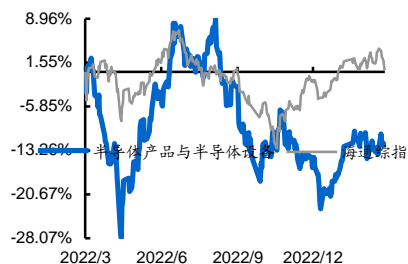


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《2022 年国内外半导体设备厂商业绩总结》2023.03.11

《ASML 预计潜在政策变化不会对 23 年财务展望产生重大影响》2023.03.11

《两会多次提出集成电路国产化，科技政策聚焦自立自强》2023.03.07

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@haitong.com

证书:S0850516050002

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@haitong.com

证书:S0850518080001

## 中国科技企业走向价值重估 ——“中特估值”探究系列 2

投资要点:

- **国内部分科技细分行业处于发展初期，叠加国产替代等其他因素，“中特估值”体系引入下有望走向价值重估。**2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出“中国特色估值体系”，指出要“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。我们认为，通常国内科技股估值可参考境外科技产业链发展较为成熟的估值体系，境外半导体、互联网、云计算等不同细分行业在企业成长的不同阶段估值方式不同，例如半导体设备企业由发展初期 P/S 估值法转向成熟阶段 EV/EBITDA 估值，而目前国内部分科技细分行业仍处于发展初期，叠加中美贸易摩擦下国产替代需求等因素，基于“中国特色估值体系”的引入，国内科技企业有望走向价值重估。
- **半导体/云计算/AI 企业应基于国产替代的明确主线给予更长期维度估值。**目前全球半导体产业正逐步向大陆转移，短期来看，半导体晶圆厂产能持续建设，尤其是大陆头部晶圆厂继续逆势大规模扩产，带动半导体设备材料需求旺盛，中长期，半导体供应链加速本土替代，中美贸易摩擦下国内半导体设备材料厂商作为核心上游将持续推进国产化进程。截止 2023/3/10，半导体设备/半导体材料(申万)指数市盈率 TTM 分别为 64.86/50.16 倍，我们认为，基于当前国产替代的明确主线及“中特估值”体系，相关企业可采取更中长期维度下的估值方式，以 2025-2026 年为着眼点，可参考的测算方式为：设备企业市值=长期维度下国内设备市场空间\*国产化率假设\*各公司市占率假设\*合理 PS；材料企业市值=长期维度下国内材料市场空间\*国产化率假设\*各公司市占率假设\*净利率假设\*合理 PE，其中，企业 PE 或 PS 应充分反映未来设备材料行业在国产化不断推进下的高成长增速预期。长期市值拉升的相关变量分别为：（1）国产替代确定性；（2）长期市场空间；（3）国内企业国产化率。我们认为，我国领导层对核心技术自主可控高度重视，基础软硬件国产化行业发展持续受益，长期估值维度体系可适用于半导体、云计算、人工智能等科技企业。
- **科技企业研发周期较长，当年研发支出多用于未来，估值时可将支出进行一定比例滞后计算。**科技行业是典型的资金和技术密集型产业，其行业投资周期长，研发投入开支大。公司在初创阶段往往利润单薄，仅靠自有资金难以维系长期发展。为保持公司长久立足的技术优势，需要长期、持续不断的研发投入，因而对资金的渴求程度十分迫切。具体而言，在 TMT 二级子行业中，各行业（以申万指数计）研发支出合计均在 2010-2022Q1-3 期间持续增长，其中研发支出占营收比重显著成长的行业为电子/计算机行业，2022Q1-3 分别达到 5.21%/9.60%。由于科技企业行业投资周期长，初创阶段需长期持续研发投入以实现未来回报，而国内部分科技细分行业均处于快速成长阶段，需要持续高水平研发支出下注未来，从“中特估值”体系出发，我们认为，进行估值时，可将项目研发支出按一定比例增加至当年归母净利润，合理分摊至后续年度。
- **国内科技企业成长性更高，细分赛道增速高于全球平均水平，可给予一定估值溢价。**截止 2023/3/10，电子/计算机(申万)指数市盈率 TTM 分别为 31.18/58.79 倍。我们认为，近年来国内多次重申核心技术攻关，重视科技产业自立自强，在政策不断驱动下，国内科技企业成长性更高，部分细分赛道增速高于全球平均水平，可给予一定估值溢价。根据联合国微信公众号援引世界产权组织发布的 2022 年全球创新指数，2022 年，在世界经济体创新能力及产出年度排名中，美国攀升至第二，而中国上升位次达到第 11 名，离前十仅一步之遥，此外，中国首次拥有与美国一样多的顶级科技集群，各为 21 个。根据创新研究微信公众号，2021 年中国获得美国授权的专利增长较多、增速较快，中国申请人获得的专利授权共 29843 件，比上年增长了 4684 件，增长率超过 18.6%，科技行业成长性可期。
- **风险提示。**政策改革推进不及预期，终端需求不及预期，半导体国产替代进程不及预期。

## 1. 科技企业走向价值重估——“中特估值”探究系列

国内部分科技细分行业处于发展初期，叠加国产替代等其他因素，“中特估值”体系引入下有望走向价值重估。2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上提出“中国特色估值体系”，指出要“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。我们认为，通常国内科技股估值可参考境外科技产业链发展较为成熟的估值体系，境外半导体、互联网、云计算等不同细分行业在企业成长的不同阶段估值方式不同，例如半导体设备企业由发展初期P/S估值法转向成熟阶段EV/EBITDA估值，而目前国内部分科技细分行业仍处于发展初期，叠加中美贸易摩擦下国产替代需求等因素，基于“中国特色估值体系”的引入，国内科技企业有望走向价值重估。

表 1 境外科技产业链估值体系总结

境外企业分类		估值体系
境外半导体产业链估值体系	轻资产 IC 设计	在早期技术积累期研发投入较多，且短期盈利能力未得到充分释放，P/S 或者 $P/(E+R)$ 是相对合理的估值方法；在成熟期，盈利能力稳定，P/E 估值系数相对合理。
	半导体设备	发展初期资本投入较大，且产品单一，盈利能力不稳定，P/S 估值方法相对更合理；成熟阶段设备公司产品多样化，涉足行业多样化，具有一定的抗周期能力，但公司固定资产仍然较多，摊销折旧较大，故 EV/EBITDA 相对合理。
	半导体制造	工厂、设备等固定资产已颇具规模，营收、净利润也处于稳定增长的阶段，可以使用 PE 估值；仅关注盈利指标可能会难以准确反映公司未来的成长价值，考虑到固定资产摊销的影响，EV/EBITDA 估值也相对合理。
境外互联网企业估值体系		我们认为在互联网公司发展早期获取用户是核心，例如 04-10 年的 Facebook、98-02 年的谷歌，快速增长的用户是未来收入和利润产生的基础，这一时期比较适合能体现用户价值的 EV/MAU、EV/DAU 来估值。互联网公司进入成长期后用户增长放缓，快速增长的收入成为发展核心，例如 11-13 年的 Facebook、95-03 年的亚马逊，这时比较适合能体现收入的 PS、EV/S 来估值。互联网公司进入成熟期后，用户量趋于稳定，营销成本下降明显。收入增长虽然放缓，但由于成本边际效用，盈利快速增长，例如 03 年之后亚马逊、02 年之后的谷歌。这一时期，盈利和盈利增长成为公司发展的重点，成熟期公司比较适合使用 PE、PEG 估值方法。
境外云服务企业估值体系	传统企业转型云服务	转型前收入和利润跟随项目有所波动，但相对稳定，可采用 PE 估值体系；转型中受商业模式变动影响，净利润可能波动较大，由 PE 切换至 PS 估值体系；转型后仍可采用 PS 估值体系，且转型成功后 PS 估值中枢可能会上移，Adobe 是该领域的典型代表。
	典型云服务企业	采用 PS 估值体系，该类公司受商业模式影响，净利润可能波动较大且部分年份亏损，净利润无法有效反映公司的竞争力及前景，而 PS 估值体系更为适合。

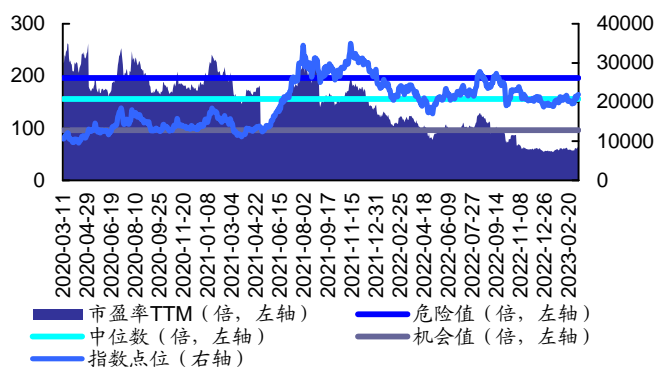
资料来源：海通证券研究所

### 1.1 半导体、云计算、AI：中美贸易摩擦下国产替代加码，企业可采取国产化进程下中长期维度估值

半导体、云计算、AI 企业应基于国产替代的明确主线给予更长期维度估值。目前全球半导体产业正逐步向大陆转移，短期来看，半导体晶圆厂产能持续建设，尤其是大陆头部晶圆厂继续逆势大规模扩产，带动半导体设备材料需求旺盛，中长期，半导体供应链加速本土替代，中美贸易摩擦下国内半导体设备材料厂商作为核心上游将持续推进国

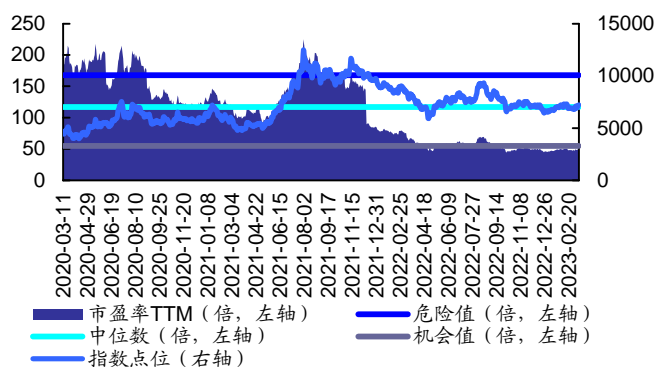
产化进程。截止 2023/3/10，半导体设备/半导体材料（申万）指数市盈率 TTM 分别为 64.86/50.16 倍，我们认为，基于当前国产替代的明确主线及“中特估值”体系，相关企业可采取更中长期维度下的估值方式，以 2025-2026 年为着眼点，可参考的测算方式为：设备企业市值=长期维度下国内设备市场空间\*国产化率假设\*各公司市占率假设\*合理 PS；材料企业市值=长期维度下国内材料市场空间\*国产化率假设\*各公司市占率假设\*净利率假设\*合理 PE，其中，企业 PE 或 PS 应充分反映未来设备材料行业在国产化不断推进下的高成长增速预期。长期市值拉升的相关变量分别为：（1）国产替代确定性；（2）设备材料长期市场空间；（3）国内企业国产化率。下文将基于上述三因素给予详细说明。

图1 半导体设备（申万）市盈率 TTM 情况（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：数据截止 2023/3/10

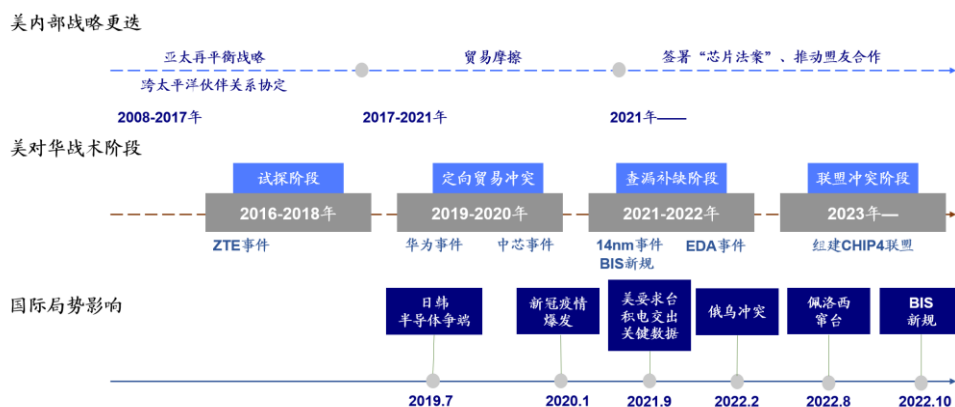
图2 半导体材料（申万）市盈率 TTM 情况（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：数据截止 2023/3/10

美国对中国半导体企业的技术封锁再次加码，国产替代主线明确。2022 年 10 月 7 日，美国 BIS 宣布了对美国《出口管理条例》（EAR）的一系列修订，并公布针对中国企业的新的出口管制限制措施，细则瞄准中国高端芯片产业，严格限制中国企业获取发展高性能计算芯片、超级计算机以及特定半导体制造能力所需的设备、零部件、技术能力等。本次 BIS 新规主要制约中国晶圆制造先进制程的发展，对成熟制程的限制程度较低。从事先进制程芯片设计、制造等业务的企业，在研发端、采购端、销售端均可能面临严格限制，后续业务的发展甚至生存都将面临严峻挑战。

图3 美对华半导体战略演进路线



资料来源：芯谋研究微信公众号、凯联资本微信公众号、海通证券研究所

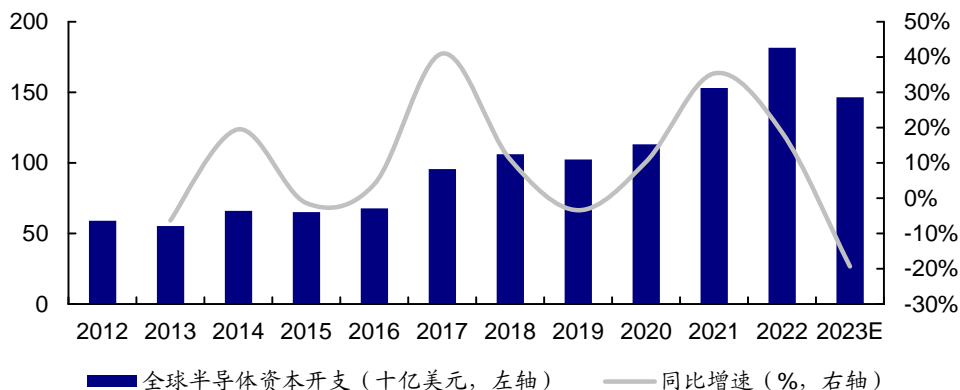
大基金二期投资重点短板领域，国内扶持半导体产业链实现自主可控的决心强大。2019 年 10 月，国家大基金二期成立，相比大基金一期，大基金二期投资领域更为集中。二期除了对产业链各领域的龙头企业继续保持高度关注和持续支持外，更加聚焦短板明显的设备、材料领域，方向集中于完善半导体产业链。

根据国际电子商情微信公众号援引 IC Insights，继 2021 年全球半导体资本开支激增 35%后，预计 2022 年行业资本开支将达 1817 亿美元历史新高，但增速呈现放缓态



势，预计 23 年同比下降 19% 至 1466 亿美元。国内方面，由于美对华实行半导体制裁，阻碍国内先进制程的发展，部分客户先进制程扩产放缓，短期来看设备厂商业绩或将承压，但成熟制程仍然继续加大国产替代。2022 年以来，随着地缘政治不确定性不断升级，半导体供应链自主可控战略意义重大，半导体设备作为主要“卡脖子环节”依然处于国产替代的黄金窗口期。我们认为，在国内不断扶持下，半导体产业链国产替代将加速进行，而设备材料及零部件作为晶圆制造上游环节将率先受益。

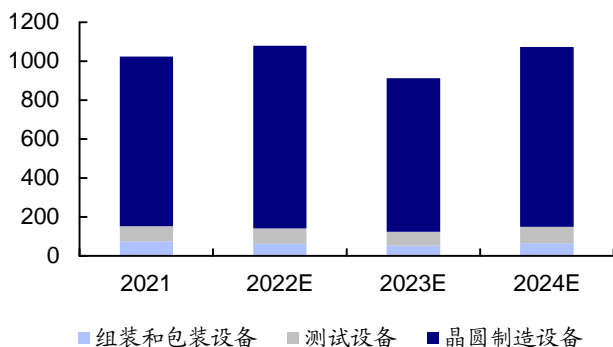
图4 全球半导体资本开支及增速（十亿美元，%）



资料来源：国际电子商情微信公众号援引 IC Insights，海通证券研究所

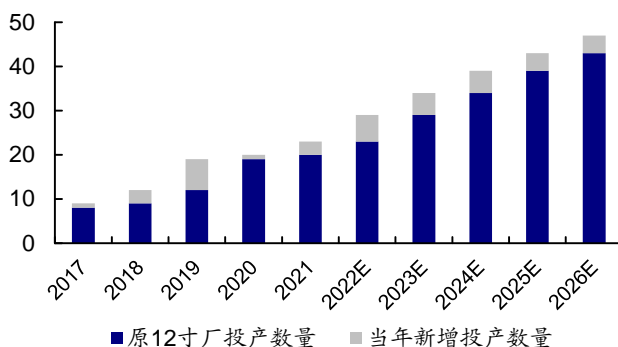
**国产替代下晶圆厂扩产+先进制程突破推动国内半导体设备市场不断扩容。**根据北京半导体行业协会微信公众号，在晶圆厂扩产的资本支出中，70%-80%将用于购置半导体设备，SEMI 统计 2022 年全球半导体设备市场规模继 2021 年后再创新高，达 1085 亿美元，同比增长 5.9%。我国半导体设备短板仍然是制约我国半导体行业国产化发展的最关键因素之一。此外，根据国际电子商情微信公众号援引 IC Insights 统计，随着半导体芯片先进制程的发展，单位产能投资额将逐步提升，14nm 技术节点的产线投资额是 90nm 的 3.3 倍左右，3nm 技术节点的产线投资额是 14nm 的 3.4 倍左右。我国晶圆厂商的产能扩张和技术节点的不断突破都将推动半导体设备整体出货量的提升，预期未来几年，中国都将蝉联全球最大半导体设备市场。

图5 全球半导体设备出货金额（亿美元）



资料来源：北京半导体行业协会微信公众号援引 SEMI，海通证券研究所

图6 2017-2026 年中国大陆地区 12 英寸厂增量预测（座）



资料来源：北京半导体行业协会微信公众号援引 SEMI，海通证券研究所

**2022 年半导体设备国产化率明显提升，但部分价值量较高领域尚待突破。**根据北京半导体行业协会微信公众号援引 SEMI 统计，2022 年国内晶圆厂商半导体设备国产化率较 2021 年有所提升，从 21% 提升至 35%。干法刻蚀、清洗、去胶设备等均已实现较高比例国产设备采用率，且在 2020-2022 年维持较高水平，CMP、薄膜沉积、量测等设备 2022 年国产设备采用率均有提高，其中去胶设备国产采用率达 91%。从设备类型来看我国在去胶、清洗、热处理、刻蚀及 CMP 领域内国产替代率较高，均高于 30%，但在价值量较高设备领域内国产化率较低，如光刻、离子注入等领域国产化率合计不足 5%。

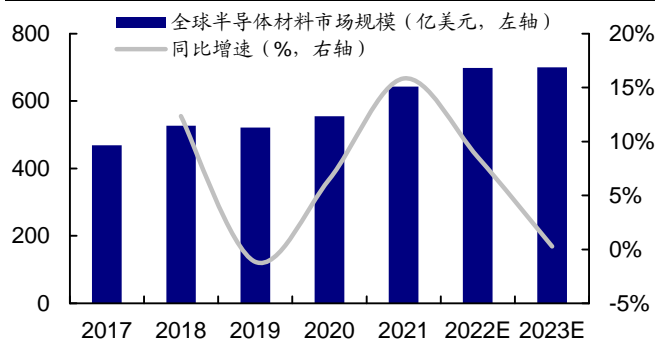
表 2 半导体各前道设备领域国产替代率情况

国产化程度	前道工艺领域国产化情况 领域	国产化率 (%)	竞争格局 (%)
国产化率 较高	去胶	91%	LAM (9%) / 浙江宇谦 (16%) / 屹唐半导体 (25%) / 上海稷以 (44%)
	清洗	66%	北方华创 (3%) / 中电 45 (4%) / 芯源微 (5%) / LAM (6%) / 至纯科技 (8%) / TEL (11%) / 盛美 (13%) / SCREEN (17%) / 创微微 (25%)
	刻蚀	56%	嘉芯闵扬 (5%) / TEL (10%) / 北方华创 (19%) / 中微半导体 (22%) / Lam (29%)
国产化率 偏低	CMP	41%	烁科精微 (11%) / BBS KINMEI (16%) / 华海清科 (27%) / AMAT (30%)
	薄膜沉积	36%	北方华创 (9%) / 拓荆科技 (12%) / LAM (23%) / AMAT (31%)
	量测	27%	AMAT (3%) / 上海微电子 (3%) / 日立高新 (5%) / 精测 (8%) / 中科飞测 (8%) / KLA (23%)
	热处理	26%	嘉芯闵扬 (2%) / AMAT (3%) / 屹唐半导体 (3%) / 北方华创 (17%) / TEL (59%)
国产化率 较低	涂胶显影	24%	芯源微 (23%) / TEL (69%)
	离子注入	7%	万业企业 (烁科中科信 2%) / 浙江露语尔 (3%) / 住友 (17%) / AMAT (31%) / 亚舍立 (42%)
	光刻	<1%	尼康 (8%) / 佳能 (21%) / 阿斯麦 (50%)

资料来源：北京半导体行业协会微信公众号援引集微咨询，海通证券研究所

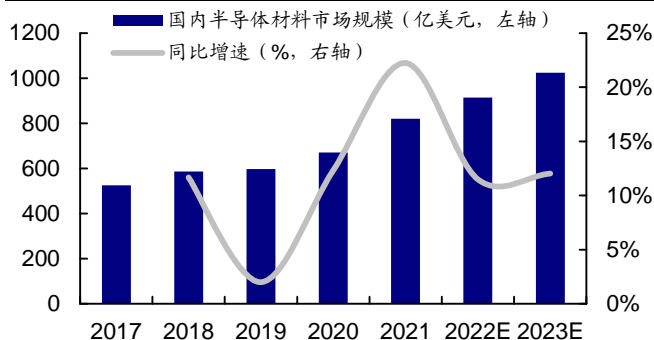
半导体材料市场需求受益上游制造产能释放，国内增速高于全球。2017-2021 年间，受益于 5G、人工智能、消费电子、汽车电子等下游应用需求拉动，全球半导体材料市场规模呈现波动并整体向上的态势。根据深圳市电子商会、中商产业研究院援引 SEMI 数据，2021 年全球半导体材料市场规模分别为 643 亿美元。国内方面，半导体材料国产化进程加速，中国市场成为全球增速最快的市场，预计 2023 年市场规模将增至 1024.34 亿元。

图7 2017-2023E 全球半导体材料市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院援引 SEMI，海通证券研究所

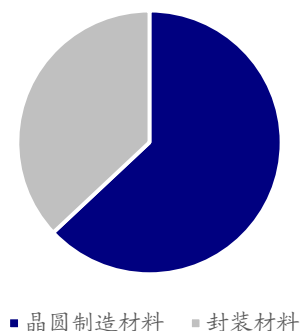
图8 2017-2023E 国内半导体材料市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院援引 SEMI，海通证券研究所

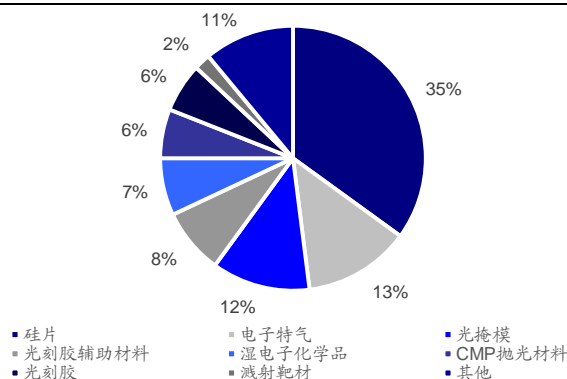
根据深圳市电子商会、中商产业研究院援引 SEMI 数据，2022 年晶圆材料市场规模将增长 11.5% 达到 451 亿美元。晶圆制造材料主要包括硅片、光刻胶及配套试剂、光掩膜、电子特气、湿电子化学品、溅射靶材、CMP 研磨垫及研磨液等。从晶圆制造材料的市场结构来看，2021 年，硅片在晶圆制造材料中占比最大，占比约为 35%，电子特气、光掩膜、光刻胶及其辅助材料、湿电子化学品占比分别为 13%、12%、8% 和 7%。

图9 2021 年全球半导体材料市场结构 (%)



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院援引 SEMI，海通证券研究所

图10 2021 年全球晶圆制造材料市场结构 (%)



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院援引 SEMI，海通证券研究所

**中高端材料领域国产化率仍需突破。**目前，在部分领域，半导体材料国产化进程已经卓有成效，国产化率逐年攀升。根据天天 IC 微信公众号，2021 年中国半导体晶圆制造材料的整体国产化率为 20%-30%，其中电子特气、靶材国产化率约为 30-40%；硅片、湿电子化学品、CMP 耗材总体国产化率约在 20-30%。但仍需注意的是，较高端的 12 寸硅片国产化率不足 5%；光掩模、光刻胶国产化率约在 10% 以下，EUV 光刻胶等高端细分领域国产化进程仍需突破。

表 3 半导体材料领域国产替代率情况

类别	国产化情况	竞争格局
硅片	20-30% (高端 12 寸不足 5%)	半导体硅片市场集中度较高，龙头硅片厂商垄断全球 90% 以上的市场份额，排名前五的厂商分别为日本信越化学、日本胜高、中国台湾环球晶圆、德国世创、韩国鲜京砂特隆。
光掩模	<10%	光掩模市场主要为美国 Photronics、日本 DNP 以及日本 Toppan 三家公司所垄断，占比分别为 32%/27%/23%。国内仅部分公司在面板领域实现较好的技术和客户突破，而半导体领域极度依赖海外进口。
光刻胶	<10%	全球光刻胶生产制造主要被日本 JSR、东京应化、信越化学、住友化学等制造商所垄断；中国本土企业在光刻胶市场的份额较低，与国外光刻胶制造商仍存在差距。
电子特气	30-40%	全球电子特气市场主要被德国林德、美国空气化工、法国液化空气以及日本大阳日酸占据，其中林德占比 20.2%、液化空气占比 15.5%、空气化全占比 6.6%、大阳日酸占比 5.5%。
溅射靶材	30-40%	JX 金属、霍尼韦尔、东曹和普莱克斯等为代表的大型跨国企业囊括了金属提纯、靶材制造、溅射镀膜和终端应用等全产业链环节。另外，三井金属、住友化学、爱发科、世泰科、攀时等跨国公司在各自的优势靶材领域处于市场领先地位。
CMP 抛光材料	20-30%	抛光液和抛光垫是 CMP 核心材料，目前陶氏垄断了中国近 90% 的 CMP 抛光垫市场，80% 以上的中国抛光液市场也被海外厂商占据。
湿电子化学品	<10% (高端 EUV 光刻胶较低)	国内半导体用湿电子化学品市场中，欧美日韩企业占比近 80%，国产化率仅约 10%。

资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院，天天 IC 微信公众号，海通证券研究所

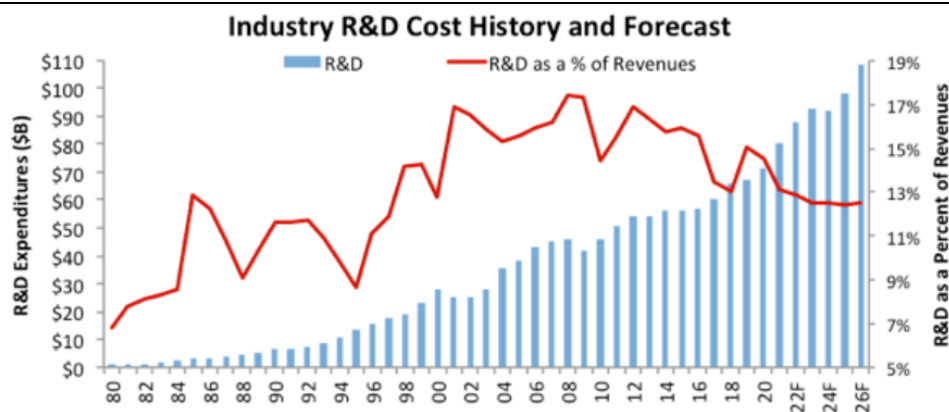
**此外，二十大报告强调自主创新，基础软硬件国产化行业或受益。**二十大报告指出，必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。要坚持教育优先发展、科技自立自强，加快建设教育强国、科技强国、人才强国。完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国

体制，强化国家战略科技力量，提升国家创新体系整体效能，形成具有全球竞争力的开放创新生态。加快实施创新驱动发展战略，加快实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，加快实施一批具有战略性全局性前瞻性的国家重大科技项目，增强自主创新能力。我们认为，报告的内容再次体现了我国领导层对核心技术自主可控高度重视，基础软硬件国产化行业发展或持续受益，长期估值维度体系可适用于半导体、云计算、人工智能等科技企业。

## 1.2 科技企业研发周期较长，当年研发支出多用以下注未来，估值时可将支出进行一定比例滞后计算

科技企业行业投资周期长，初创阶段需长期持续研发投入以实现未来回报。我们认为，科技行业是典型的资金和技术密集型产业，其行业投资周期长，研发投入开支大。公司在初创阶段，往往利润单薄，仅靠自有资金难以维系长期发展。为保持公司长久立足的技术优势，需要长期、持续不断的研发投入，因对资金的渴求程度十分迫切。以半导体行业为例，根据半导体产业纵横微信公众号援引 IC Insights，全球半导体公司的研发支出预计将在 2022 年增长 9%，达到 805 亿美元，预计全球半导体公司的总研发支出将在 2022~2026 年以 5.5% 的 CAGR 增长，2026 年达到 1086 亿美元。

图11 全球半导体研发支出及营收占比（十亿美元，%）

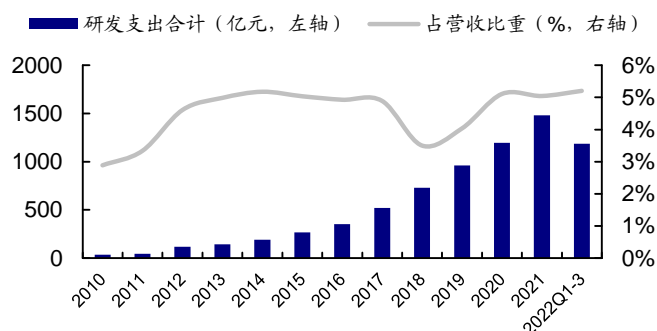


资料来源：半导体产业纵横微信公众号援引 IC Insights，海通证券研究所

具体而言，在 TMT 二级子行业中，各行业（以申万指数计）研发支出合计均在 2010-2022Q1-3 期间持续增长，其中研发支出占营收比重显著成长的行业为电子/计算机行业，2022Q1-3 分别达到 5.21%/9.60%。由于科技企业行业投资周期长，初创阶段需长期持续研发投入以实现未来回报，而国内部分科技细分行业均处于快速成长阶段，需要持续高水平研发支出下注未来，从“中特估值”体系出发，我们认为，进行估值时，可将项目研发支出按一定比例增加至当年归母净利润，合理分摊至后续年度。

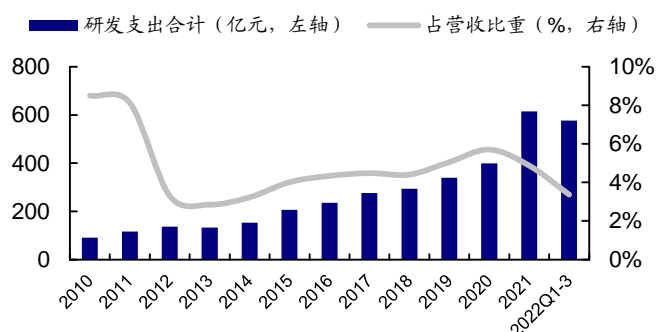


图12 2010-2022Q1-3 电子行业研发支出及营收占比（亿元，%）



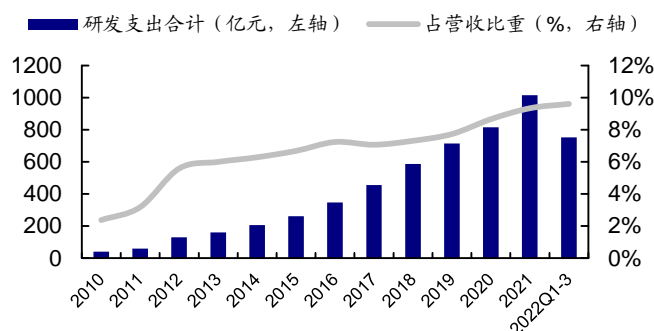
资料来源：wind，海通证券研究所 注：以电子（申万）指数计

图14 2010-2022Q1-3 通信行业研发支出及营收占比（亿元，%）



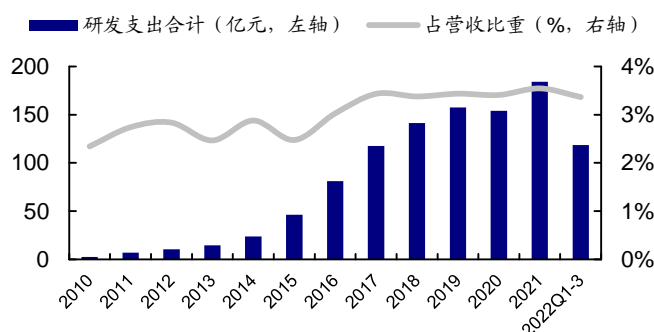
资料来源：wind，海通证券研究所 注：以通信（申万）指数计

图13 2010-2022Q1-3 计算机行业研发支出及营收占比（亿元，%）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：以计算机（申万）指数计

图15 2010-2022Q1-3 传媒行业研发支出及营收占比（亿元，%）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：以传媒（申万）指数计

### 1.3 国内科技企业成长性更高，细分赛道增速高于全球平均水平，可给予一定估值溢价

党的二十大开幕，报告再提“数字中国”，数字经济发展有望加快。2022年10月16日，中国共产党第二十次全国代表大会在北京开幕，习近平总书记代表第十九届中央委员会向党的二十大作报告。报告高度关注了我国科技发展，指出要建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》就提出要“不断做强做优做大我国数字经济，为构建数字中国提供有力支撑”。我们认为，此次报告提出 to 加快建设数字中国，作为数字中国支撑的数字经济也有望加速发展。

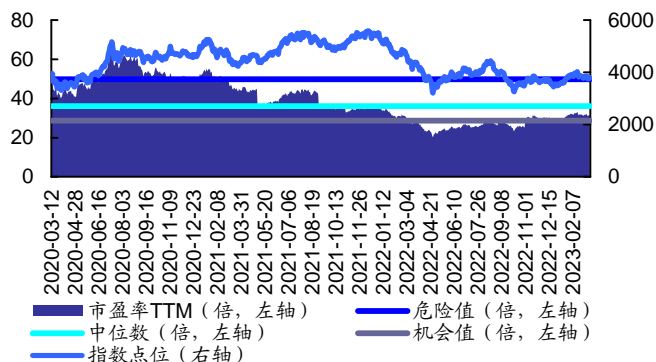
《数字中国建设整体布局规划》提创新体系自主自强，系统优化算力基础设施布局。2023年2月27日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，提出到2025年基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，实现数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放；要求系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。

2023年3月4日，全国两会正式开幕，突出科技聚焦自立自强，加快集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。3月5日，第十四届全国人民代表大会第一次会议举行开幕会。时任国务院总理李克强代表国务院向大会作政府工作报告，并简述今年政府工作重点。其中关于科技产业发展，李克强表示，科技政策要聚焦自立自强，要完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。李克强指出，要加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。



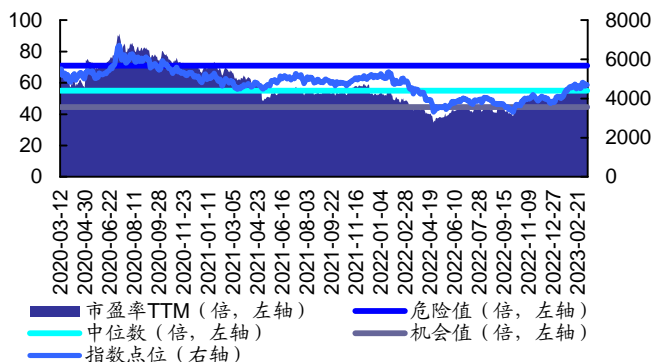
截止 2023/3/10，电子/计算机（申万）指数市盈率 TTM 分别为 31.18/58.79 倍。我们认为，近年来国内多次重申核心技术攻关，重视科技产业自立自强，在政策不断驱动下，国内科技企业成长性更高，部分细分赛道增速高于全球平均水平，可给予一定估值溢价。

图16 电子（申万）市盈率 TTM 情况（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：数据截止 2023/3/10

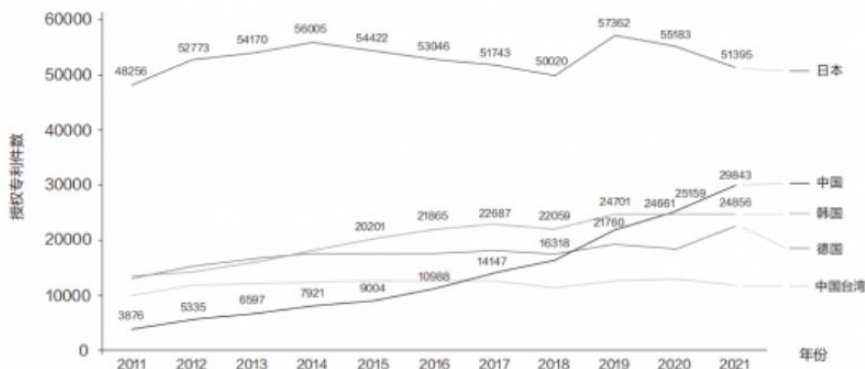
图17 计算机（申万）市盈率 TTM 情况（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所 注：数据截止 2023/3/10

根据联合国微信公众号援引世界产权组织发布的 2022 年全球创新指数，2022 年，在世界经济体创新能力及产出年度排名中，美国攀升至第二，而中国上升位次达到第 11 名，离前十仅一步之遥，此外，中国首次拥有与美国一样多的顶级科技集群，各为 21 个。根据创新研究微信公众号，2021 年中国获得美国授权的专利增长较多、增速较快，中国申请人获得的专利授权共 29843 件，比上年增长了 4684 件，增长率超过 18.6%，科技行业成长性可期。

图18 2011-2021 年美国专利商标局授权的部分国家（地区）专利对比情况



资料来源：创新研究微信公众号，海通证券研究所

## 2. 风险提示

政策改革推进不及预期，终端需求不及预期，半导体国产替代进程不及预期。

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业、电子行业  
余伟民 通信行业  
毛云聪 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,芯海科技,航天宏图,立昂微,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱,瑞芯微

### 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。