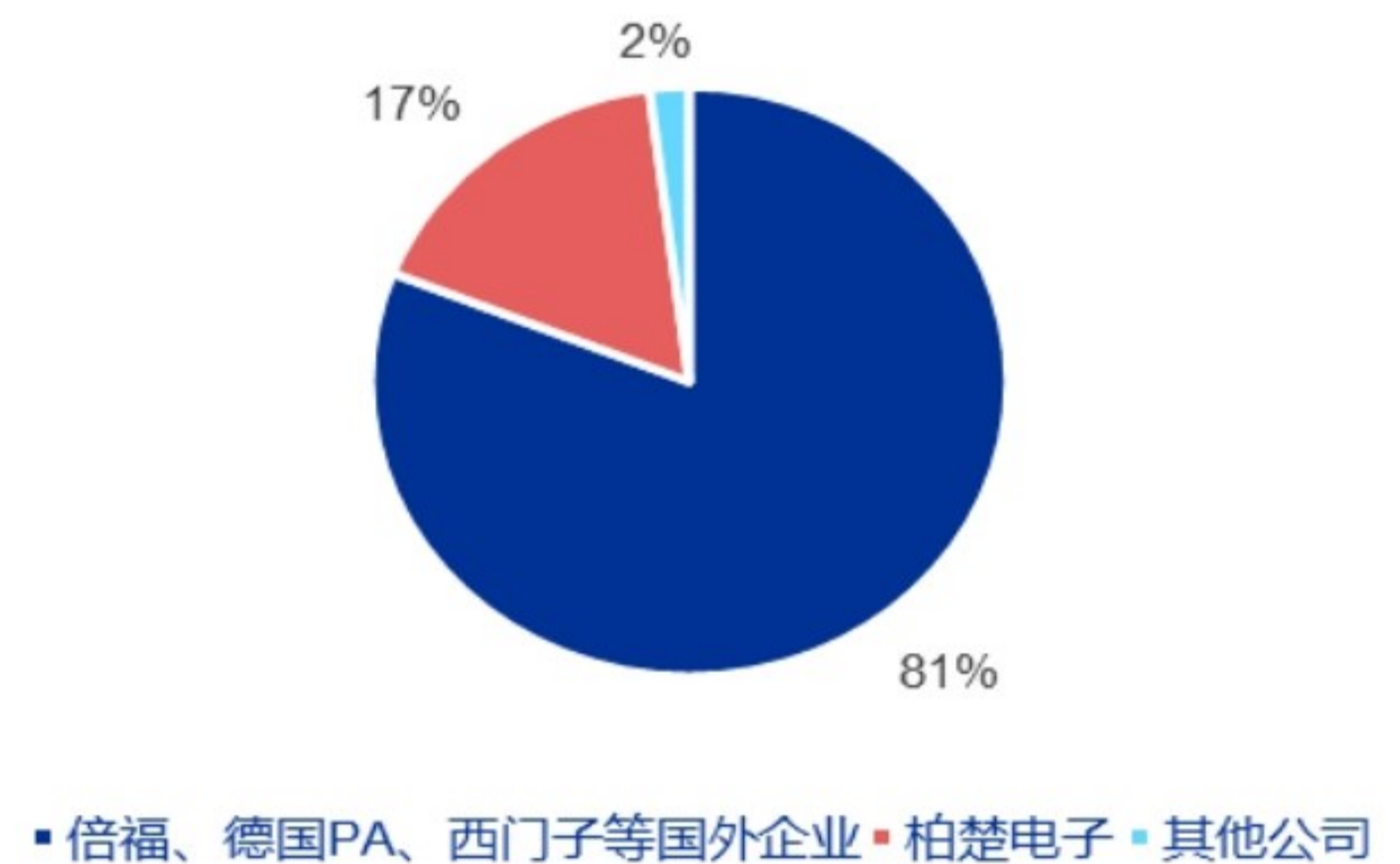
国内中低功率运控系统竞争格局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 57：公司的高功率运控系统市占率达 17% (2020 年)

国内高功率运控系统竞争格局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.4.3 凭借产品交互优势，第二增长曲线放量在即

切割控制系统与智能切割头处同一产业链，公司产品交互优势明显。相较于国内其他厂商：公司是从软件业务切入到硬件业务，运控系统和切割头之间可以做到完美交互，具有其他企业不可比拟的优势。相较于国外厂商：公司的国产智能切割头产品性价比高，服务响应周期短，能做到与国内运控系统无缝衔接。公司在 2020 年慕尼黑上海光博会中，展出了 BLT640 智能切割头和 BLT831 智能切割头，正式进军智能切割头硬件市场，完善公司产业结构。

钢构智能焊接机器人市场为蓝海市场，柏楚推出取代人工示教模式进行自动化智能焊接的机器人及控制系统。在工业机器人领域，目前国产焊接机器人大多数为需要人工示教的半自动化模式，公司开发的工件视觉定位系统、智能焊缝跟踪系统通过视觉传感器识别工件和焊缝，智能焊接离线编程、控制系统通过 CAD 技术、CAM 技术、NC 技术进行焊接机器人加工工艺控制，达到取代人工示教模式进行自动化智能焊接的效果。帮助公司由激光切割领域横向延伸到焊接领域，从而打开更大的市场空间，并且有助于逐步完成进口智能焊接机器人的国产化，实现国内钢结构焊接领域的智能焊接人工替代。

智能焊接产业趋势加速，第二成长曲线放量在即。根据 2024 年中报披露，针对复杂钢构零件焊接的智能机器人控制系统研发项目，公司已突破多自由度焊接机器人快速高精度感知驱动及运动控制技术。且据高工机器人统计，在第 28 届北京·埃森焊接与切割展览会上，有 18 家企业展出免示教焊接系统产品或解决方案，展会中多家 OEM 企业均搭载柏楚系统，为后续公司批量放量奠定较好市场基础。

5.4.4 公司盈利能力突出，毛利率常年保持 80%左右

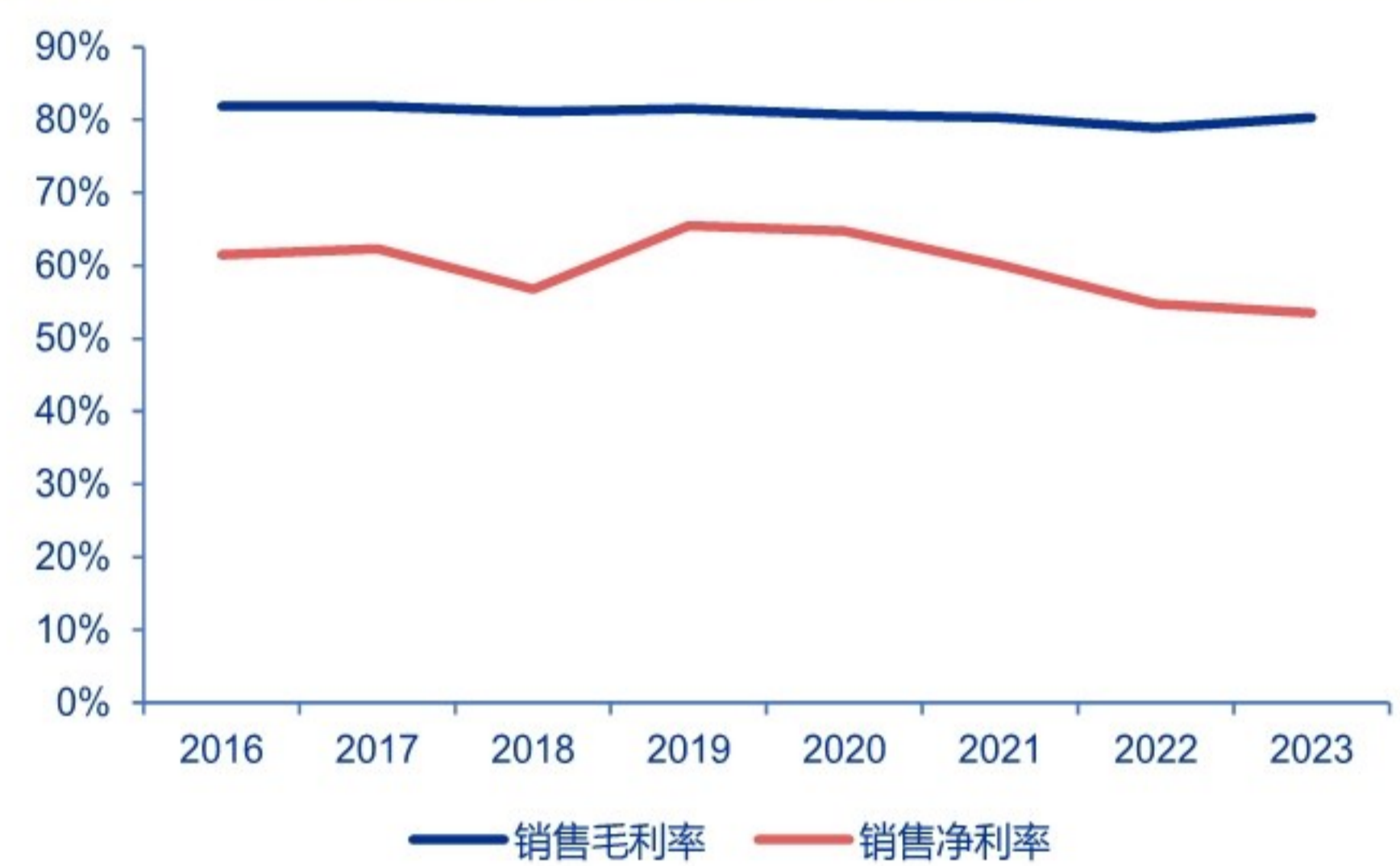
业绩持续增长，议价能力保障高毛利率。2018-2023 年，公司营业收入 CAGR 为 41.8%，归母净利润复合增速分别为 39.2%。**在实现高速增长的同时，公司仍能够维持较高的毛利率和净利率水平：**2018-2023 年毛利率几乎保持在 80%以上，净利率基本维持在 50%以上。其核心原因是：激光切割控制系统在激光切割设备中的价值量占比较低，但功能较为核心，且公司作为激光切割控制系统的领军企业，产品性价比较高，具备较好的议价能力。

图 58：公司收入及利润维持快速增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 59：公司毛利率及净利率水平较高



资料来源：Wind、申万宏源研究

5.5 中控技术：工业自动化领先，工业 AI 出海前景光明

5.5.1 公司简介：流程工业智能制造领军，颠覆性 AI 新产品发布

国内领先的智能制造整体解决方案供应商。公司成立于 1999 年，致力于面向流程工业企业的自动化与智能化需求，形成了以自动化控制系统为核心，涵盖现场仪表、工业软件等在内的智能制造系列产品，逐渐由自动化产品供应商发展成为流程工业的智能制造整体解决方案提供商，客户覆盖化工、石化、油气、电力、制药、冶金、建材、造纸、新材料、新能源、食品等数十个重点行业。

拥有自动化控制系统、工业软件和仪器仪表三大核心产品线。公司以 DCS 系统为基础，品类逐渐拓展至仪器仪表和工业软件，形成了基于从现场设备层仪器仪表、过程控制层自动化控制系统到制造执行层工业软件的完善产品体系。

图 60：中控技术业务布局



资料来源：公司公告、申万宏源研究

工业 AI+布局深化。2024 年起，公司将致力于强化“AI+数据”核心竞争力，为客户提供 AI+安全、AI+质量、AI+效益、AI+低碳的智能化解决方案。巩固“1+2+N”智能工厂模式，打造以 4 大数据基座和 1 个智能引擎为核心的数据和 AI 能力，持续把握数字化、智能化的发展趋势，以实现数据和客户价值的最大化。

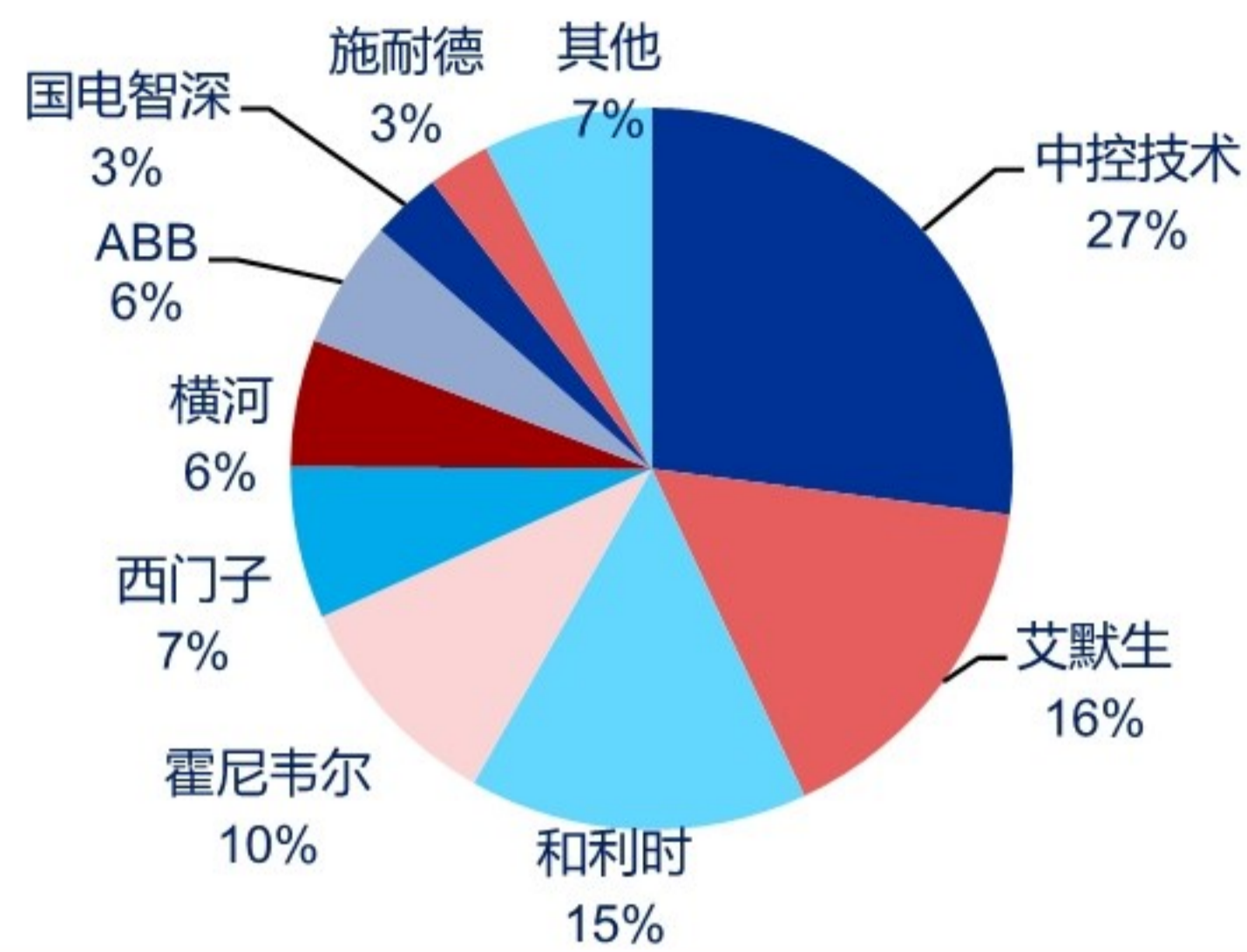
颠覆性新产品发布，成长边界持续拓展。2024 年 6 月，公司重磅发布了全球首款通用控制系统 UCS 和流程工业领域首款 AI 大模型产品 TPT；公司入股的浙江人形机器人在 2024 年 8 月又发布了首个具有精确技能作业能力的人形机器人“领航者 2 号 NAVIAI”。**UCS 颠覆了应用近 50 年的传统 DCS 技术架构让成百上千台的控制机柜消失：**可节省 90%的机柜空间，80%的线缆成本，50%的改造周期；此外，通过深度融合 AI，实现了灵活的按需定义控制、客户知识资产永续。TPT 学习了工业装置运行的通用规律，大幅提升建模效率，已在氯碱热电、石化等装置上取得了突破性应用。相较于传统控制，TPT 能实现系统自控率达到 95%以上，氮氧化物含量下降 5%，吨蒸汽煤耗能耗下降 3.1 以上。**2024 年 8 月 19 日，公司发布针对 UCSTPT 两个团队的 2024 年限制性股票激励计划(草案)，业绩考核目标为：**定比 2023 年，2024-2026 年剔除汇兑损益、股份支付费用影响的归母净利润增速分别不低于 20%/40%/60%。公司作为国内流程工业智能制造领军企业，国际化战略成效显著，前瞻布局工业 AI 等领域，有望持续拓展成长边界。

5.5.2 技术全球领先，顶级客户站台验证产品力

国产化替代继续推进，中控在部分领域已经领先海外巨头。以霍尼韦尔、艾默生、横河电机为代表的跨国集团长期占据着国内以大型项目、复杂项目为代表的高端市场主要份额，特别是在高端仪器仪表、工业软件方面具有领先优势。但经过近 30 年发展，国产品牌从打破国外垄断到如今在 DCS 和 SIS 领域份额领先，诞生中控等国内领军企业，随着国内智能制造浪潮推进，国产品牌正在加速崛起。**根据睿工业统计，2020 年度，公司核心产品 DCS 在国内的市场占有率达到了 28.5% (2019 年为 27%)，连续十年蝉联第一名：**其在化工领域市占率达到 44.2%，在

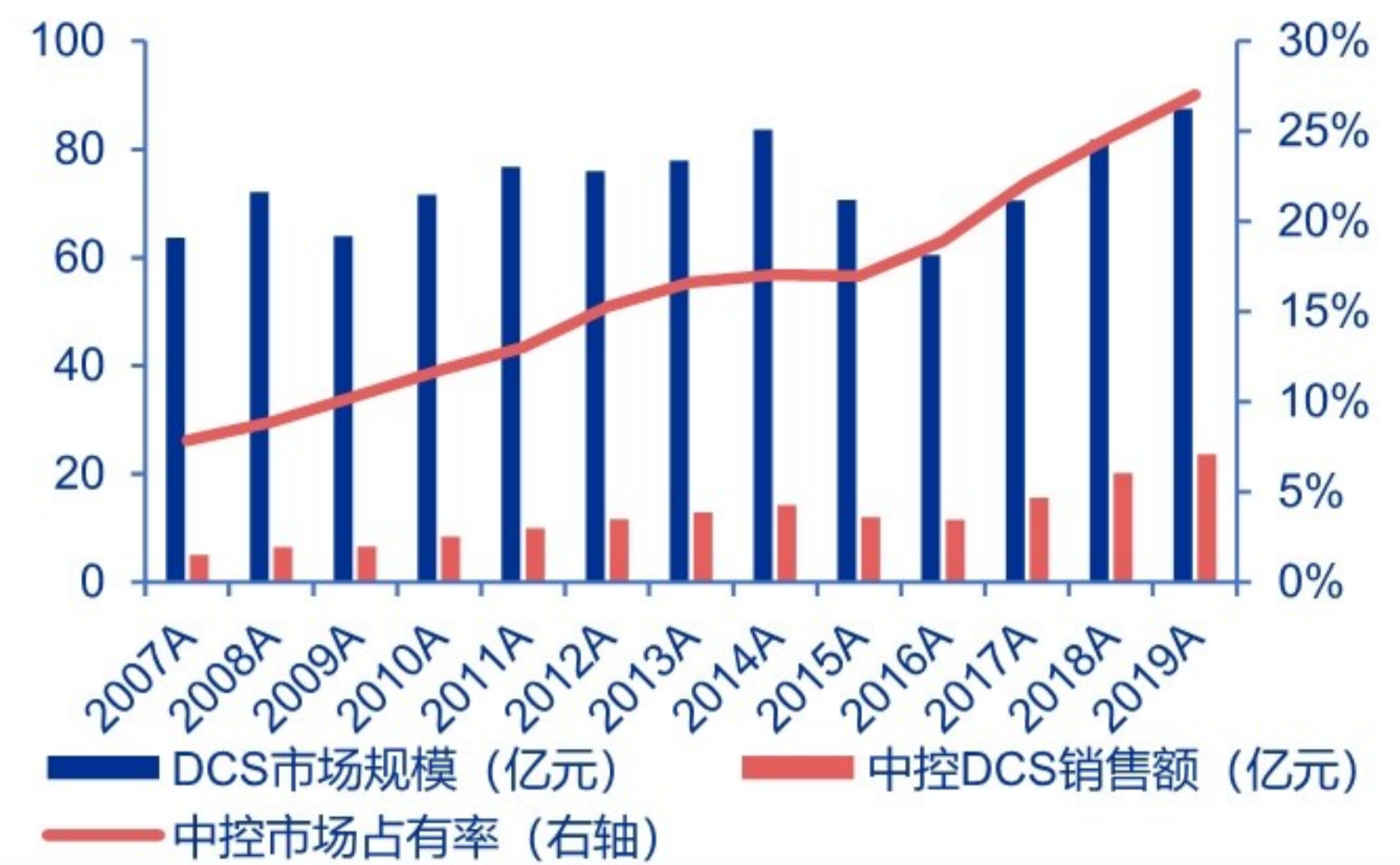
石化领域达到 34%，可靠性、稳定性、可用性等方面均已达到国际先进水平；核心工业软件产品先进过程控制软件（APC）国内市场占有率 27%，排名第一。

图 61：2019 年中控在 DCS 中市占率稳居第一



资料来源：睿工业、公司公告，申万宏源研究

图 62：控制系统国产化趋势明显，中控市占率提升



资料来源：睿工业、公司公告，申万宏源研究

拥有全球顶级客户站台，印证中控产品有效性和竞争力。(1) 沙特阿美：沙特阿美与中控在诸多领域开展合作，包括沙特阿美控股企业沙特国际海事工业 (IMI, International Maritime Industries) 数字化项目、阿美学院智能安全和现场监控方案项目，与沙特阿美在智能巡检机器人 Aramcobot 达成合作，斩获沙特阿美 Central Warehouse 的 AMR 智能机器人项目。**(2) 印尼国家石油公司：**中控技术 AI 时序大模型 TPT 等 AI 技术将在 PGN 天然气加工过程优化、天然气使用峰谷预测、新装置投资与运营、智能营销、预测性维护等覆盖企业运营全生命周期当中将带来显著应用价值。**(3) 万华化学：**中控技术与万华化学的合作始于 1998 年，2021 年双方正式签订“智能制造战略合作”协议，形成了坚固的伙伴关系，2023 年万华化学蓬莱基地率先使用中控 i-OMC。

5.5.3 历史业绩亮眼，国际化战略成效显著

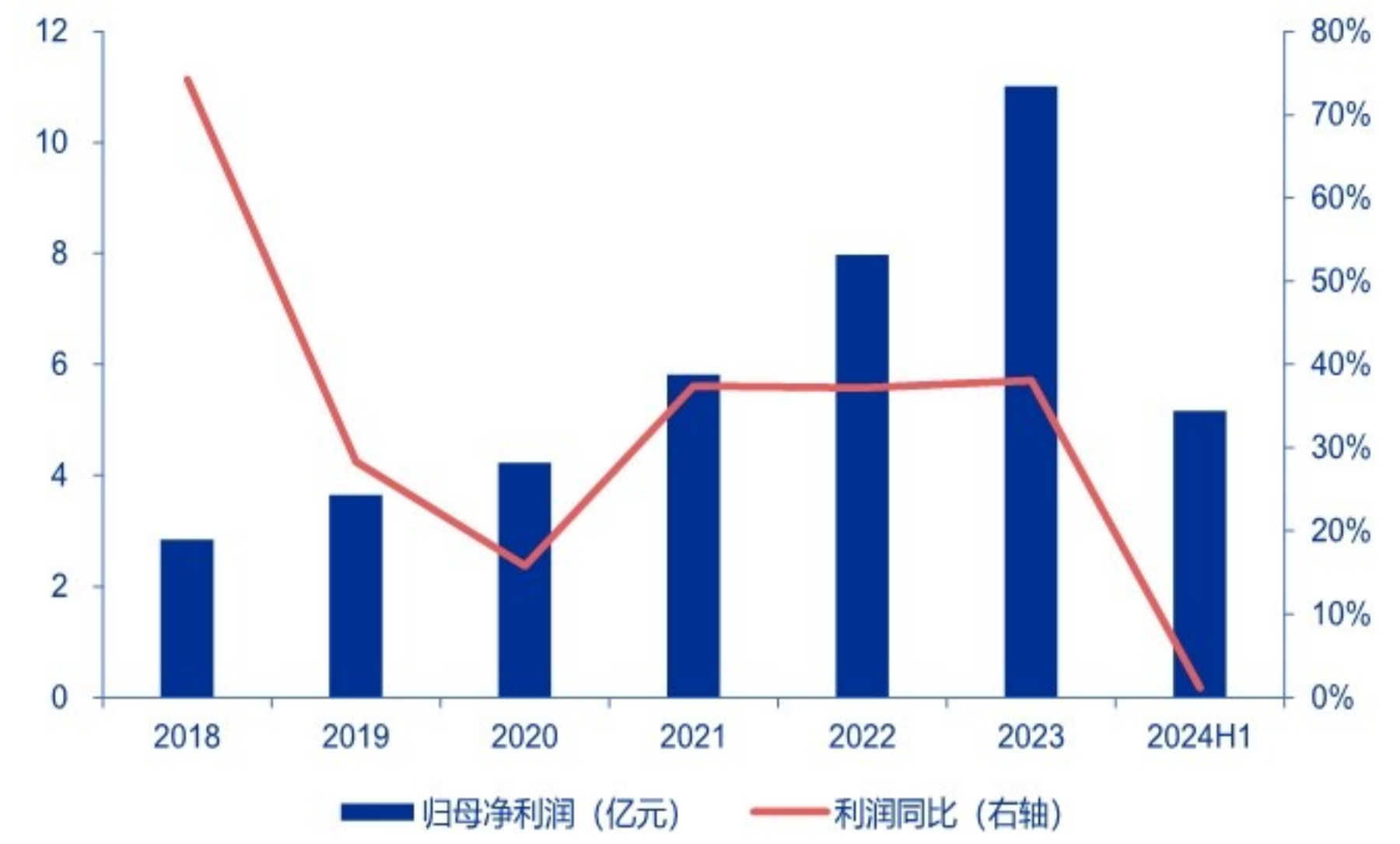
公司历史业绩优异，增长势头迅猛。2018-2023 年，公司营业收入从 21.3 亿增长到 86.2 亿，CAGR 为 32.2%；归母净利润从 2.8 亿增长至 11.0 亿，CAGR 为 31.1%，连续 5 年业绩维持高速增长。**2024 年上半年，剔除汇兑损益影响后，公司经营性利润大幅增长：**2024H1 公司实现收入 42.52 亿，同比增长 16.78%，归母净利润 5.17 亿，同比增长 1.16%，扣非后归母净利润 4.72 亿，同比增长 11.41%。2023 年上半年公司因发行 GDR 产生了 1.64 亿汇兑收益（扣除所得税），24 年上半年公司汇兑损失为 284.17 万（扣除所得税），剔除汇兑因素后上半年归母净利润 5.19 亿，同比增长 49.80%，剔除汇兑因素后扣非后归母净利润 4.75 亿，同比增长 82.76%。

图 63：中控技术 2018-2023 年营收高速增长

图 64：中控技术 2018-2023 年利润高速增长

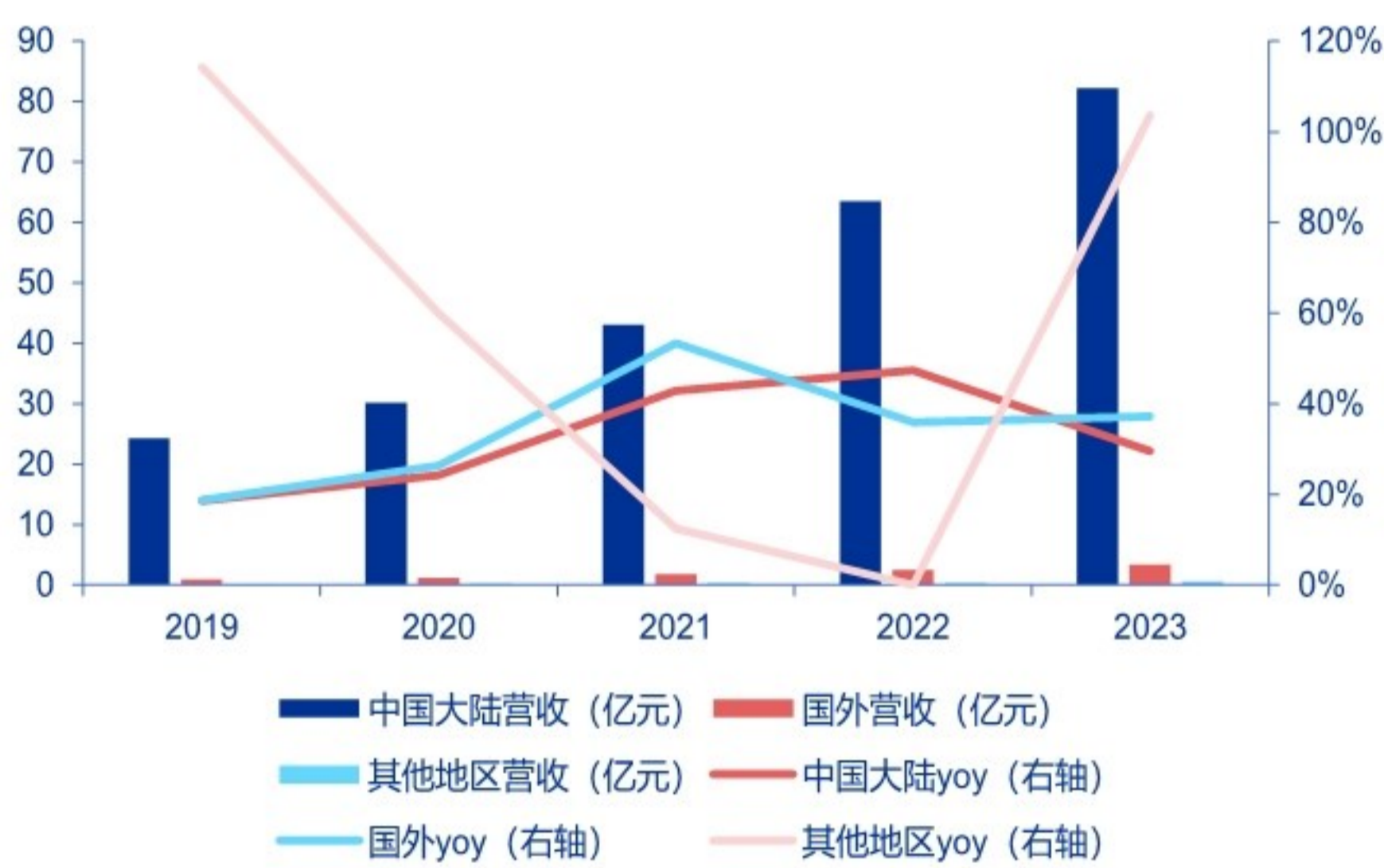


资料来源：Wind，申万宏源研究



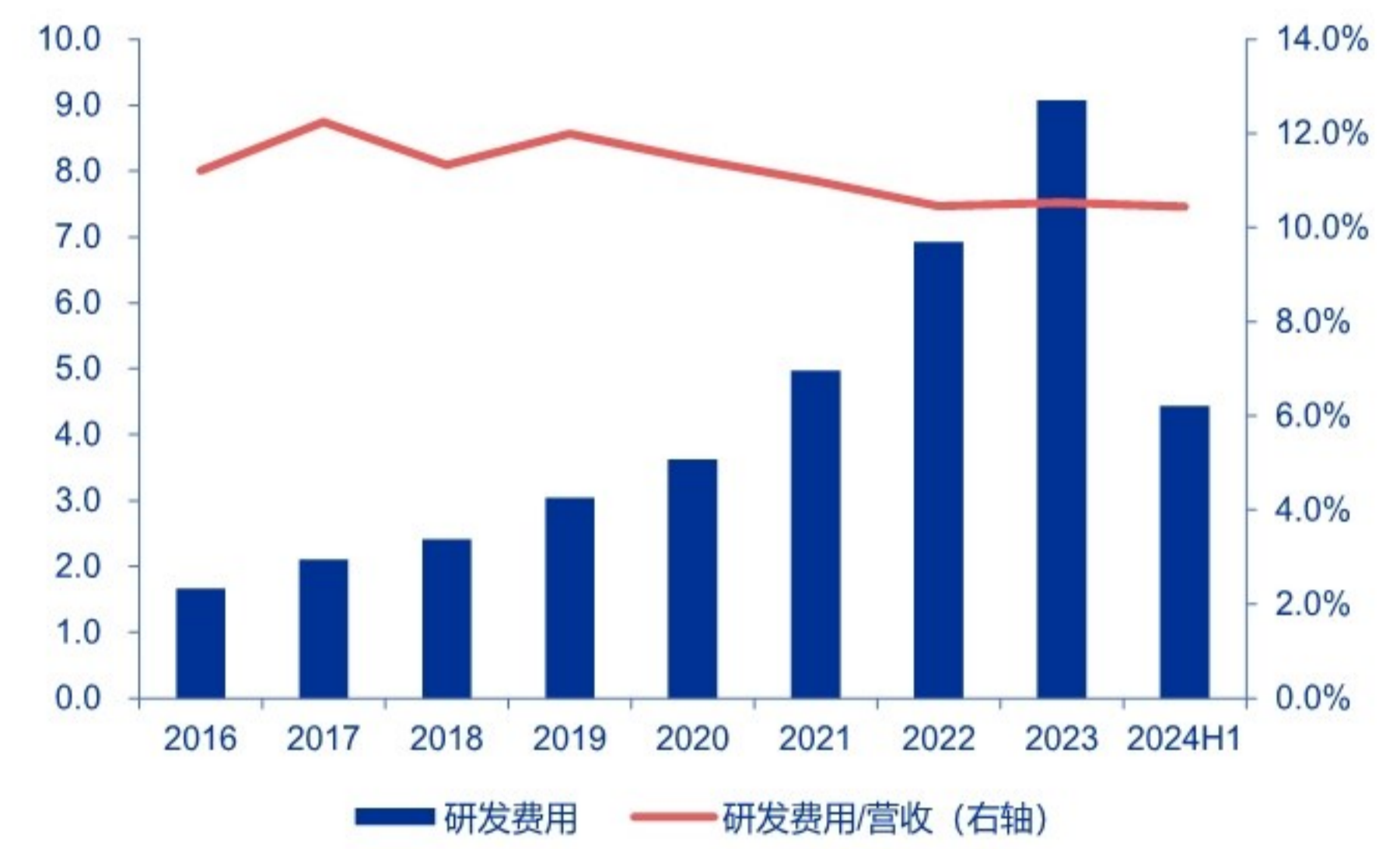
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 65: 中控技术海外业务不断突破



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 66: 中控技术研发投入稳步提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

国际化业务加速，海外市场获得持续突破。根据公司 2023 年年报，公司凭借先进数字化和智能化服务能力，海外市场和大客户得到持续性的突破：2023 年公司新签海外合同近 10 亿，海外业务翻倍增长；2024 年上半年海外业务收入 3.43 亿，同比增长 188.22%，新签合同 5 亿，同比增长 63.82%。公司海外团队近 300 人，在新加坡、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦等国家设立子公司 6 家，海外本地化运营能力大幅提升。

5.6 传音控股：新兴市场手机之王，远期成长空间广阔

5.6.1 非洲手机之王，构建消费 IoT 闭环

传音是非洲手机之王，2023 年全球智能机出货量排名第五。传音控股主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，创立了 TECNO、itel、Infinix 三大品牌手机，主要销售于非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场国家。

以手机为核心，构建“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态模式良性循环。公司基于在新兴市场积累的领先优势，积极实施多元化战略布局，

创立了数码配件品牌 Oramo，家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare 等。此外，公司自主研发的 HiOS、itelOS 和 XOS 等智能终端操作系统，在提升用户硬件体验的同时，为新兴市场消费者提供符合当地文化的移动互联网应用服务：如软件预装、分发推送、广告投放等，构建起商业模式的良性循环。

图 67：传音控股“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”消费生态



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

多款 App 月活超 1000 万。传音与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司，在音乐、游戏、短视频等应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品，多款 APP 月活超千万。此外，公司用 AI 赋能终端，率先接入 ChatGPT:2023 年 5 月传音 Infinix Note 30 可接入 OpenAI, 拥有可实现 ChatGPT 文字交互的 AI 助手。

5.6.2 在地化创新+定价，全球供应链+本地服务化，构筑品牌护城河

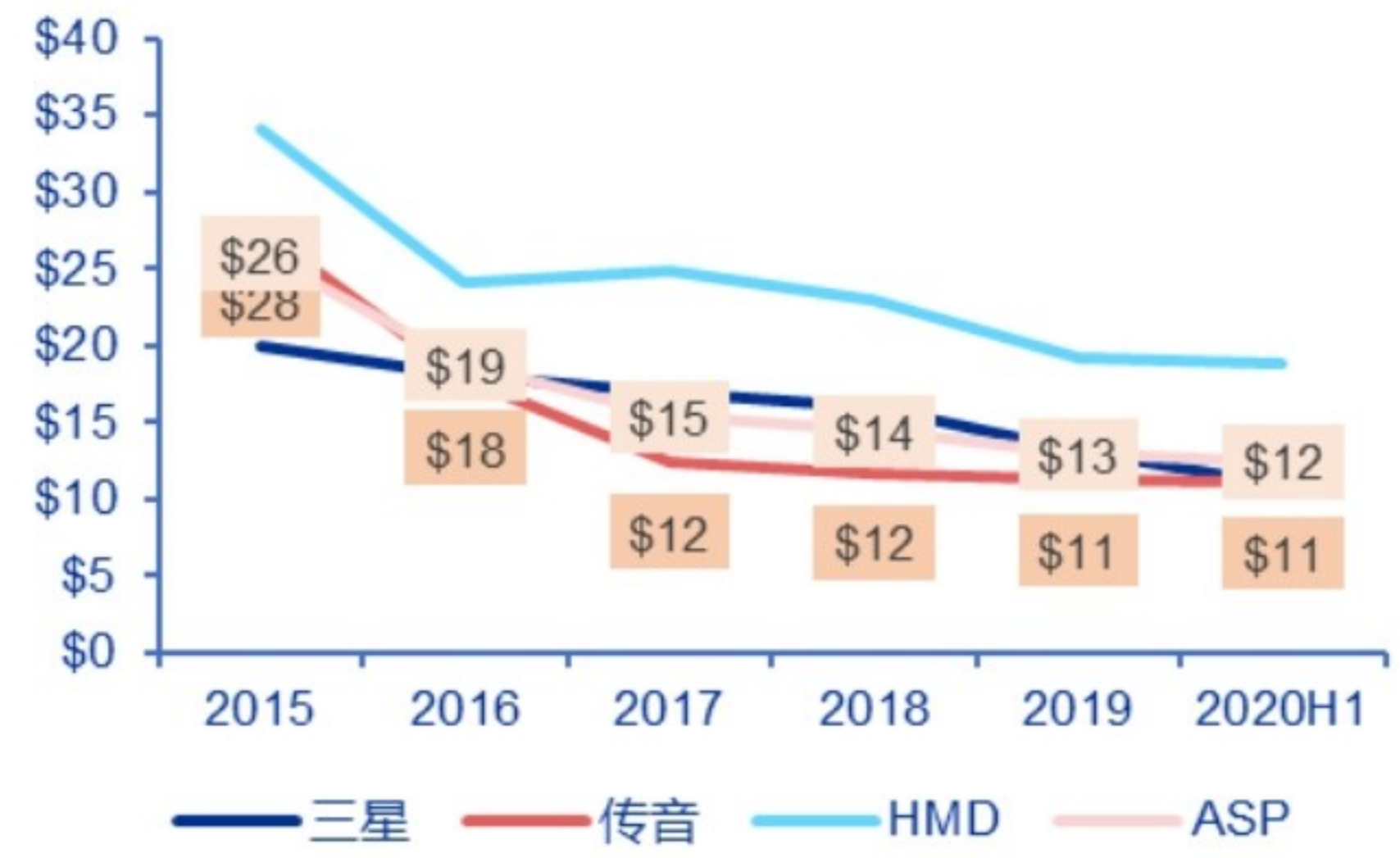
针对低消费力市场，传音智能机均价仅为三星的 1/3，功能机均价贴近市场均价。2019 年 1-6 月，传音智能机平均价格为 441.73 元，功能机平均价格为 62.38 元。在中东、非洲市场，2015-2020H1 传音手机智能机的 ASP 为 84-106 美元，仅为三星的 1/3，也显著低于 OPPO、VIVO、华为等竞争品牌定价；功能机 ASP 从 28 美元逐年降低至 11 美元，相比三星、HMD 的定价，更贴近行业平均价格。

图 68：中东及非洲地区智能机 ASP 对比（美元）

图 69：中东及非洲地区功能机 ASP 对比（美元）



资料来源：IDC，申万宏源研究

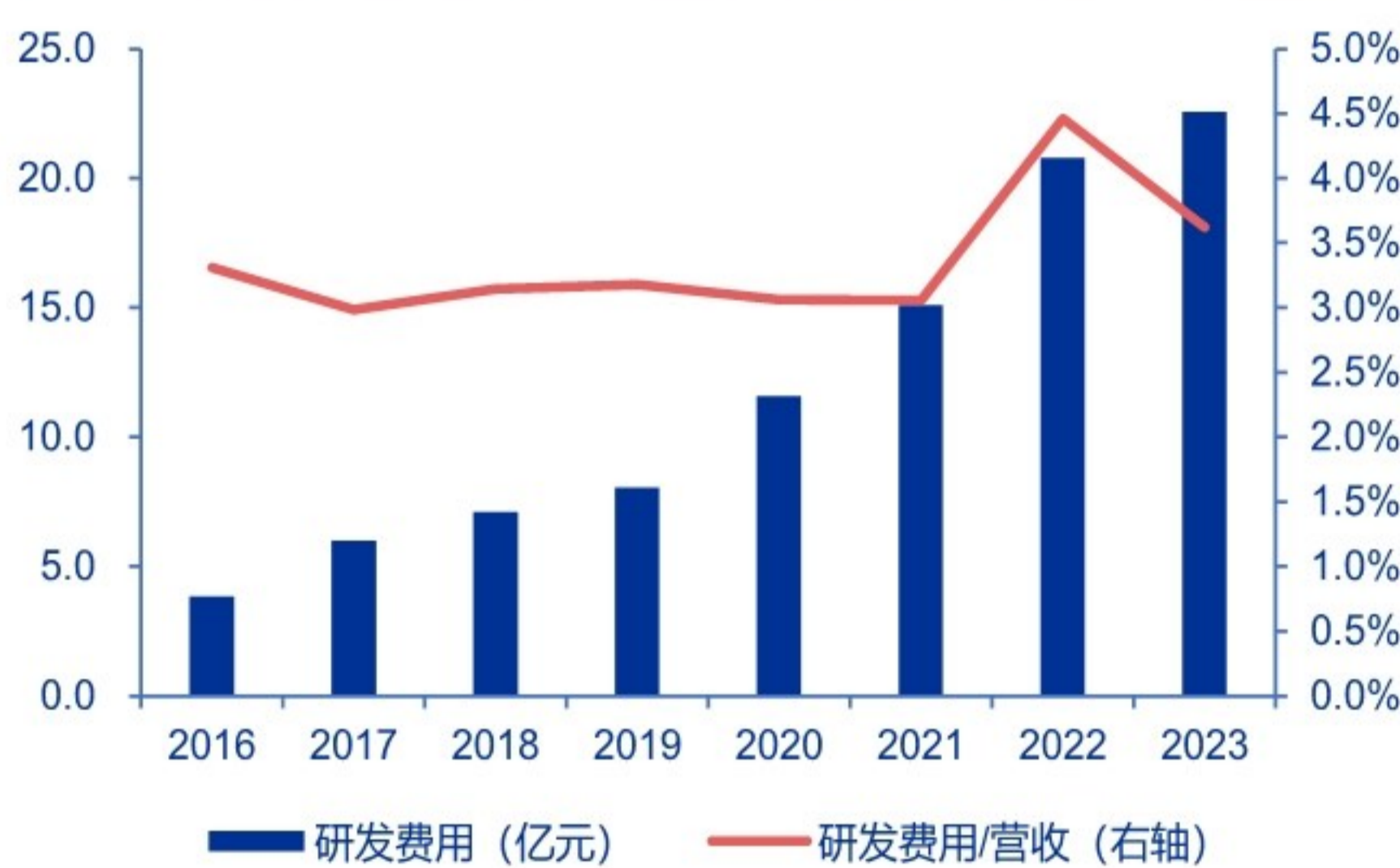


资料来源：IDC，申万宏源研究

持续推进技术创新，针对性研发解决本地用户痛点，构建差异化产品竞争力。

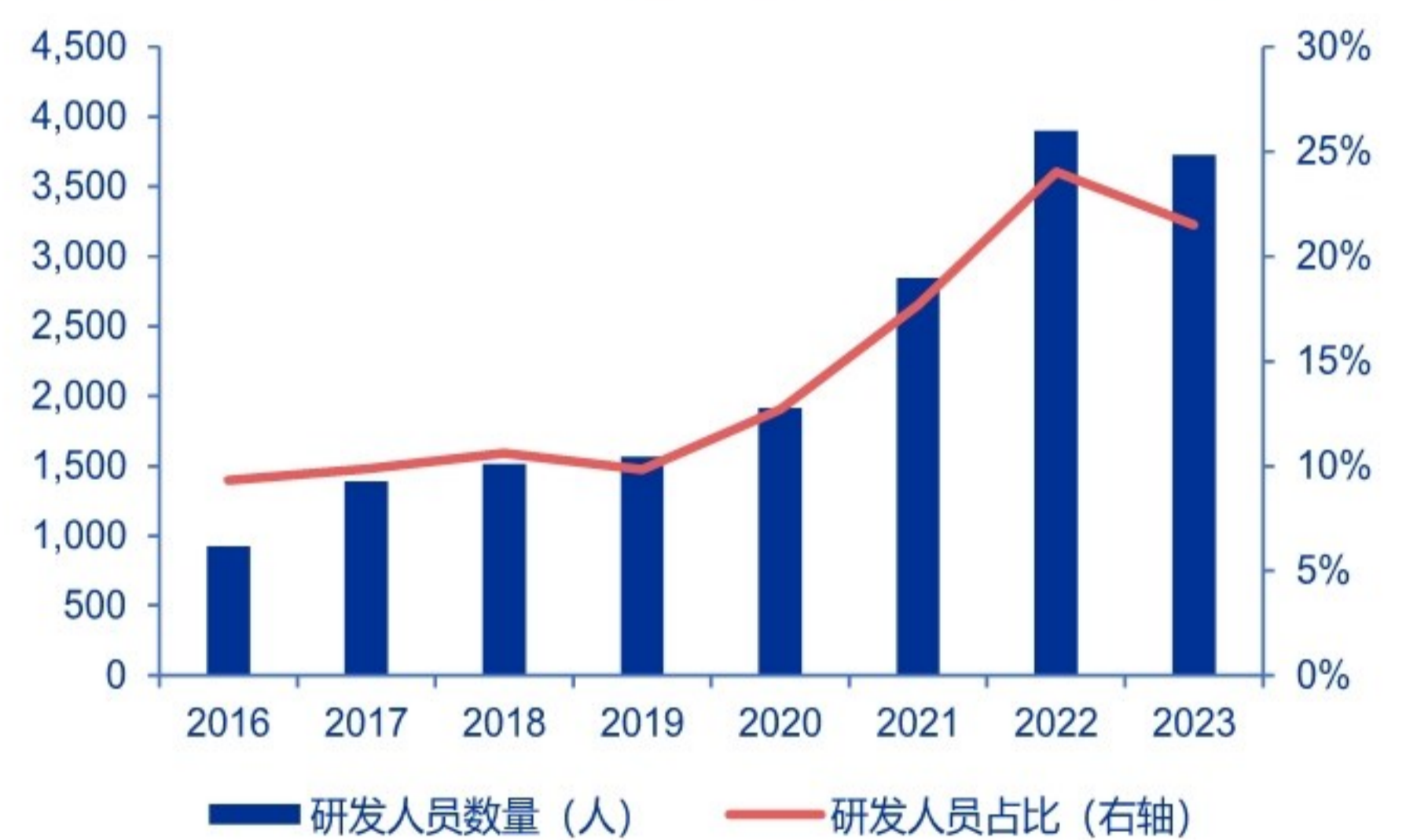
公司自成立以来，就致力于深耕新兴市场，并持续致力于进行目标市场本地化产品规划和技术研发创新，持续加大研发投入：2016-2023 年，传音研发投入比维持在 3% 以上。截止 2023 年底，公司研发人员 3725 人，占公司总人数比例超 20%。其技术主要体现在四大领域：『1』基于非洲等新兴市场本地化的深肤色拍照技术；『2』硬件新材料应用创新；『3』大数据用户行为分析；『4』OS 系统及移动互联产品服务。

图 70：传音控股研发投入比常年维持在 3% 以上



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 71：2023 年末传音控股研发人员占比已超 20%



资料来源：Wind，申万宏源研究

以中国成熟的供应链服务海外需求。传音手机供应链建立了全球据点，在中国香港、迪拜设有销售主体，在深圳、印度、埃塞俄比亚、孟加拉国设有工厂及销售主体。在迪拜、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等地区设有物流仓。传音目前拥有 6 个生产基地，国内产能占比逾 80%，在东南亚、非洲均有布局。公司手机整机一般经香港直接发货或在迪拜中转发货至客户。

经销及售后服务本地化。公司产品已进入全球 70 多个国家和地区，与各市场国家超过 2,000 家具有丰富销售经验的经销商客户建立了密切的合作关系，已形成覆盖非洲、南亚、东南亚、中东和南美等全球主要新兴市场的销售网络。传音的售后服务品牌 Carlcare 是非洲最大的电子类及家电类产品服务方案解决商，截止 2019 年已在全球建有超过 2,000 个服务网点 (含第三方合作网点)。Carlcare 切合

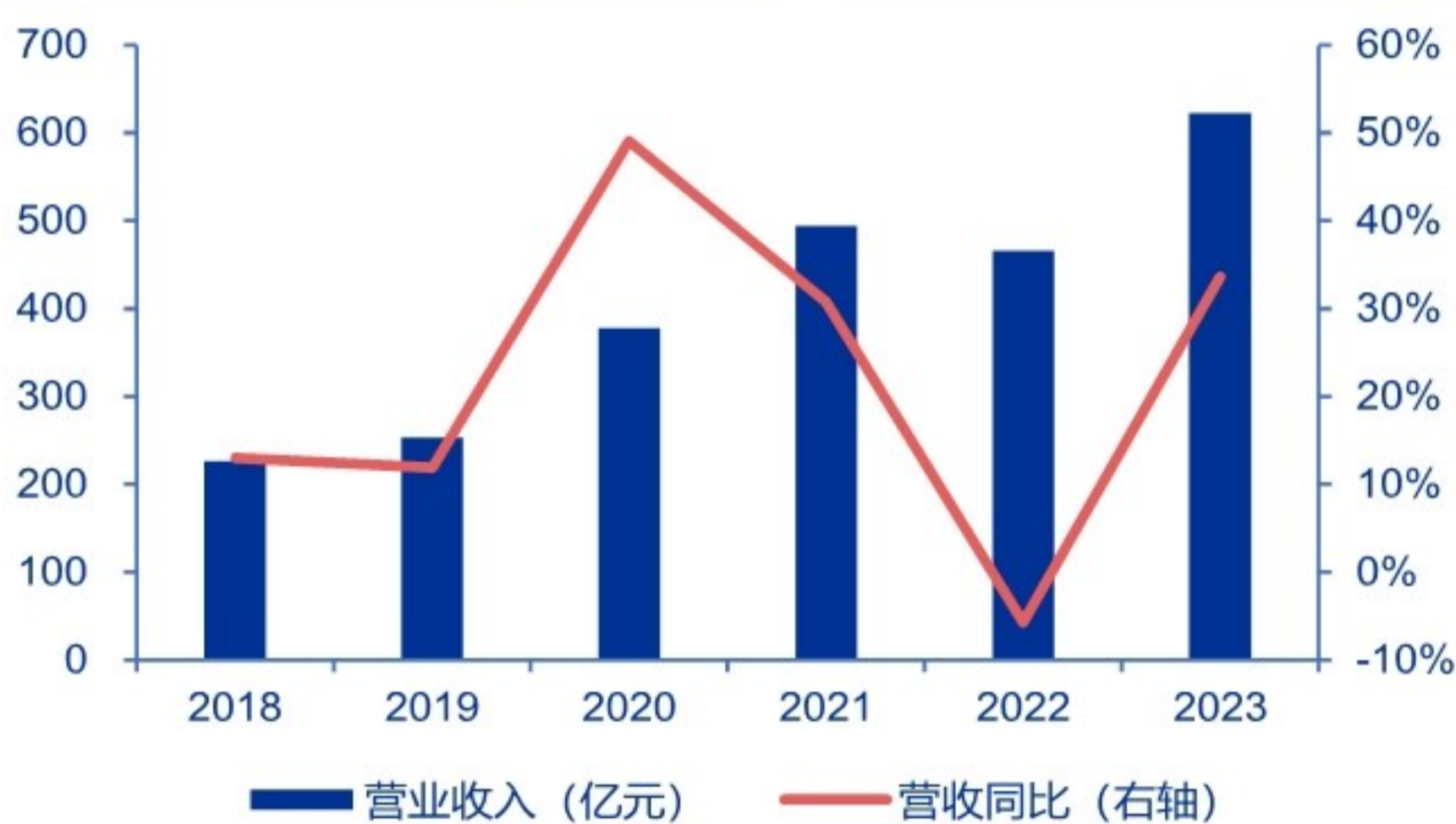
了新兴国家手机维修需求大的用户痛点，让传音在低消费力市场建立了高品质的品牌形象，同时增加了用户粘度。Carlcare 服务品类已覆盖自有品牌的手机产品和家用电器产品，并逐步向非自有品牌及其他品类拓展。

5.6.3 新兴市场需求向好，远期成长空间广阔

新兴市场人口基数大、增长率高，中产阶级崛起有望带动智能机换机潮。根据联合国经济和社会事务部发布的《世界人口展望 2022》，截止 2022 年，非洲人口已达 14.27 亿，约占世界总人口的 1/6，法国国家人口统计研究所预测，未来几十年，非洲将成为全球人口增长最快的地区。新兴市场蕴含大量劳动力优势和消费潜力。此外，根据德勤在《The Deloitte Consumer Review Africa : A 21st century view》预测：**从 2013-2030 年，非洲的中产阶级数量将从 3.75 亿增加至 5 亿，年轻的中产阶级愿意为品质商品支付更高价格。**

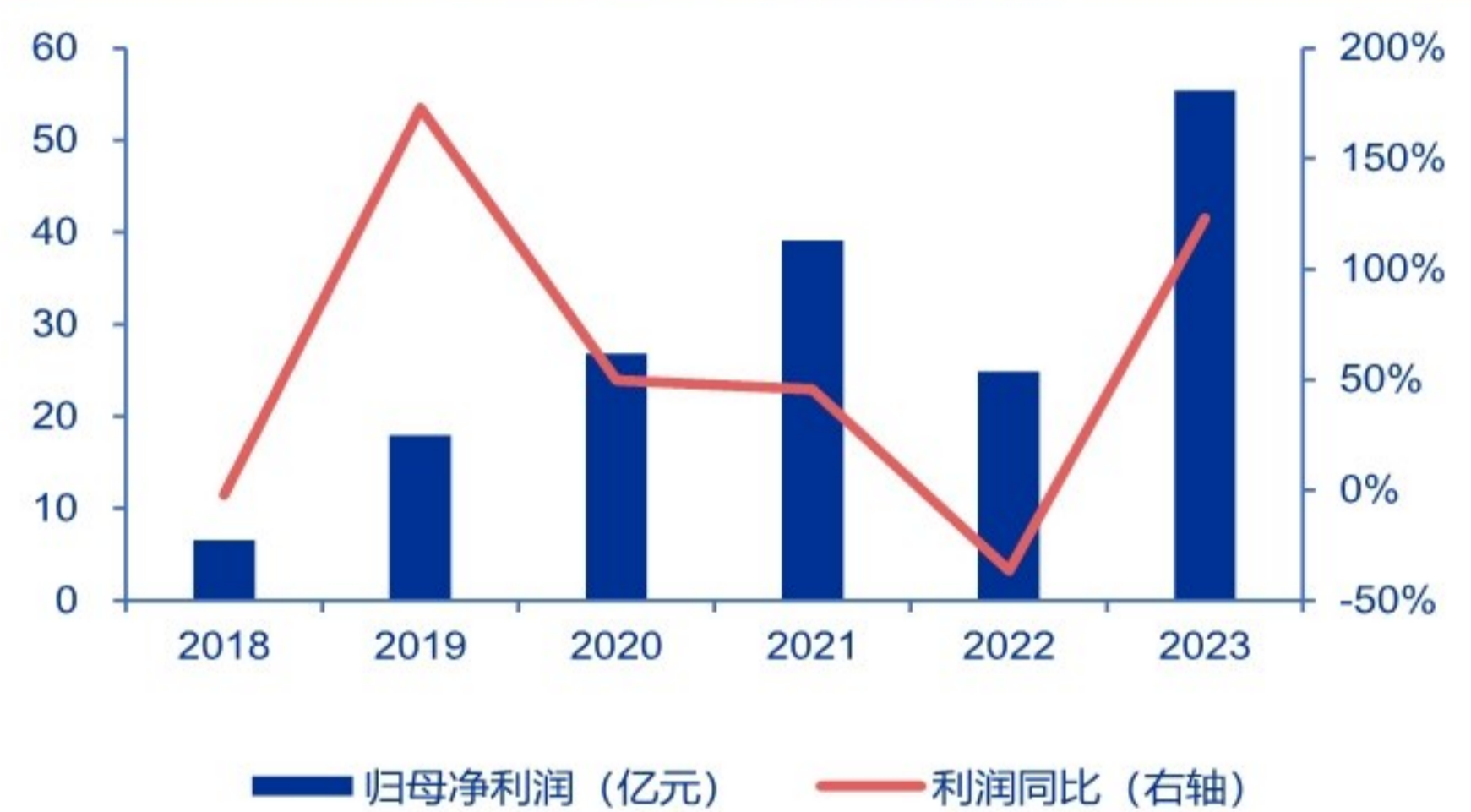
需求压制因素解除，公司重回高增长。2022 年，美联储激进加息叠加粮价上涨，多重因素叠加压制新兴市场需求。**2023 年，传音智能机出货量高增 30.8%，全球智能机出货量市场排名第 5 名：全年营业收入 622.9 亿元，同比 33.7%；归母净利润 55.4 亿元，同比 122.9%。**据 IDC，2023 年全球智能机出货量同比-3.2%，降至 11.7 亿部；传音控股智能机出货量 9490 万只，同比+30.8%，市场份额 8.1%——仅次于苹果、三星、小米、OPPO。

图 72：2023 年公司营收重回高增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 73：2023 年公司归母净利润翻倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

5.7 凯赛生物：合成生物制造代表，招商局助力应用落地

5.7.1 公司简介：全球领先的规模化生物制造企业

公司是利用生物制造规模化生产新型材料的全球领先企业。上海凯赛生物技术股份有限公司是一家以合成生物学等学科为基础，利用生物制造技术，从事新型生物基材料的研发、生产及销售的高新技术企业。公司目前业务主要聚焦聚酰胺产业

链，产品包括 DC12（月桂二酸）、DC13（巴西酸）等生物法长链二元酸系列产品、生物基戊二胺，以及系列生物基聚酰胺等，被广泛应用于纺织、医药、香料、汽车、电子电器、日用消费品等多个领域。尤其生物法长链二元酸系列产品在全球市场处于主导地位，于 2018 年和 2021 年被工信部评为制造业单项冠军。

全球生物法长链二元酸领军企业，癸二酸项目投产带来业绩增量。 公司是国内生物制造领域的开拓者，2003 年实现了生物法长链二元酸的产业化，并逐步完成对化学法同类产品的市场替代。目前，公司能够生产从十碳到十八碳的各种产品，下游客户覆盖杜邦、艾曼斯、诺和诺德、赢创等全球著名化工、医药企业，同时公司通过协助国内客户进行应用领域的拓展研究，成功培育出国内市场。2022 年 9 月，公司 4 万吨癸二酸生产线调试完成，试车产品获得国内客户认可并形成销售，带来业绩增量。

表 10：公司主要产品介绍

产品名称	概念	意义	用途
生物法长链二元酸系列产品	通常是指碳链上含有十个及以上碳原子的脂肪族二元羧酸，重要精细化工中间体	传统上主要通过化学法生产，公司采用生物法，具有产品种类更丰富、成本更低及更环保等优势	主要用于高性能长链聚酰胺、香料、热熔胶、润滑油、耐寒增塑剂、粉末涂料
生物基戊二胺	赖氨酸在脱羧酶的作用下发生脱羧反应产生的化合物，可作为聚酰胺及其他化工生产过程中的原材料	国内聚酰胺行业（特别是聚酰胺 66）长期受到欧美企业对原材料供应的限制，公司实现该产品规模化生产，有望打破进口垄断	可作为聚酰胺 56、聚酰胺 5X 及其他化工生产合成过程的原料，目前阶段以内部使用为主，作为公司生物基聚酰胺生产单体；部分提供给下游客户进行应用开发
生物基聚酰胺	聚酰胺可由二元酸和二元胺缩聚得到，也可由内酰胺开环聚合制得。最初用作制造纤维的原料，后来由于具有强韧、耐磨、自润滑、使用温度范围宽等优点，也成为目前工业中应用广泛的一种工程塑料	公司用生物基戊二胺和各种二元酸聚合，开发生物基聚酰胺系列产品	以聚酰胺 56 为代表的生物基聚酰胺系列产品经国内外用户试用和认可，预计可广泛应用于纺织、工程材料等领域

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

切入戊二胺-聚酰胺产业链，打造生物基聚酰胺生产平台，成长空间显著。 2021 年上半年末，随着乌苏基地 5 万吨戊二胺和 10 万吨生物基聚酰胺生产线如期投产，公司成为全球首家实现生物基戊二胺大规模产业化生产的企业，同时也标志公司商业化生物基产品已经覆盖聚酰胺全产业链。同时太原基地 50 万吨戊二胺和 90 万吨聚酰胺项目推进顺利。公司基于奇数碳戊二胺的 PA5X 产品在性能上与传统的 PA66 相当，且在吸湿、染色等方面有着突出优势，并且可以通过改变二元酸的链长对性能进行柔性调节，全方位满足下游需求。PA66 关键原材料己二腈国产化进程仍需时间，公司生物基聚酰胺有望改变国内聚酰胺市场格局，未来成长空间显著。

四大技术齐头并进，凸显产品核心优势。公司是行业内具有代表性的利用生物制造方法规模化生产新型材料的高新技术企业，同时也是一家专注生物制造理论技术及产业化方法的研发型企业：**完整布局了基因工程（菌种开发）—生物工程（发酵工艺）—生物化工（分离纯化）—生物高分子材料聚合与改性（聚合工艺及下游应用开发）的全产业链**，拥有从产品创意设想到产业化实践的完整经验，技术在全球范围内处于领先地位。公司对四大核心技术不断深入研发，持续提升产品竞争力，在降低产品成本的同时，产品质量、性能亦不断提升。

实际控制人刘修才博士深耕行业多年，拥有专业学术背景。公司实际控制人为刘修才家庭（CIB），刘修才先生具有生物化学背景，曾任美国山度士（Sandoz）药物研究所资深研究员、博士后导师；北大四通生物医药有限公司首席执行官兼任北京大学博士后导师，从事抗肝硬化药物、抗败血症药物和抗癌药物的机理研究。2011年，刘修才博士被国外知名杂志列入“世界上100名对生物能源最有影响的人物”。

5.7.2 生物合成顺应时代发展趋势，产业进入爆发期

合成生物学是能够引起人类生活以及全球经济发生革命性进展的颠覆性科技，顺应时代“绿色、低碳、可持续”的发展要求。简单而言，生物制造就是通过改造后的生物体作为高效细胞微工厂，进行定向化、高效化、大规模化物质加工与转化。作为革命性的技术，生物制造兼具成本以及环保多重优势，符合全球绿色、低碳、可持续的发展要求，是破解化石原料瓶颈、变革传统制造工艺的重要方向。根据第三方检测结果，相较于传统化学法生产 PA6 和 PA66，公司每单位重量的生物基 PA56 全球变暖潜力较 PA6 减少 55.8%，较 PA66 减少 49.6%。OECD 预测，到 2030 年将有 35% 的化学品和其它工业产品来自生物制造，且将有 25% 有机化学品和 20% 的化石燃料由生物基化产品取代。生物制造“来势汹汹”，未来前景无限。

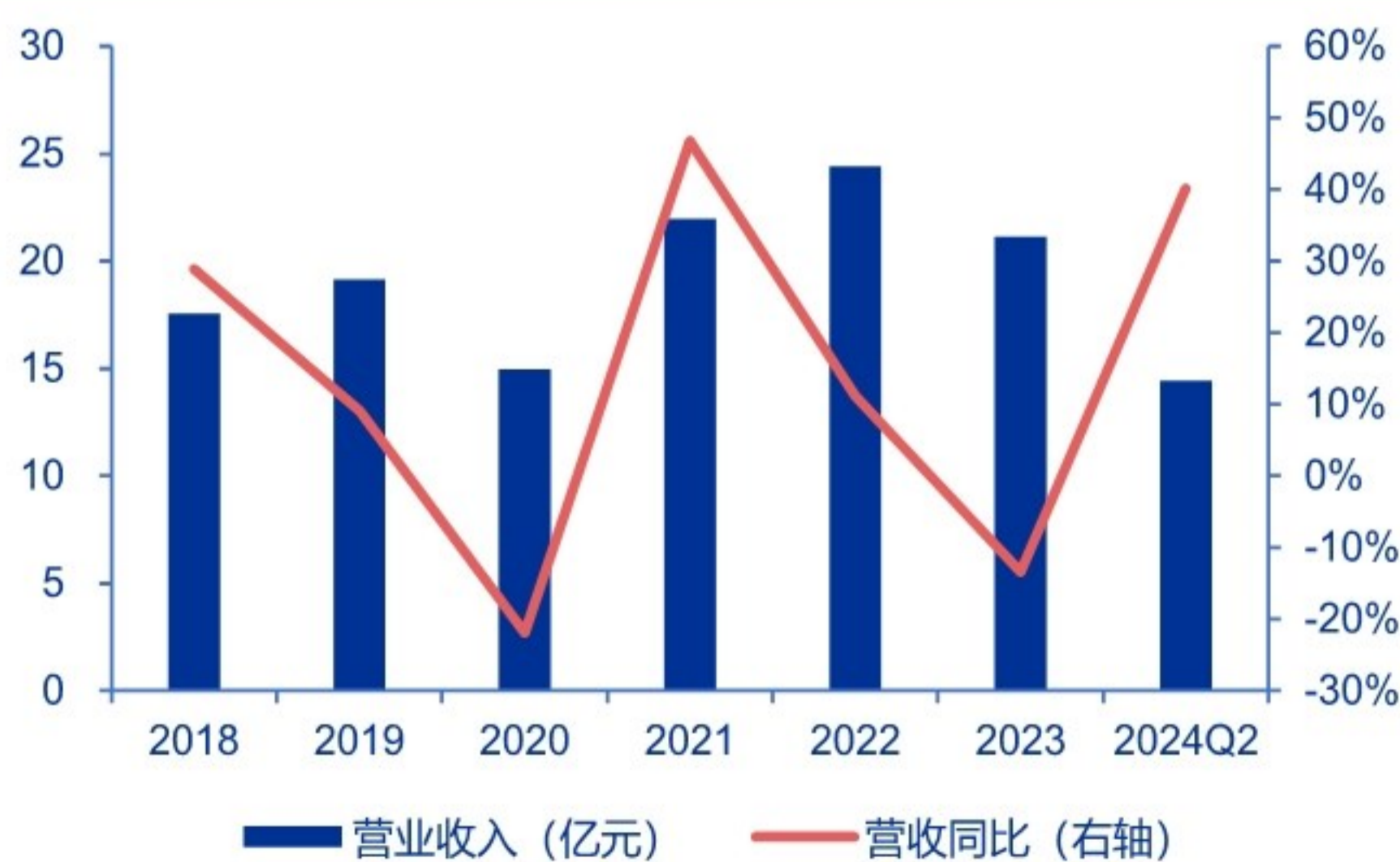
国内外政策推动生物制造产业发展。近年来，欧美等发达经济体纷纷聚焦生物制造产业，美国国家研究理事会于 2015 年发布《生物学工业化路线图：加速化学品的先进制造》，提出了未来“生物合成与生物工程的化学品制造达到化学合成与化学工程生产的水平”的发展愿景。欧盟在 2019 年制定《面向生物经济的欧洲化学工业路线图》，提出在 2030 年将生物基产品或可再生原料替代份额增加到 25% 的目标。日本经济省 2021 年发布的《生物技术驱动的第五次工业革命报告》，将智能细胞和生物制品列为生物经济领域优先发展方向。2022 年 5 月 10 日，中国国家发展改革委印发了《“十四五”生物经济规划》，明确将生物制造作为生物经济战略性新兴产业发展方向，提出“依托生物制造技术，实现化工原料和过程的生物技术替代，发展高性能生物环保材料和生物制剂，推动化工、医药、材料、轻工等重要工业产品制造与生物技术深度融合，向绿色低碳、无毒低毒、可持续发展模式转型”。

5.7.3 下游需求回暖，产能释放+战略合作驱动增长

长链二元酸下游需求回暖，癸二酸替代快速推进，公司生物法二元酸业务持续改善。2024 年以来，公司二元酸系列下游需求持续回暖，公司紧抓市场机遇，加大产品销售力度，同时全力拓展新产品癸二酸市场，提升客户份额，产品正逐步复制公司月桂二酸对化学法的替代过程，长链二元酸业务的快速恢复带动业绩同环比均实现较大幅度提升。**根据公司中报数据披露：**报告期内，公司长链二元酸系列（含癸二酸）实现营收 13.14 亿元（YoY+40%），毛利率 39.32%；生物基聚酰胺系列实现营收 0.79 亿元（YoY+13%），毛利率-18.76%。分地区看：境内实现收入 9.60 亿（YoY+43%），毛利率 25.50%；境外实现收入 4.81 亿（YoY+35%），毛利率 42.36%。**境内收入的快速增长主要源于生物法癸二酸的快速替代上量，而境外收入的显著恢复来自其他二元酸产品需求的拉动。**此外，公司正在推动以脂肪酸替代烷烃为原料的生物基长链二元酸的产业化落地。

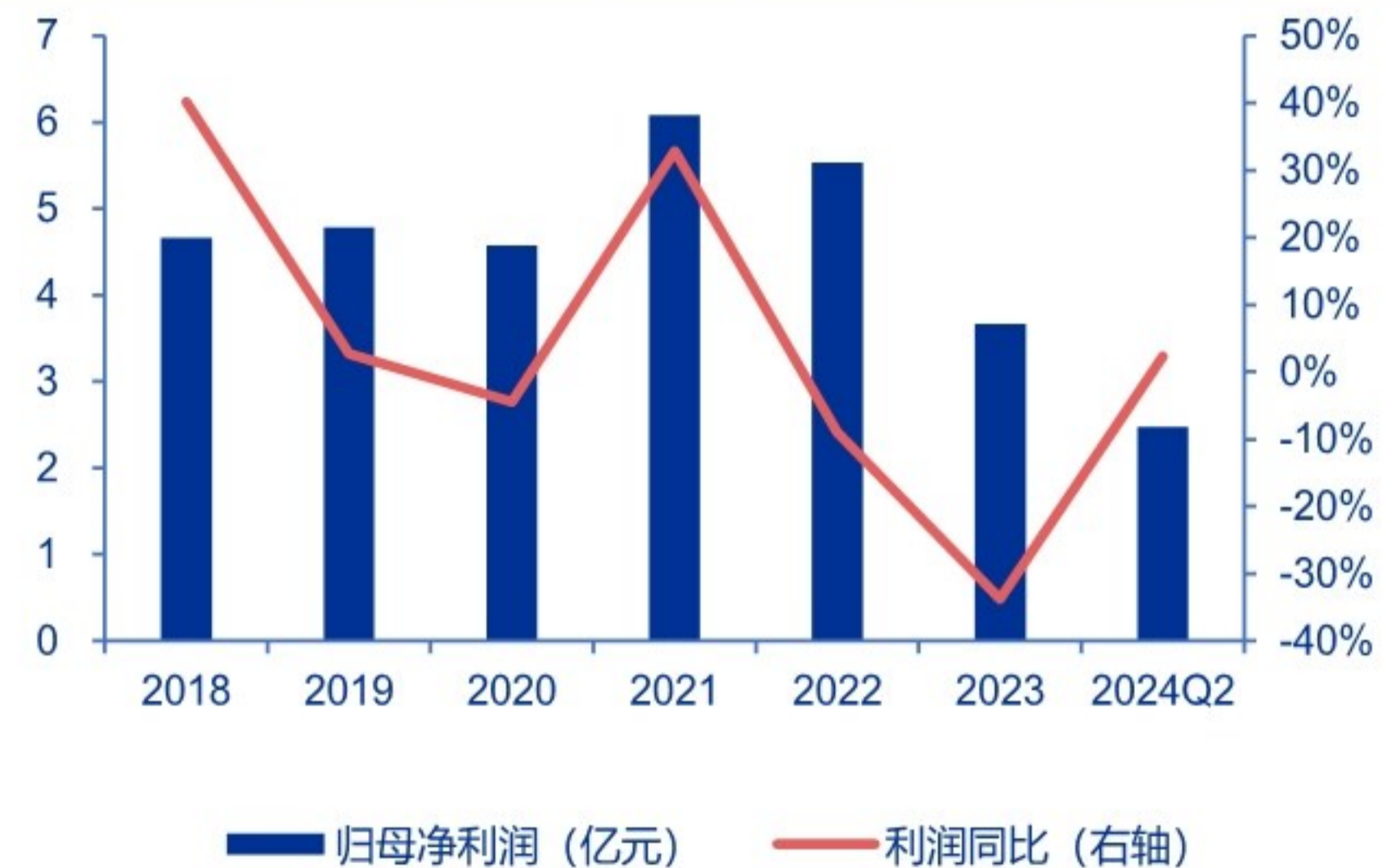
携手产业链客户共筑生物基材料产业生态圈，不断战略布局赋能业务长期发展。2023 年公司公告拟定增募集不超过 66 亿元并引入招商局集团作为间接股东并与其达成合作协议：共同开拓生物基聚酰胺复合材料产品在新能源装备、现代物流、绿色建筑等行业的应用落地。**同时公司联合招商局集团与各地合作方洽谈的复材落地方案也进入了实质推动阶段。**2024 年 5 月，公司与合肥市政府、招商局创科集团三方签订战略合作，旨在打造合成生物材料产业集群。在新产品方面，公司已经完成秸秆制乳酸万吨级规模工艺验证，生物基哌啶完成中试并着手进行万吨级产业化，同时多肽的生物发酵等方面亦有布局规划，为后续持续成长奠定深厚基础。此外，公司持续完善战略布局，于 2023 年 1 月战略入股 AI 蛋白质设计平台公司分子之心，于 2024 年 1 月与具有丰富仿真模拟专业知识和经验的 3P.COM 公司签署合资协议，前瞻性的补齐强化业务相关能力版图。

图 74：凯赛生物 24H1 营收同比重回正增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 75：凯赛生物 24H1 归母净利润重回正增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

5.8 萤石网络：云平台+智能家居构筑核心优势

5.8.1 公司简介：“智能家居+云平台”双轮驱动，以视觉技术为核心能力

公司是领先的智能家居服务商及物联网云平台提供商。面向智能家居场景下的消费者用户，提供以视觉交互为主的智能生活解决方案；面向行业客户，提供用于管理物联网设备的开放式云平台服务。发展历程上：2013年，“萤石”智能生活品牌正式发布、推出萤石物联云平台；2014年至2015年，发布“萤石云视频”等应用终端，推出云存储作为增值业务开始运营，并发布萤石开放平台和萤石物联云平台海外版本；2017年，智能入户产品系列日趋完善；2018年，拓展智能控制、智能服务机器人产品体系；2020年，正式发布IoT开放平台，开放三方设备接入能力；2021年，智能服务机器人产品线全面铺开。

以视觉技术为特色，以云平台为基础。公司将视觉技术作为产品的核心特色，打造智能家居产品的差异化优势。针对消费者用户，公司以视觉交互形式的智能家居产品为基础，通过多元化的增值服务和开放式AI算法切实赋能用户的智慧生活；针对行业客户，公司聚焦于自身擅长的视觉技术，依托萤石物联云平台，通过开放平台帮助客户推进智能化转型，或协助客户开发面向复杂场景的解决方案。

图 76：以萤石物联云平台为基础，公司整体业务架构图

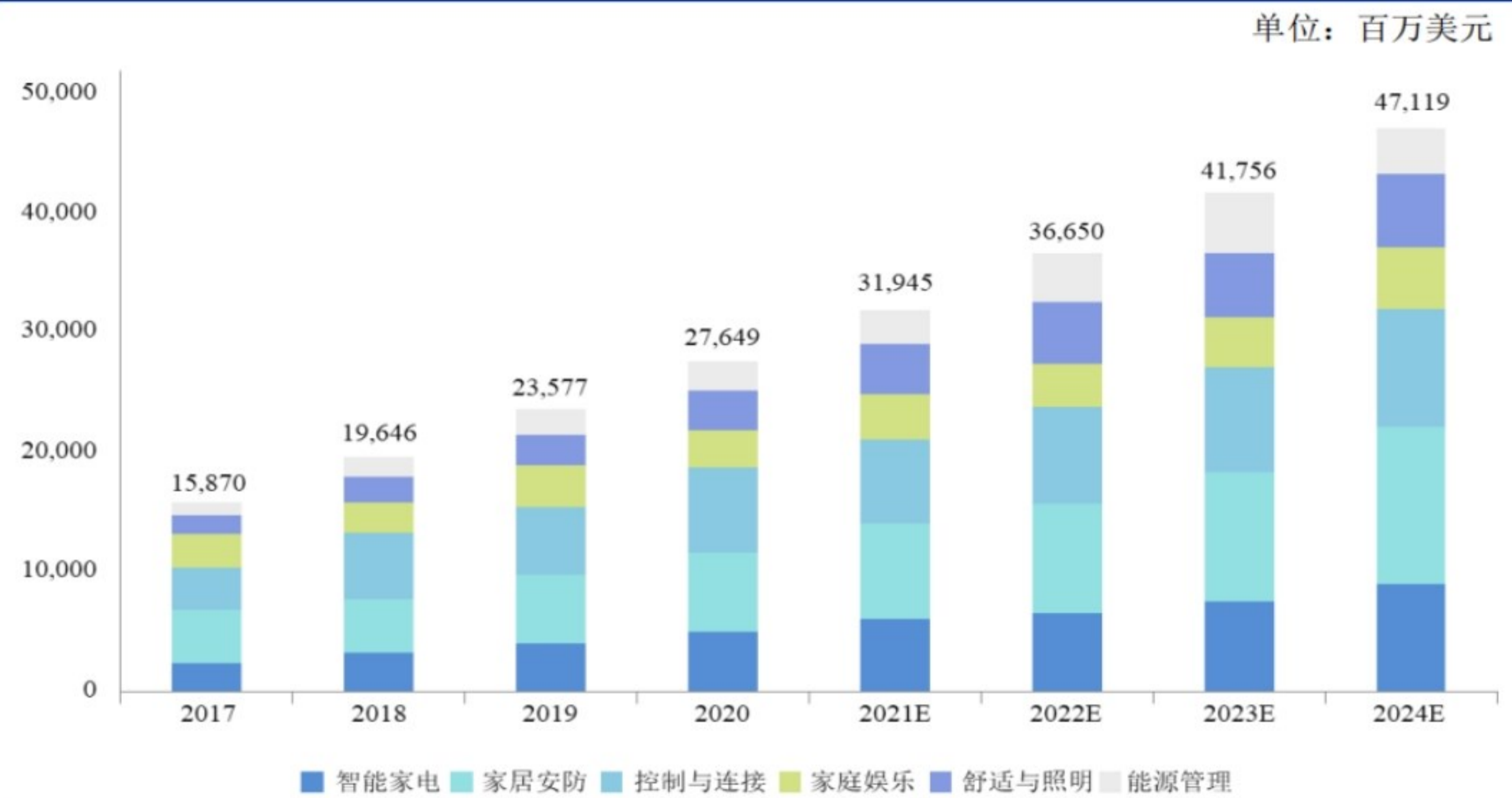


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5.8.2 智能家居领域：打造“4+N”产品体系，布局全屋智能

智能家居是全球范围的高成长赛道。根据 Statista，2020 年全球智能家居市场规模达到 276 亿美元，未来几年有望延续 15% 左右 CAGR，到 2024 年将达到 471 亿美元。在各类智能家居设备中，家居安防、控制与连接、智能家电等是占据较高市场份额的品类。

图 77：全球智能家居市场规模



资料来源：Statista，招股说明书，申万宏源研究

公司打造了“4+N”的智能家居产品体系。其中“4”代表智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人四大类智能家居核心产品，对于打造智能家居生态起到基石作用。“N”代表 IoT 开放生态业务，一方面，通过向合作伙伴输出可集成至智能硬件中的 Wi-Fi 模组、蓝牙模组、视频模组等，将他们的设备接入萤石物联云平台，完善智能家居生态体系；另一方面，通过合作开发的模式，打造了智能新风、智能净水、智能宠物喂食器等多元化智能家居产品。

公司主要智能家居产品市占率在业内排名靠前。根据艾瑞移动大数据平台，在智能家居品类的应用程序中，公司的“萤石云视频”应用拥有行业内前两位的月度活跃用户数量；根据艾瑞咨询，2021 年公司智能家居摄像机占全球市场份额约 18%，处于市场前列；公司的智能猫眼已连续多年在双 11、618 等购物节的天猫平台门镜/猫眼类目品牌排行中位列第一，智能门锁在 2021 年 618 购物节天猫平台电子门锁类目品牌排行升至前三位。

对标竞争对手，公司家用智能视觉产品丰富度占优、定位偏高端。在定价方面，公司 300 元以上的 SKU 占比远高于竞品。从主要技术指标看，公司在视频图像处理、音频处理、云台技术、智能化程度等方面对比同行业公司优势较为明显，主力产品采取了高端定价的策略，主推品质产品，旨在提升产品的客单价。

智能硬件第二/三成长曲线正在加速起量。根据公司半年报，24H1 智能入户/智能服务机器人业务收入分别同比增长 69%/273%，收入占比分别提升至 12.8%/2.1%。当前智能门锁正在快速渗透至千家万户，公司凭借技术和渠道优势扩大市场份额，顺利培育第二成长曲线。智能服务机器人作为公司的孵化业务，打开长期增长前景，除家用扫地机器人外，公司持续推出商用扫地机器人、AI 代理家庭助理机器人等新品，并在上半年实现了小规模上市的突破，我们认为公司有很大可能在具身智能方向培育出第三成长曲线。

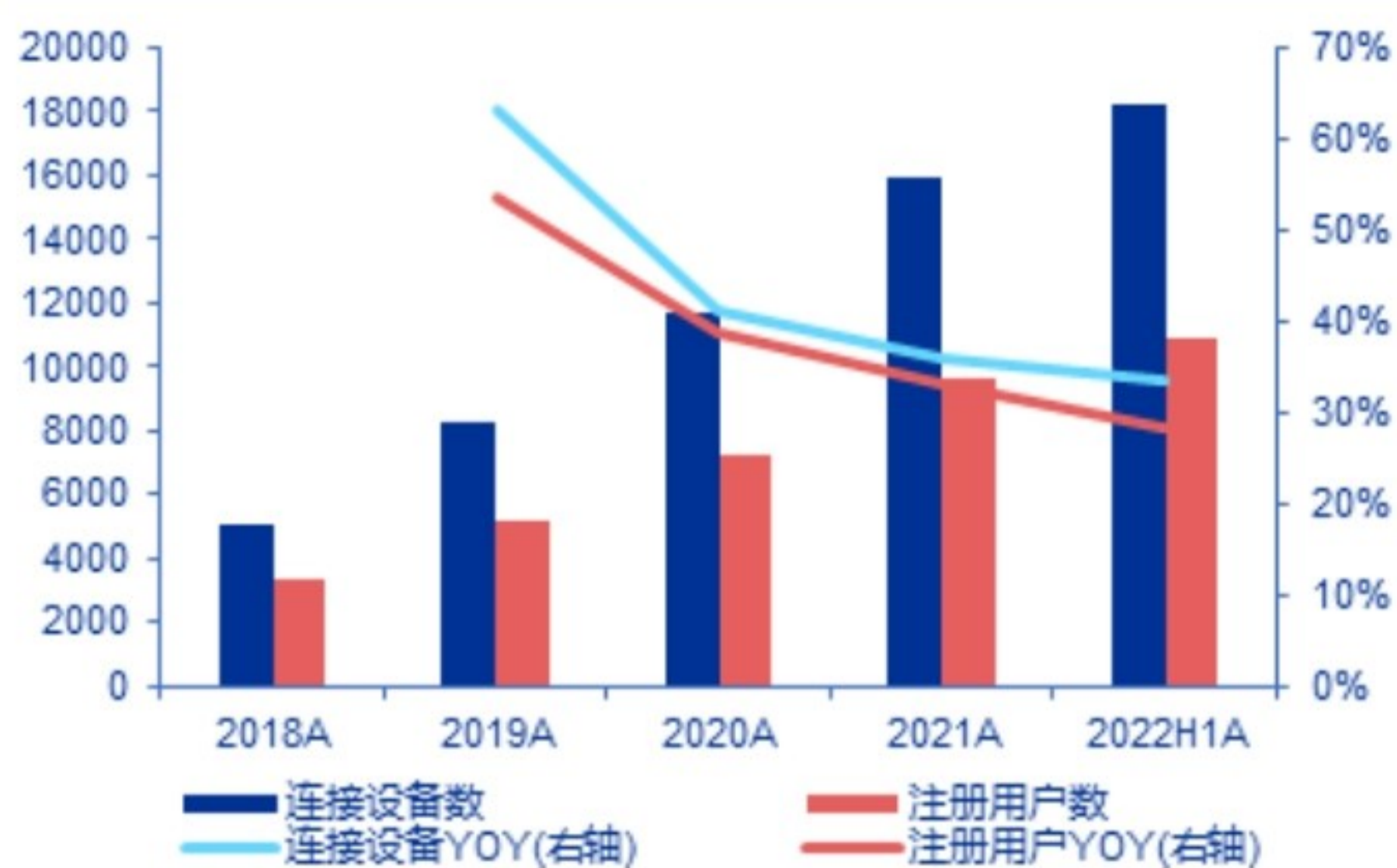
5.8.3 物联云平台：以视觉为特色，多元化服务能力

物联云平台市场规模快速增长，视觉相关应用占据核心位置。生活领域的物联网云平台普遍部署在公有云之上，主要应用于智能家居、智慧社区、智慧楼宇等细分市场行业。随着设备连接量增长、数据资源沉淀、分析能力提升、场景应用丰富且深入，物联网云平台的市場潜力将持续释放。物联网云平台承载了产业链中重要的价值增量。

公司以云平台为基石，构筑商业模式的正循环。为了满足行业客户的智能化转型需求，公司打造了 IoT 开放平台，加大了对外开放力度，吸引了第三方 IoT 设备接入到云平台，实现与其他智能家居品牌的互联互通，协助行业客户的行业产品实现网络化、数字化、智能化转型；同时打造了软件开放平台，使得行业客户可以利用该开放平台的 API、SDK 及 SaaS 组件等技术工具，开发复杂场景下的 SaaS 应用。公司还以 SaaS 组件为基础，打造了低代码服务建设平台 SaaS 助推器。此外，公司还打造了算法开放平台，为行业客户提供了多元开放的算法训练和应用服务。公司通过“优质产品销售导流——流量累计用户基数——增值服务带来稳定收益”形成了丰富的商业模式，构成了正反馈循环。

萤石物联云平台设备接入数和用户数国内领先。截至 2022 年 6 月末，萤石物联云平台共接入各类物联网设备超过 1.82 亿台，国内设备接入数达到 1.34 亿台，国内视频类设备接入数上亿台，占国内同类物联网云平台比例约 9%，视频类设备接入数占国内同类物联网云平台比例超过 30%。萤石物联云平台用户数量突破 1 亿名。2018-2021 年萤石物联云平台设备接入数 CAGR 为 46%，注册用户数 CAGR 为 42%。

图 78：萤石网络物联云平台连接设备数和注册用户数（单位：万）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 79：萤石网络物联云平台月活数和付费率（单位：万）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

提供丰富的云增值服务，付费率有较大提升空间。截至 22H1，萤石物联云平台月活跃用户近 4000 万名，“萤石云视频”应用中的平均月付费用户数量超过 170 万名，付费率约为 4.3%。公司现阶段主要提供云存储、电话提醒、语音助手、画

面异常巡检、秘钥托管服务、智能识别、哭声检测、老人看护、时光相册、视频分享等适用于家居或类家居场景的增值服务。随着公司增值服务功能的不断丰富，以及全屋智能产品体系的完善，付费率有较大的提升空间。

“云+AI”生态进化，多模态大模型加持。24H1 公司云平台业务收入同比增长 30%，占比达到 19.3%，萤石云的高增韧性再度获得证明。公司自主研发了面向垂直物联场景的具身智能大模型——“蓝海大模型”，实现边缘计算和云计算协同。在 AI 大模型加持下，智能算法加快商业化部署，且近期发布的新品视频通话摄像机、家庭助理机器人等对端云协同的需求高，预计对 C 端云付费率带来拉动。

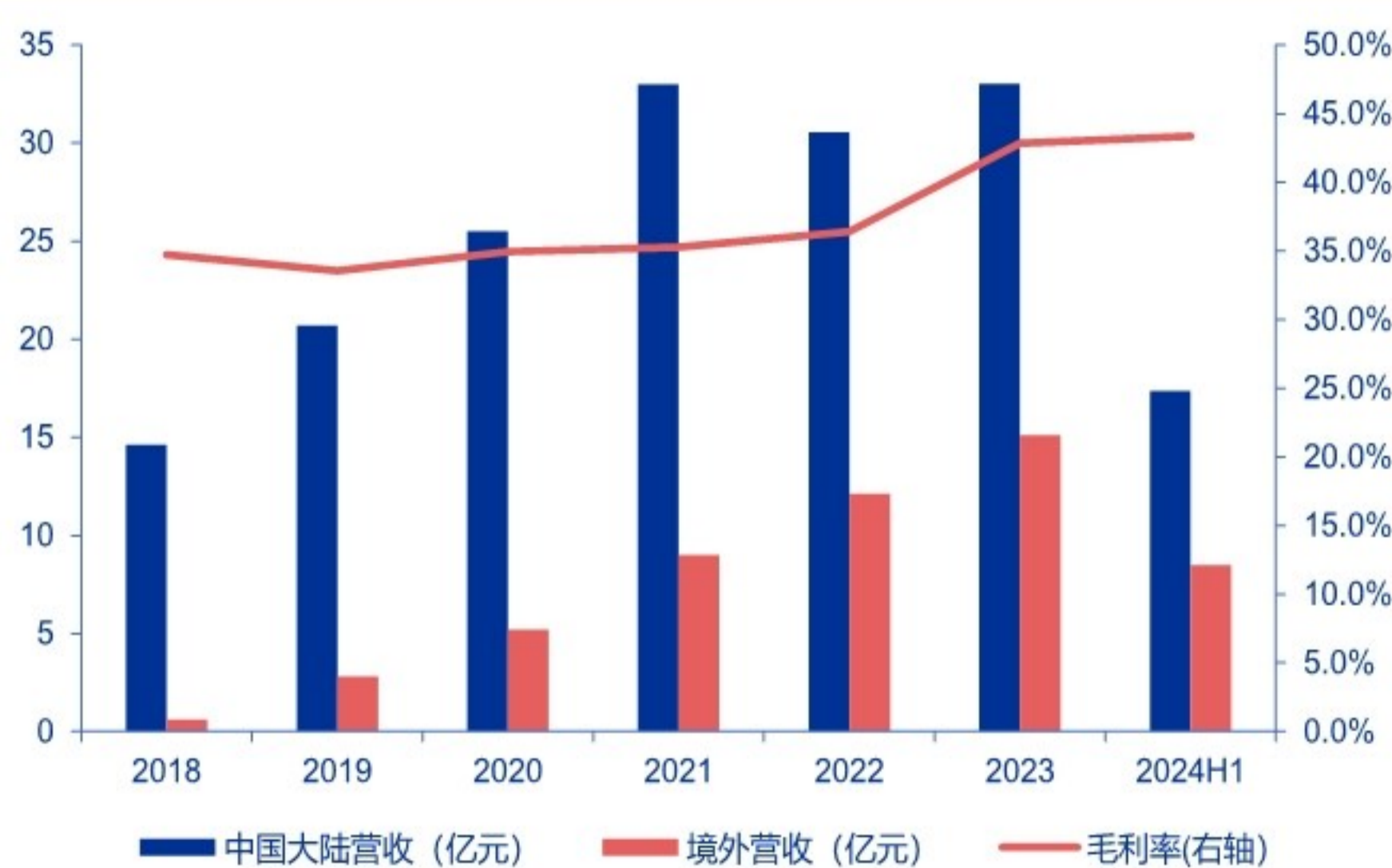
5.8.4 多元化渠道体系，积极开拓全球市场

公司持续开拓海外新区域和新客户，推进多渠道覆盖。经销商模式为公司智能家居产品销售的主要模式，收入占比超过 60%。公司通过线上线下组合的打法，充分渗透下沉市场。此外，公司直接销售的专业客户占比提升明显，主要包括电信运营商、系统集成商、家居工程商等。公司同时持续加强国际市场开拓，重点发展东南亚、欧洲等市场。2023 年境外营收已达到 15.12 亿元，同比+24.8%，营收占比为 31.25%，同比+3.1pct。

海外市场对于云业务接受度和付费意愿更高，带动整体毛利率提升。随着渠道客户的不断拓展，云业务的良好推广带动盈利能力向上，2023 年物联网云平台业务毛利率为 76.09%，同比+3.66pct；带动公司整体毛利率提升。

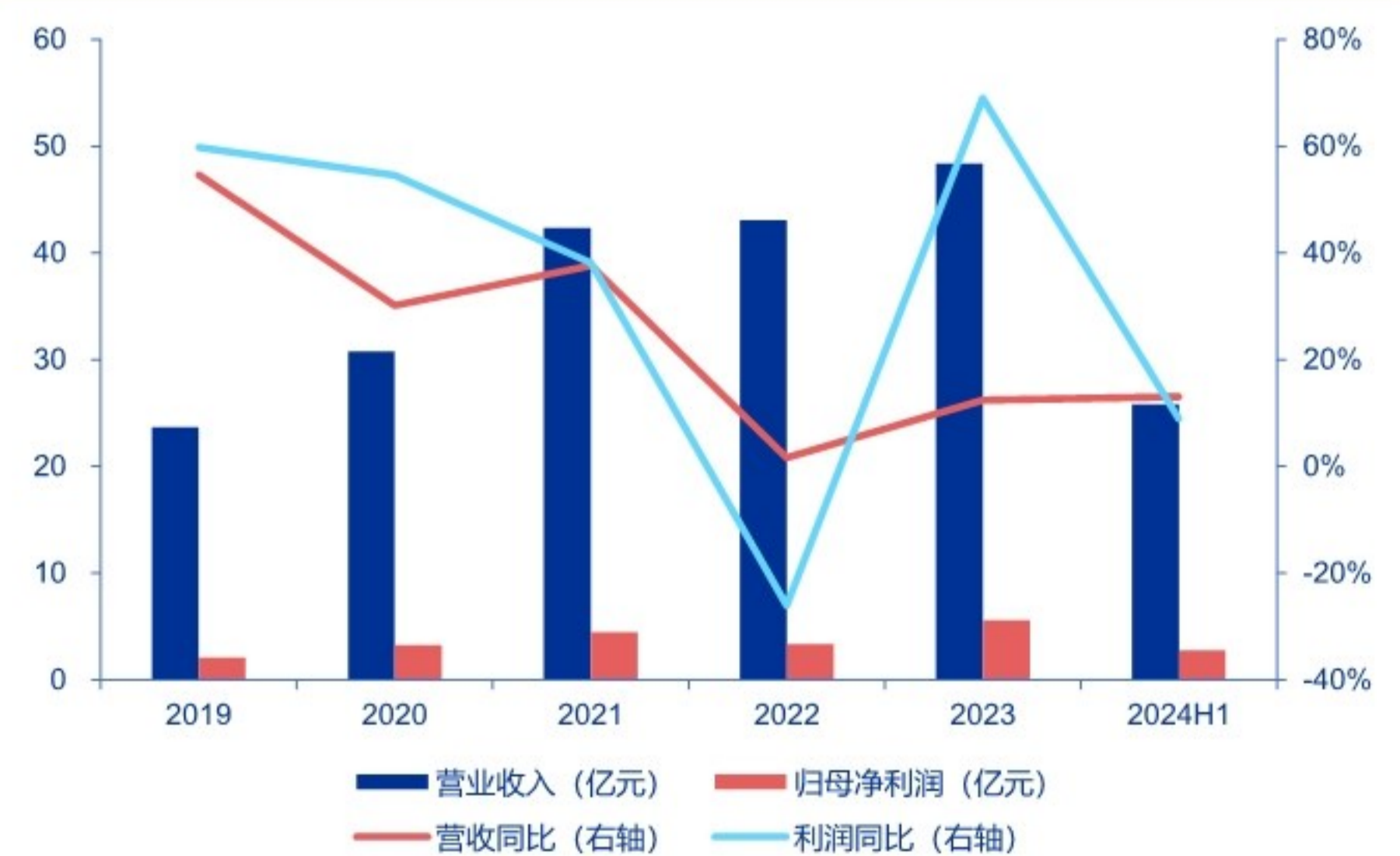
海外市场和线上渠道持续发力。24H1 公司海外收入同比增 30%，占比达到 32.9%，公司在海外有侧重的发展线下连锁 KA 渠道，拓展经销商、街边店、电工五金等分销渠道，并在部分国家积极发展数字营销和电商业务。

图 80：境外营收高增提升毛利率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 81：公司 2023 年业绩实现高增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

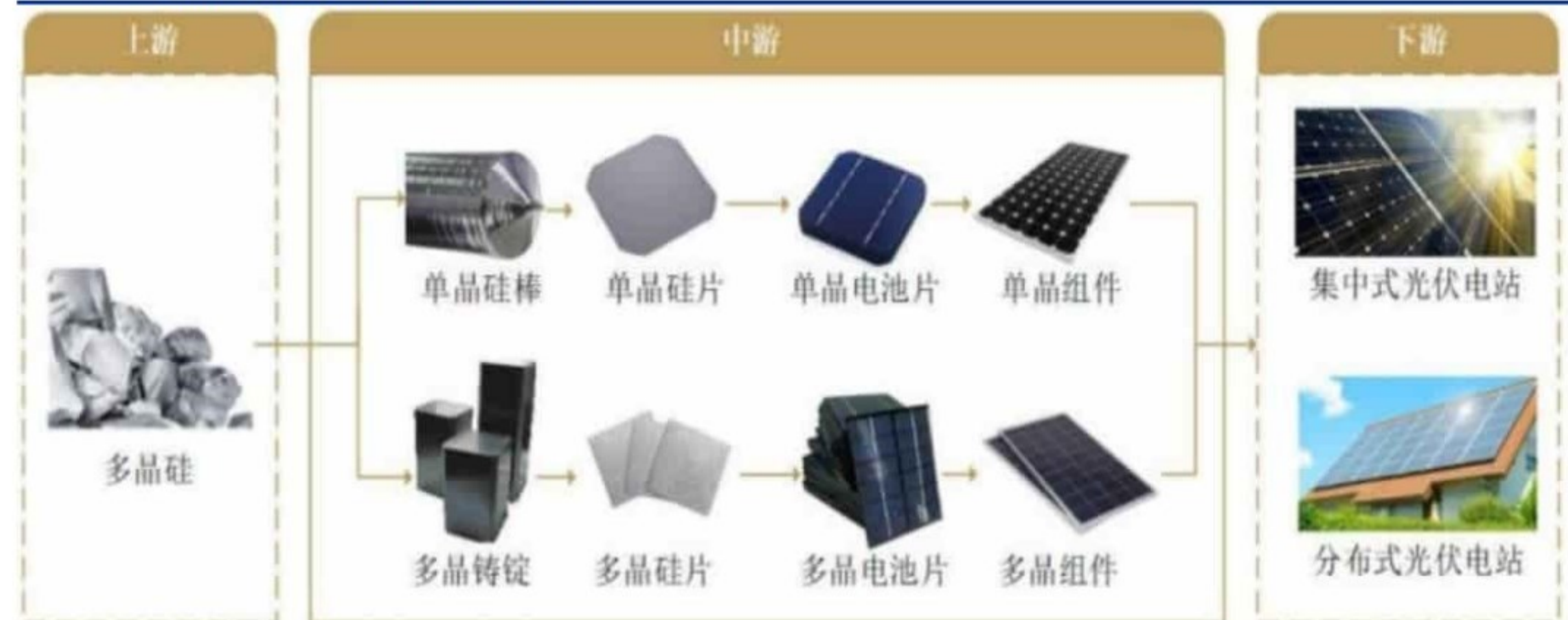
5.9 晶科能源：TOPCon 技术引领者，行业低谷后反转可期

5.9.1 公司简介：光伏一体化头部企业，16-19 年组件出货量全球第一

公司主营光伏组件的生产和销售。公司是一家以光伏产业技术为核心，全球知名的光伏产品制造商。公司现阶段主要从事太阳能光伏组件、电池片、硅片的研发、生产和销售以及光伏技术的应用和产业化。太阳能光伏组件是公司生产环节的终端产品，也是公司面向市场的主要产品，组件销售收入占营业总收入的比重超过 90%。

引领 N 型 TOPCon 技术升级，掌握 N 型电池核心技术。目前 N 型电池接力 P 型电池成为下一代主流电池技术已是行业共识。2022 年为 N 型电池量产元年，公司率先喊出“引领光伏行业 N 型升级”，组件端公司倡导组件 N 型化。

图 82：晶科能源主营业务图谱



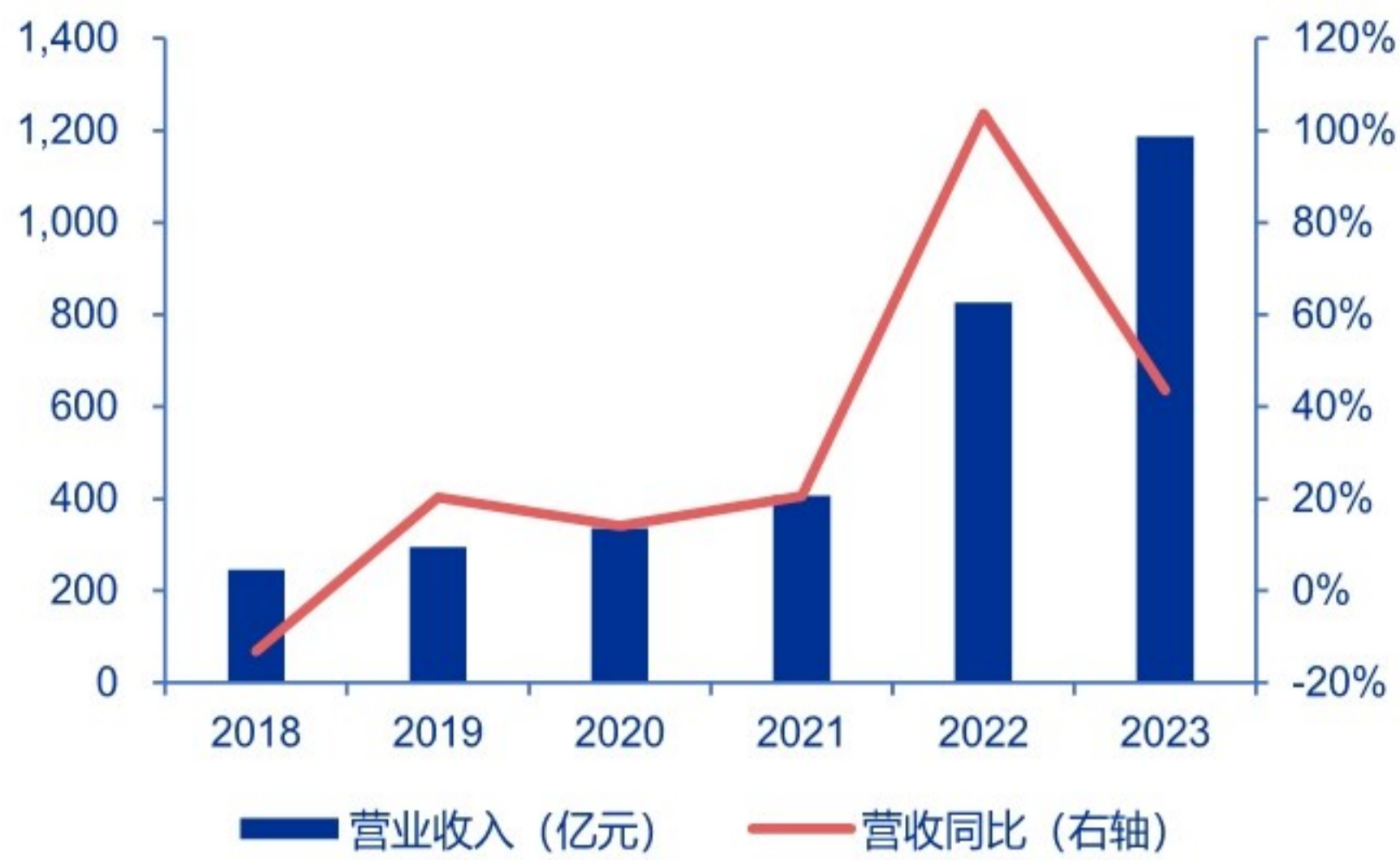
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

一体化产能逐步优化，组件出货量不断增长。公司成立于 2006 年，经过多年发展，目前形成了从硅片、电池到组件的垂直一体化布局。公司建立了完善的产销体系，12 个生产基地分布国内以及海外如马来西亚、越南及美国等，产品销往全球 160 多个国家和地区，2021 年境外销售收入占比超过 75%。**2016 年到 2019 年期间，公司组件连续四年全球销量第一。**

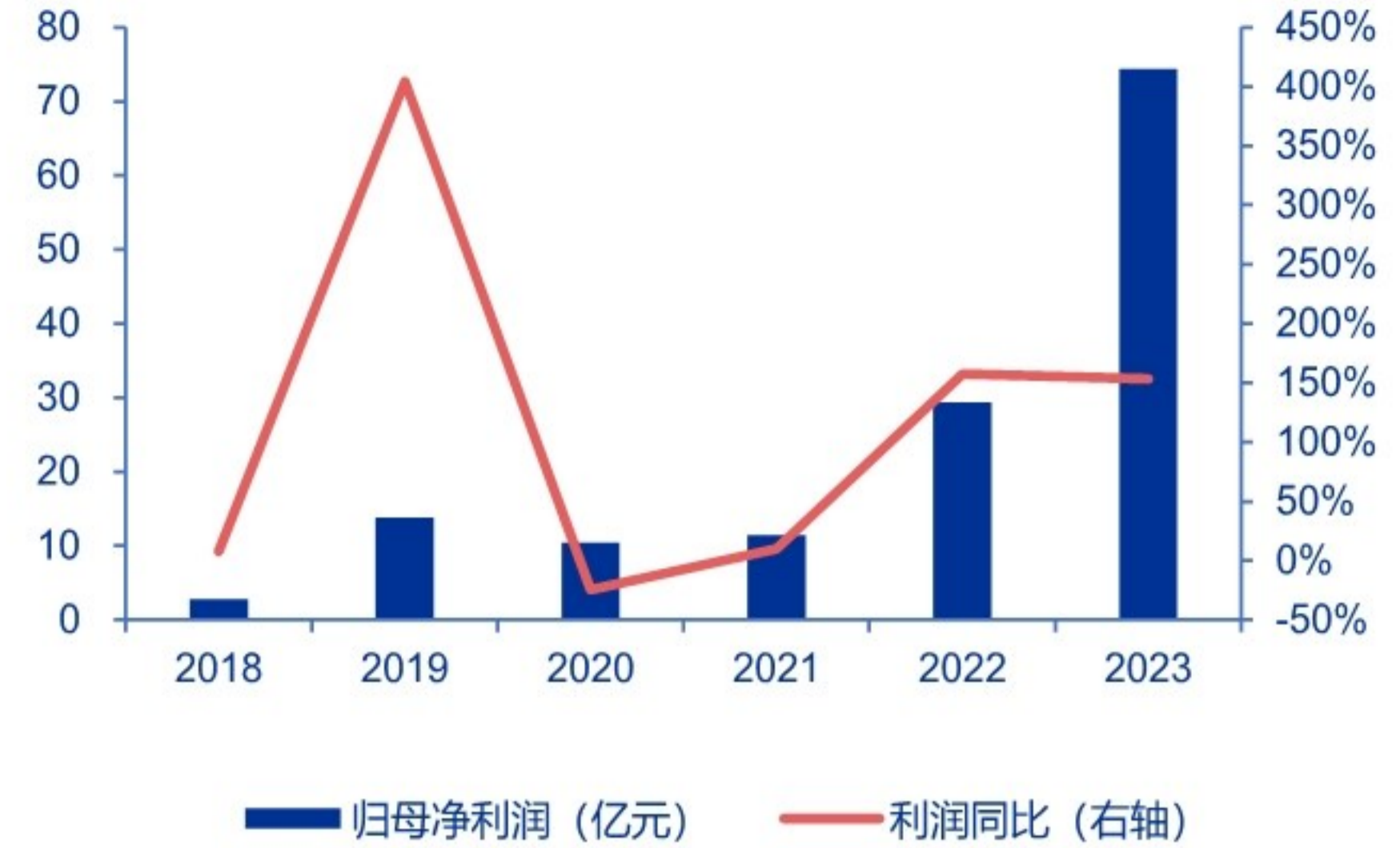
下游需求爆发叠加成本端改善，公司业绩在 2018-2023 年持续高增。2018-2023 年，公司营业收入从 245.09 亿元增长至 1186.82 亿元，CAGR 为 37.1%；归母净利润从 2.74 亿元增长至 74.40 亿元，CAGR 为 93.6%。由于受到光伏产业链价格下降影响，公司 2024H1 盈利能力承压，但出货量依旧保持高速增长。根据公司公告，24Q1 公司实现总出货量为 21.91GW，其中组件出货量为 20GW，总出货量较去年同期增长 51.19%。公司 N 型 TOPCon 组件出货量市场第一，领先优势明显，行业走出低谷期后的成长空间大。

图 83：晶科能源 2018-23 年利润 CAGR 为 37.1%

图 84：晶科能源 2018-23 年利润 CAGR 为 93.6%



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

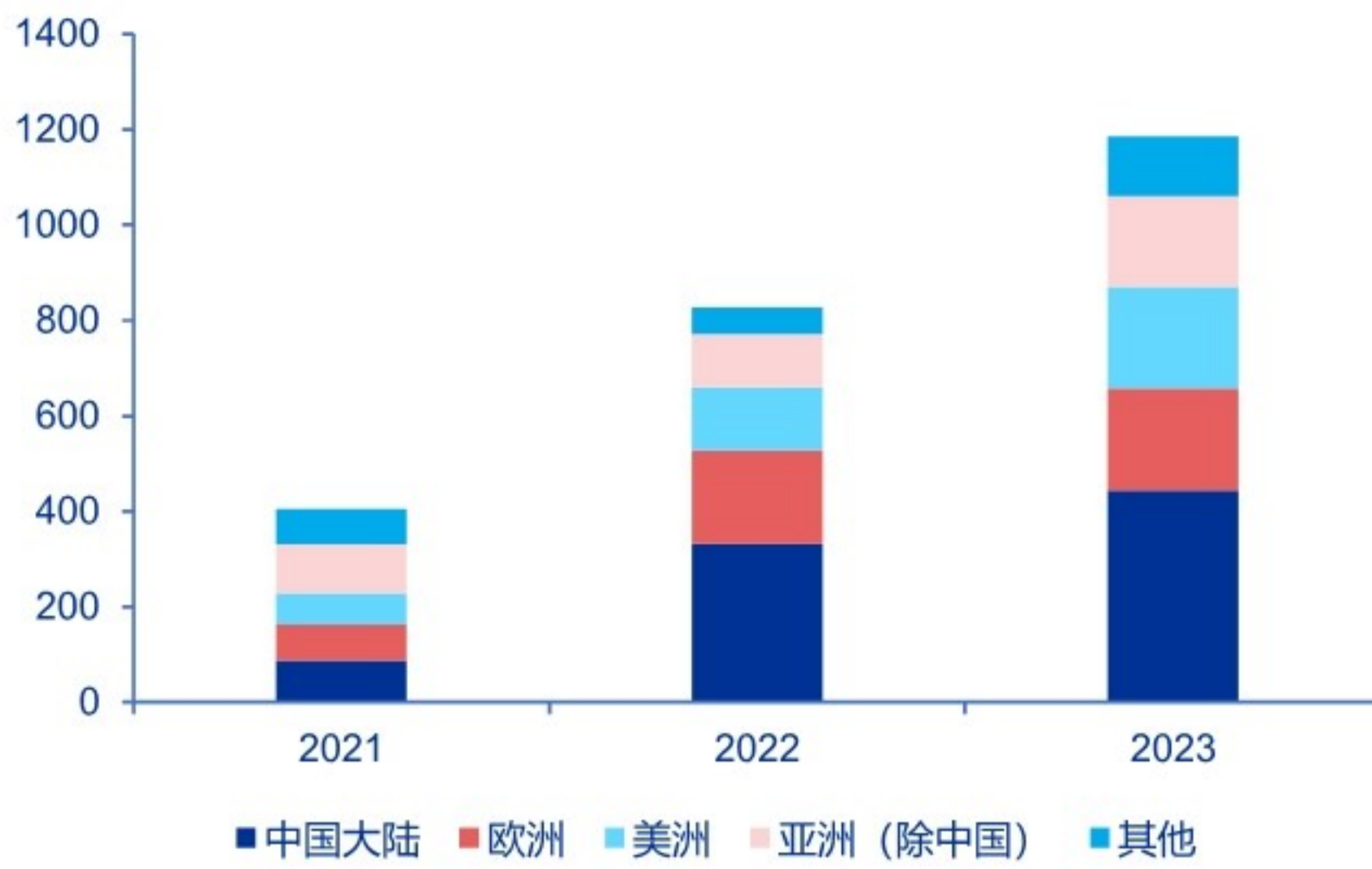
布局 BIPV+储能, 打造新的业绩增长极。晶科能源幕墙组件率先在行业运用 N 型电池技术, 最高转换效率突破 20%; 尺寸可根据建筑立面进行定制化调整; 双层钢化玻璃进一步保障安全性, 具备隔热隔音、耐腐蚀、抗冲击等优良特性, 可作为高品质建材助力绿色建筑升级; 同时对于有透光需求的建筑立面, 组件透光率也可实现可灵活调整, 幕墙组件依据调 7-60% 的透光率, 可提供 500W 至 708W 功率输出。**依托晶科品牌优势, 布局储能领域。**除了传统组件, 晶科能源在慕尼黑展上首度发布全系列 ESS 储能产品, 包括户用一体机储能系统、高压及低压堆叠式储能系统。公司已与德国最大的分销商之一 Memodo GmbH 签署了晶科能源智慧储能系统独家分销协议。公司在 BIPV 和储能领域的布局, 不仅可以推动全球能源事业绿色可持续发展, 也为公司打造了新的业绩增长极, 增强了公司的产品市场竞争力和盈利能力。

5.9.2 境外生产销售网络完善, 全球化程度领先行业

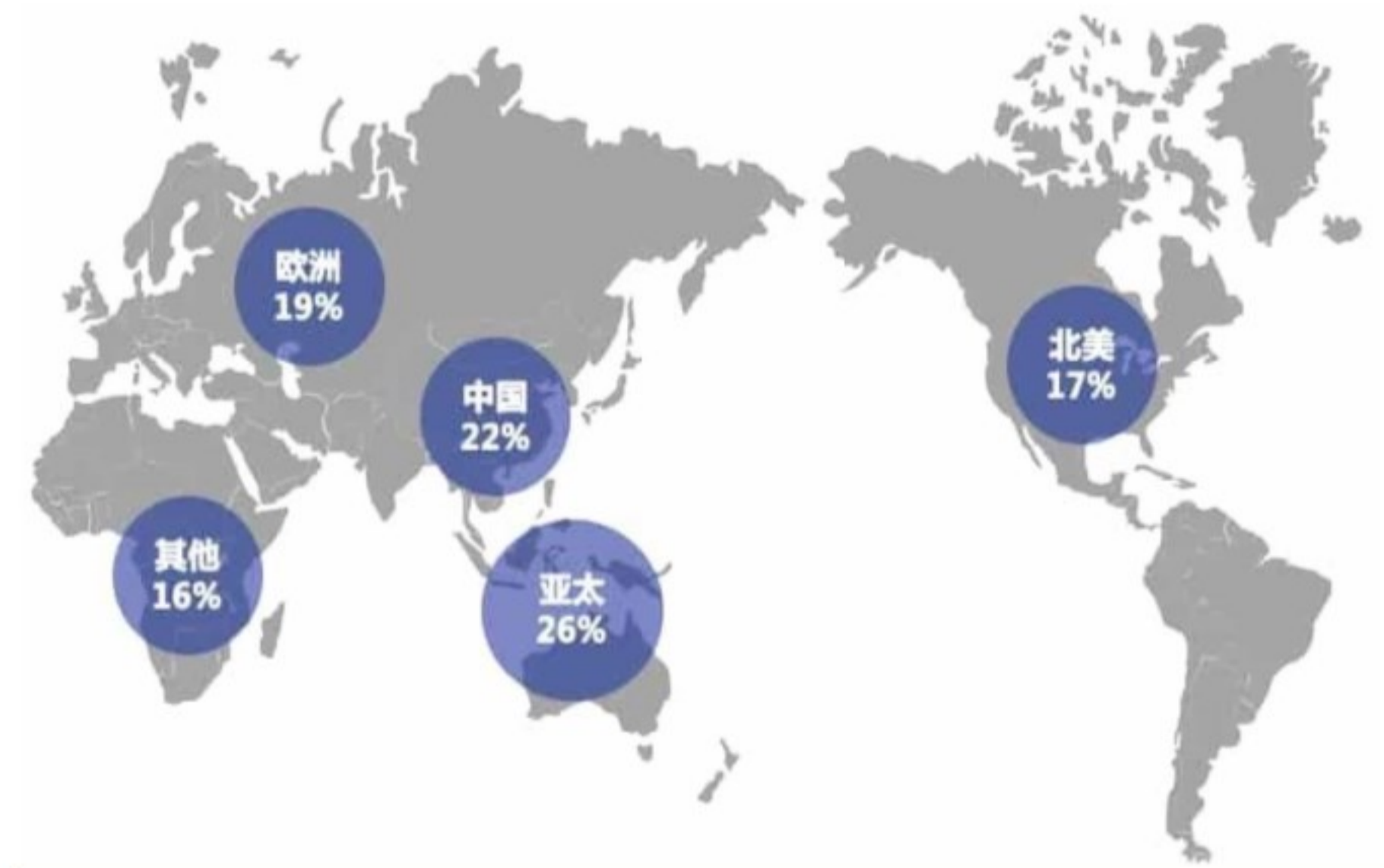
销售渠道: 立根本土, 服务本土。公司着眼于全球光伏市场, 建立了“全球化布局、本土化经营”的营销布局战略, 已经在马来西亚、越南和美国设立了海外生产基地, 并在全球十余个国家设立了海外销售子公司, 基本实现全球化经营。截至 2021 年年末, 已在全球超过 120 个国家和地区组建本地专业化销售团队, 产品服务于超过 160 个国家和地区的客户; 以本地团队服务当地客户, 可以避免语言障碍, 快速建立信任, 搭建合作关系; 同时, 本地团队贴近终端客户, 能够更及时且更准确地掌握终端客户需求, 快速、深入地挖掘和满足本地客户需求。依托于全球领先的制造水准、本土化运营和全球化管理团队, 公司在全球多个主流市场出货量名列前茅, 全球光伏组件行业地位进一步巩固。

图 85: 晶科能源营收分地区情况 (单位: 亿元)

图 86: 晶科能源业务全球分布较为均匀 (2021 年)



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外收入占比高,高毛利市场占优。截止 2024H1,公司海外收入占比为 71.16%。受新冠疫情、中美贸易摩擦、公司销售区域不断扩张影响,公司境外组件的销售价格高于国内但价差有所收窄。后续随着不确定性因素的解除,境外市场溢价能力有望提升,盈利能力高于国内。

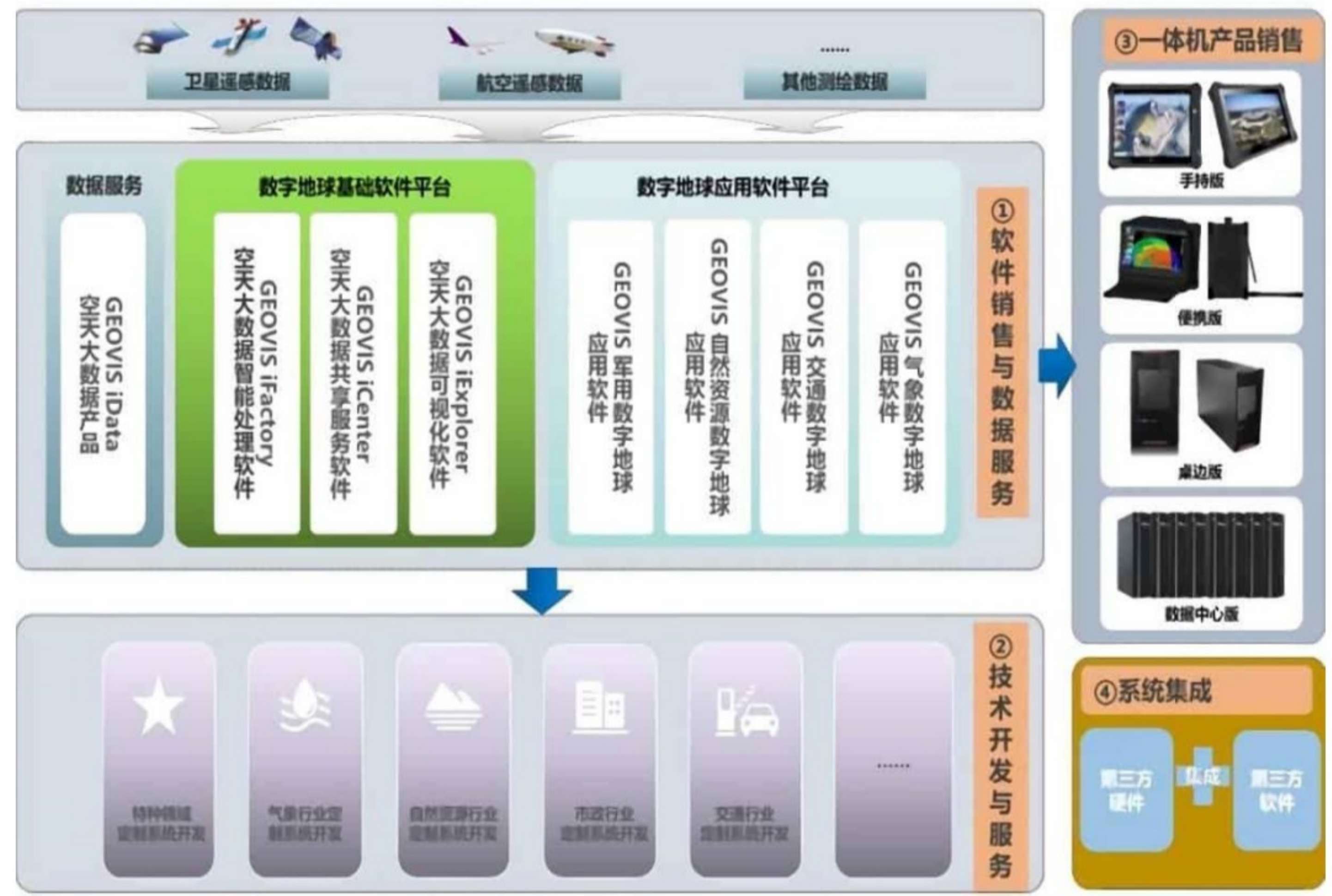
5.10 中科星图：卫星遥感领军企业，产业应用日趋成熟

5.10.1 公司简介：国内首家数字地球研发企业，行业内具有领先地位

国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，为国内数字地球领军企业。公司主营为 GEOVIS 数字地球产品为核心的软件销售和数据服务、技术开发服务、数字地球一体机和系统集成业务，拥有多项自主核心技术。

公司形成以四大系列产品六大应用板块为核心的 GEOVIS 数字地球系列产品。产品主要包括软件销售与数据服务、技术开发与服务、一体机产品销售和系统集成，陆续推出 GEOVIS 数字地球基础软件系列产品，并在此基础上形成以特种领域、智慧政府、气象生态、航天测运控、企业能源、线上业务六大应用板块为核心的 GEOVIS 数字地球应用软件系列产品，为特种领域、政府、企业以及大众等用户提供产品服务。

图 87：公司四大主营业务相辅相成，以数字地球为核心



资料来源：招股说明书，公司星图地球公众号，申万宏源研究

5.10.2 遥感卫星发展前景广阔，产业应用日趋成熟

数字地球为遥感服务重要应用领域，产业价值占比较高。卫星产业按照产业链划分可分为卫星制造、发射服务、地面设备制造和卫星运营服务等四大领域，数字地球应用处于卫星产业链高价值运营服务环节，是遥感卫星重要应用场景，已广泛用于军事、国土监测和农业等领域，产业应用日趋成熟。

遥感服务市场军用领域加速增长，民用领域市场广阔。(1) 我国国防信息化水平与美国仍有较大差距，“十四五”期间国防信息化建设投入将持续加大，数字地球在国防信息化领域具有重要应用，公司为国内数字地球领军企业，且深耕特种领域，有望充分受益于国防信息化建设加快；(2) 我国遥感卫星发射及在轨数量较美国仍有较大差距，国家已出台各项政策推动遥感产业发展，遥感星座规划建设也在加速进行，数字地球为遥感卫星重要应用领域，随着我国遥感卫星星座的完善，遥感数据获取成本将持续降低，需求有望加速释放。

图 88：全球遥感卫星服务市场规模总体呈上升趋势

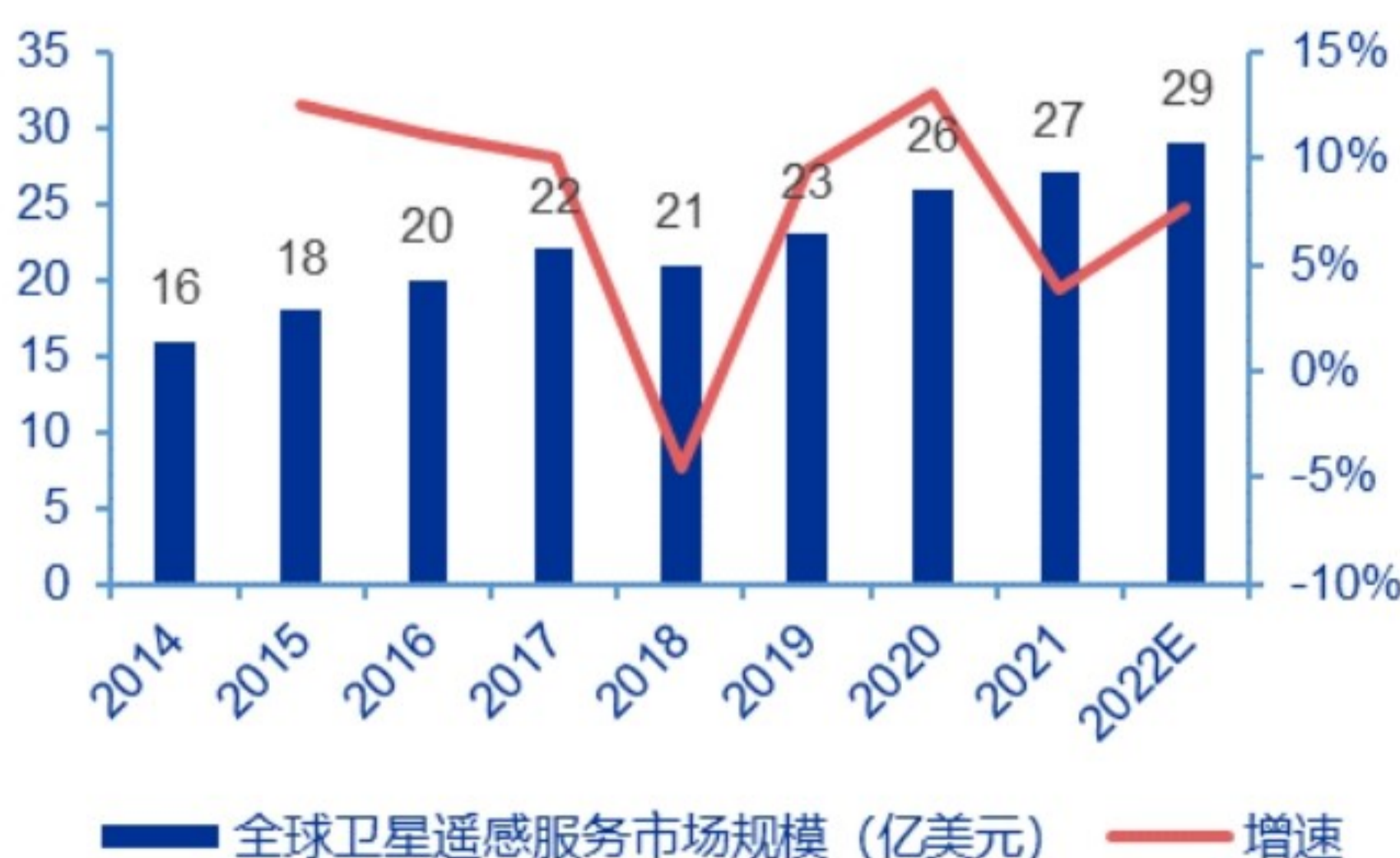
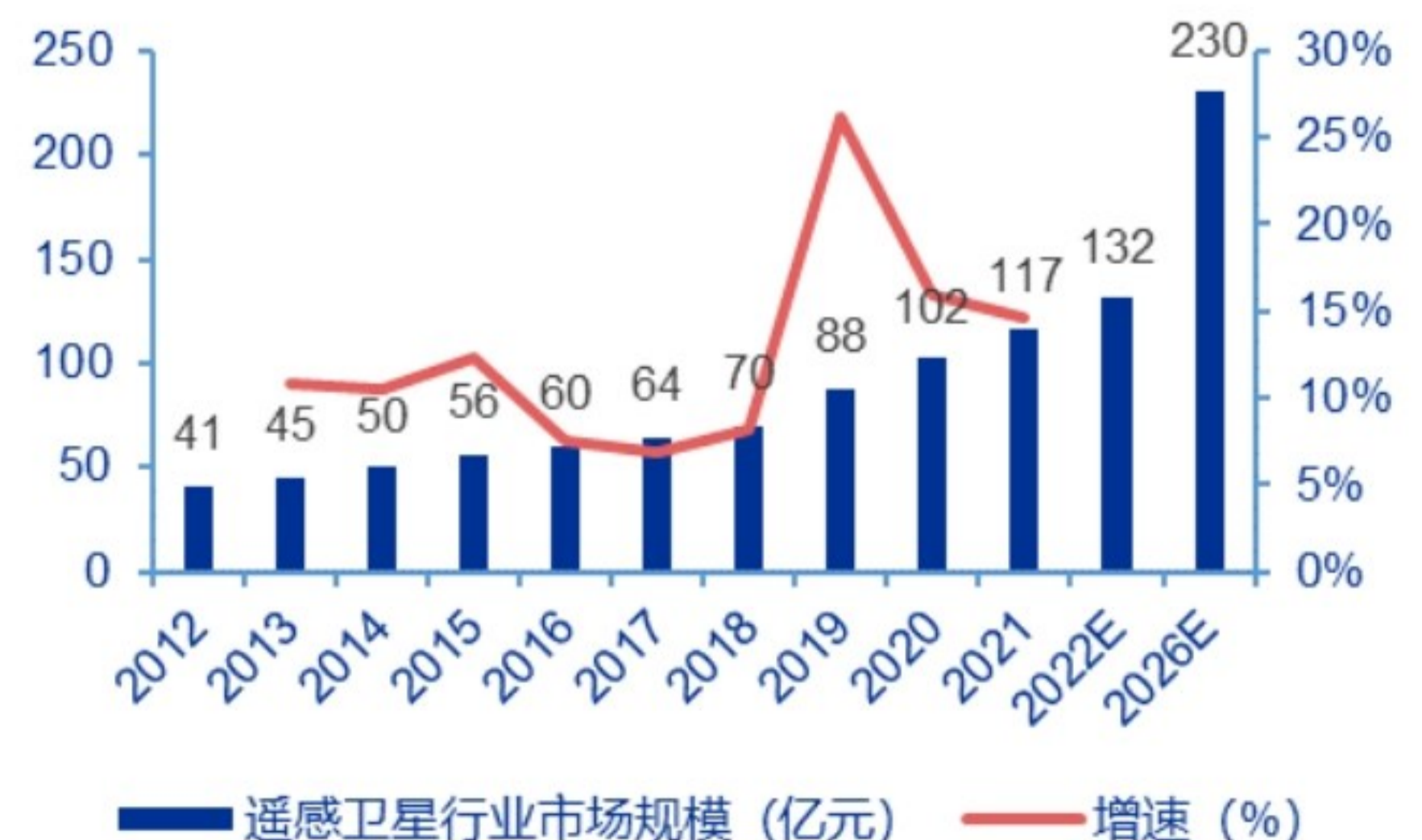


图 89：我国遥感卫星行业市场规模超百亿



资料来源：SIA、前瞻产业研究院、申万宏源研究

资料来源：前瞻产业研究院、申万宏源研究

5.10.3 三大优势夯实竞争壁垒，盈利能力有望持续增强

【1】掌握多项核心技术，不断提升产品竞争力。

公司具备覆盖空天大数据获取至应用的全产业链关键能力与核心技术。在掌握大量行业共有技术的基础上，融合大数据、人工智能、云计算、高性能计算等新一代信息技术，大数据+人工智能技术突破卫星数据处理和影像解译劳动密集型瓶颈，通过 AI 赋能遥感技术，大幅缩短遥感图像的解译周期。

基于核心技术坚持 GEOVIS+ 的行业应用平台战略，深入布局多细分领域。1) 特种行业：公司特种领域业务收入占比较大，在对特种领域业务的理解以及特种领域业务开拓中具备优势；2) 市政行业：公司基于 GEOVIS 数字地球基础软件平台提供面向行业需求的解决方案，与超图软件相比，在行业应用和产品体系上有一定差距；3) 气象行业：公司形成了 GEOVIS 气象数字地球应用软件，较超图软件、世纪空间具备应用优势；4) 自然资源行业：公司形成了 GEOVIS 自然资源数字地球应用软件，具备应用优势，但与超图软件相比，在行业应用和产品体系完整性方面存在一定差距；5) 交通行业：公司形成了 GEOVIS 交通数字地球应用软件，在交通行业的数字地球应用中具备应用优势，而世纪空间自主运控商用遥感卫星系统，在面向交通应用的数据业务中具备较大优势。

【2】数据获取成本低且处理高效。

公司拥有可持续、高质量、低成本与高稳定的数据获取体系，未来三年商业卫星计划将进一步增强核心竞争力。公司充分利用国家高分辨率对地观测系统，统筹军、民、商三种数据源，通过特定国家机关的相关规定、国防科工局的相关批复，以及与国家相关卫星应用中心、业内著名的遥感商业卫星公司签署的战略合作框架协议，充分利用国家高分辨率对地观测系统；同时与中国资源卫星、国家卫星海洋应用中心、航天世景等多家单位签署战略合作协议，拥有稳定补充数据获取渠道。这种数据获取体系与拥有自有商业卫星的公司相比，无需承担较高的卫星资产折旧成本和运行维护费用，具有轻资产优势；与没有自有商业卫星的公司相比，公司的数据获取体系具有可持续和低成本的优势。公司将在未来三年内通过控股或参股等方式参与国内相关商业卫星计划，主要包括航天器制造、发射服务、测控服务、卫星运营、卫星应用等，为建设遥感卫星星座做好前期技术、市场和运营团队等方面的准备。

【3】注重人才储备及体系建设，行业内具有较强竞争力。

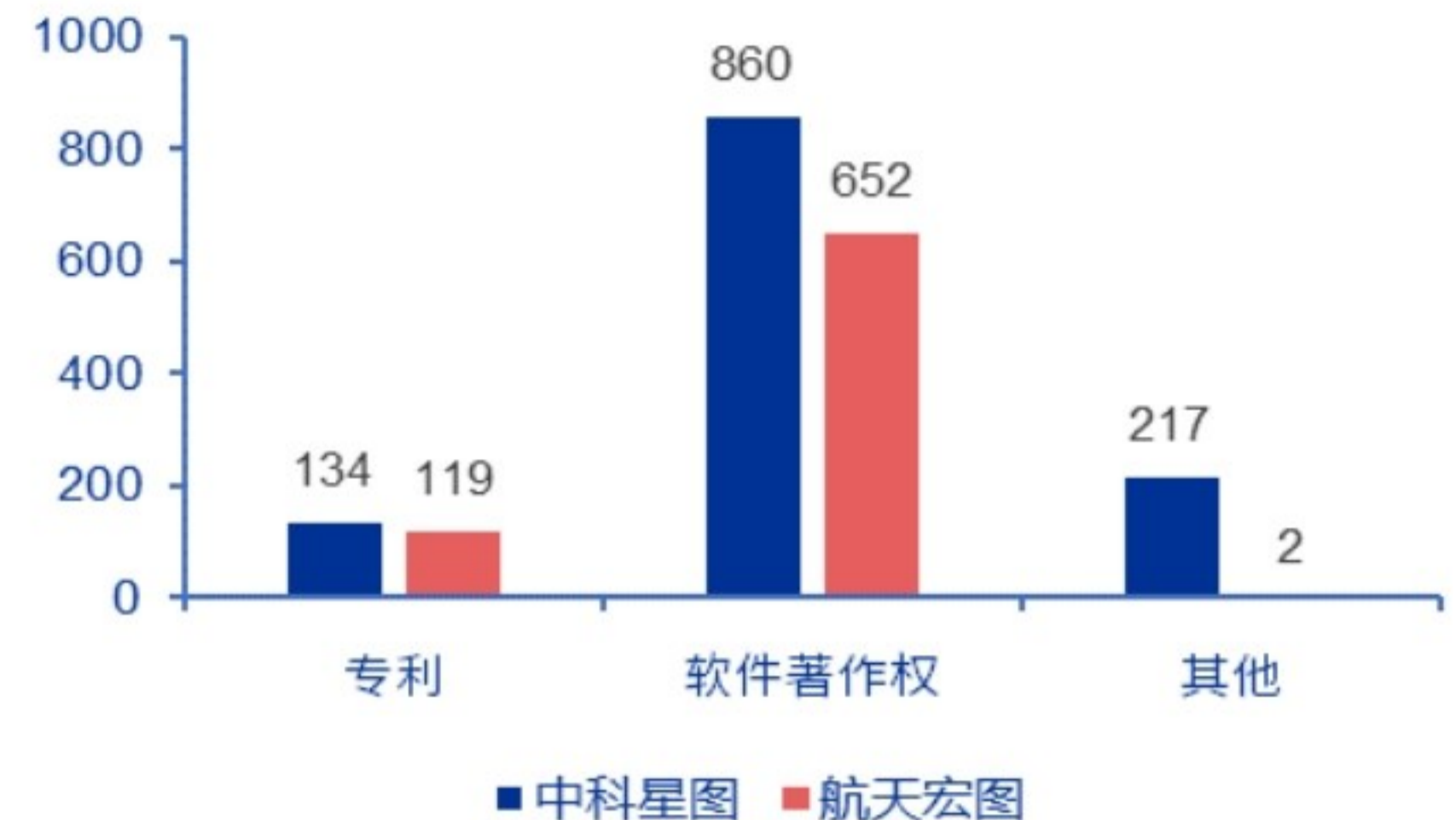
公司研发人员占比较高，知识产权成果突出。人才储备奠定技术研发基础，根据公司 2021 年年报数据，中科星图研发人员占员工总数比例达 67%，其数量和占比在行业内处于上游，研发人才储备充足。同时，截至 2022H1，公司在围绕大数

据、人工智能、空间大数据处理与应用等方向累计获得 134 件专利数及 860 个软件著作权，在行业内具有较强竞争优势。

图 90：公司研发人员占比高达 67%



图 91：中科星图知识产权累计成果突出 (单位：个)



资料来源：公司公告、申万宏源研究。注：截至 2022H2

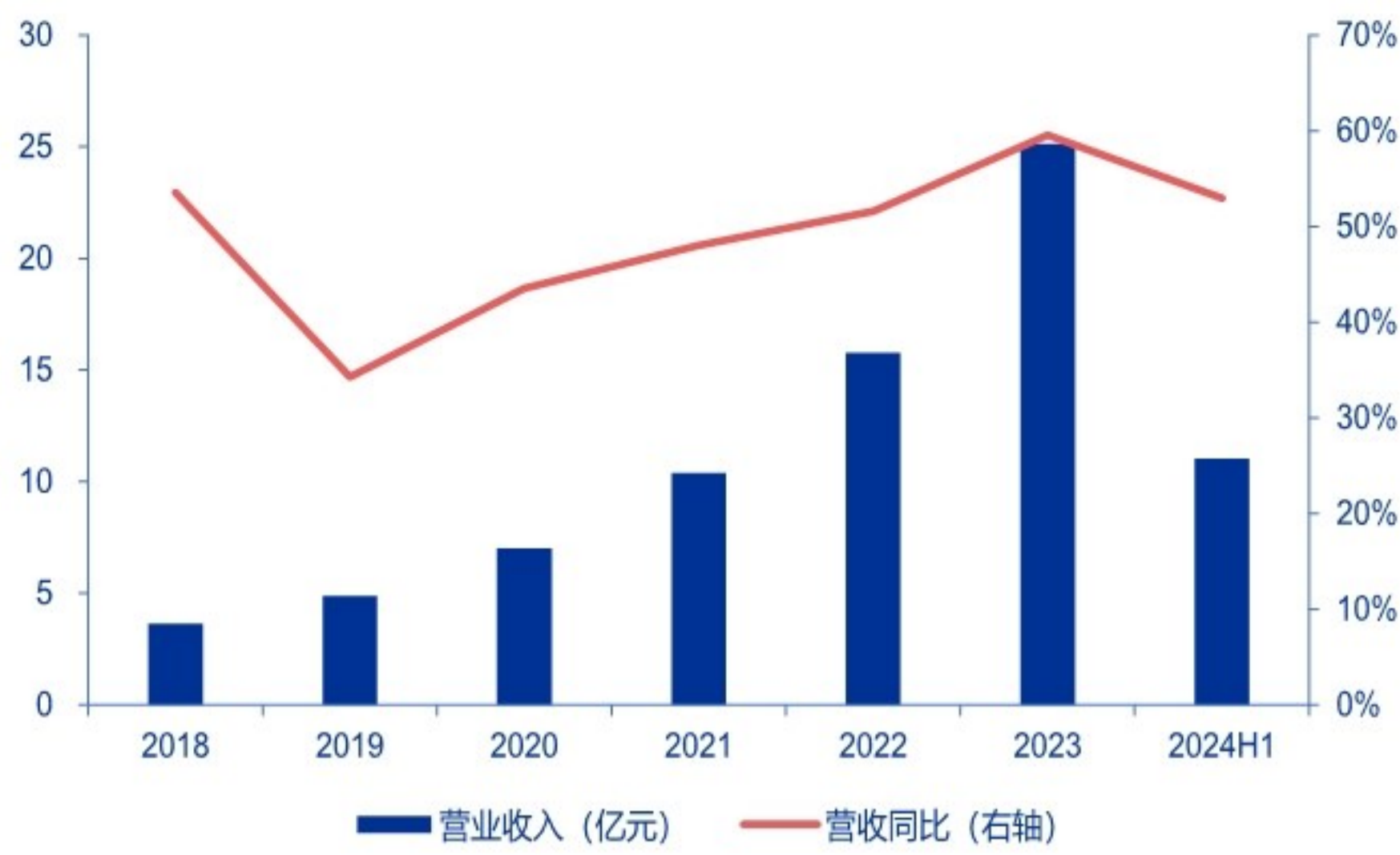
资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：截至 2022H1

GEOVIS Online 对标谷歌数字地球，打造第二增长曲线。 GEOVIS Online 在线数字地球是在数字地球产品技术积累基础上，通过全面线上运营，向大众用户提供更及时、更高效的在线数字地球产品和服务，拓展数字地球应用市场，并通过与大众服务等领域应用融合深化，进一步拓宽商业航天领域发展的深度和广度。GEOVIS Online 将在互联网、大数据、虚拟现实、通信、大众传媒、娱乐、旅游、办公、教学、科研等行业领域实现推广应用。

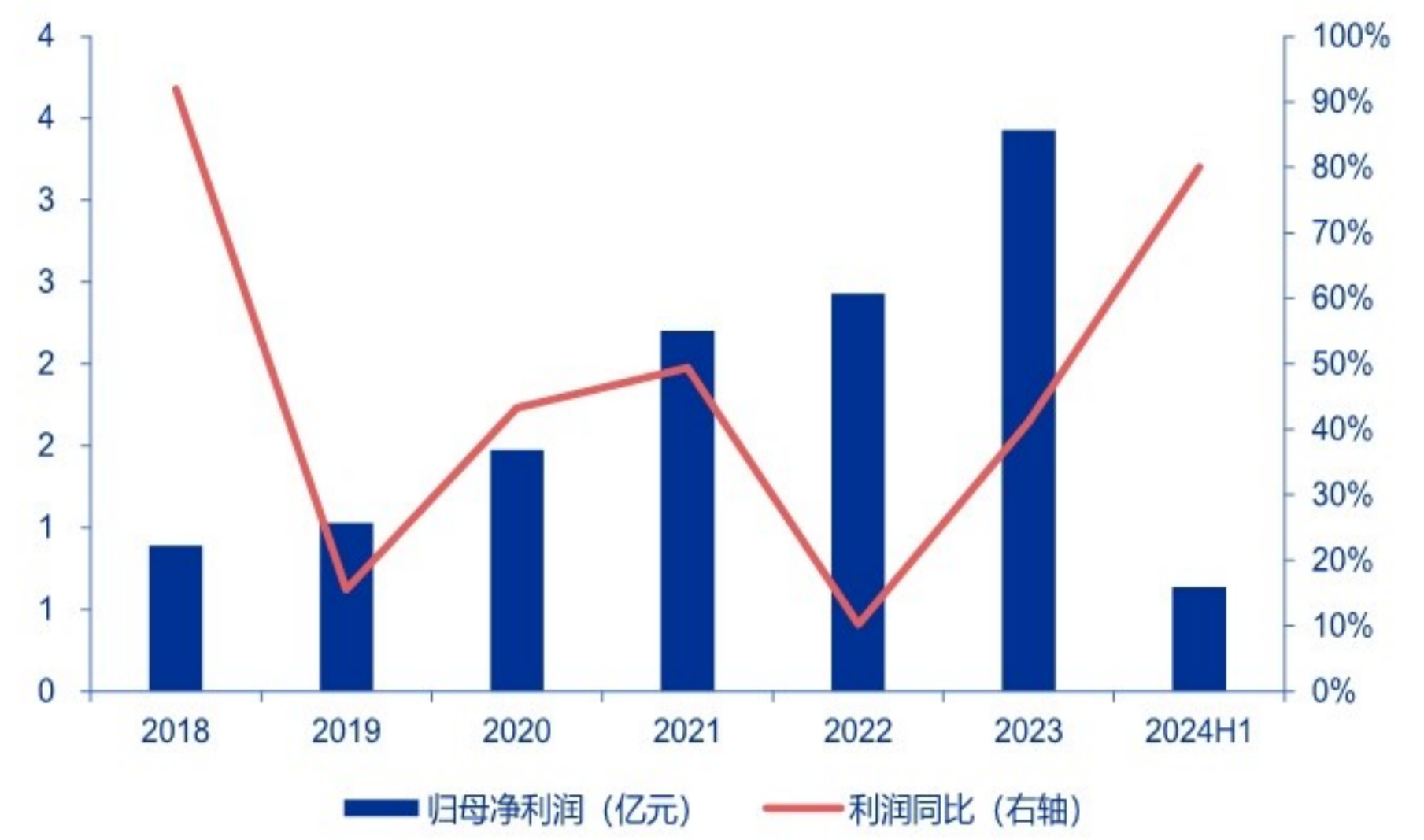
下游需求持续释放，24H1 收入延续高增。 根据公司公告，2024Q2 实现营收 6.86 亿元，同比增长 50.93%。其中，1) 智慧政府及特种领域营收高增，2024H1 分别实现营收 4.29 亿元 (yoy+79.98%) /3.07 亿元 (yoy+50.16%); 2) 企业能源/航天测运控/气象海洋实现稳定增长，2024H1 分别实现营收 0.68 亿元 (yoy+38.78%)、0.81 亿元 (yoy+32.33%)、1.81 亿元 (yoy+18.57%); 3) 第二增长曲线业务 2024H1 实现营收 0.22 亿元，超过去年全年收入 0.21 亿元。我们分析认为公司收入持续高增主要系特种领域需求稳健释放，政府、水利、气象及低空经济等民用领域需求加速爆发，带动营收持续高增。公司持续深化落实集团化、生态化发展战略，第一增长曲线业务持续平稳发展，第二增长曲线提前进入收获阶段，核心竞争力持续提升，2024 年收入有望维持高增。

图 92：中科星图 24H1 营收高增

图 93：中科星图 24H1 归母净利润高增



资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

6. 风险提示

- 『1』 科创板政策落地节奏延后。
- 『2』 宏观经济偏弱持续压制风险偏好。

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysec.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。