

## 专题策略

# 再论科创板：小荷初露尖尖角 ——再论科创板系列之一

### 投资要点：

市场进入筑底期，底部区域看长做长，“轻指数，重个股”，新一轮明星股将悄然展开有序市场，以史为鉴近 2-3 年上市新股将是新一轮明星股沃土，科创板叠加了其产业分布的鲜明时代感，是代表性板块。站在当前，我们认为科创板进入牛市初期，小荷初露尖尖角。一则，其产业分布映射当前的先进制造业崛起，以半导体、新能源、云计算、国防和医药为代表；二则，盈利高速增长，结合 Wind 一致盈利预测 22 年和 23 年均超 30%，与此同时估值触底，目前 PE-TTM 接近 2012 年创业板水平；三则，基金配置较低，截止 22Q1 科创板占基金配置比约 5%。接下来，我们认为市场最核心的特征在于，科创板中新一轮明星股将悄然展开有序上涨，是未来结构牛市的主战场。

#### □ 引言：次新股是牛股沃土

在介绍科创板之前，我们先说 A 股一个被忽视的规律：无论是 2013 年至 2015 年的牛市，还是 2019 年至 2021 年，次新股往往是牛股沃土。底层逻辑在于，次新板块是各阶段产业更迭在权益市场的映射。科创板自 2019 年 6 月开板，正是一批映射中国先进制造崛起的次新股。

#### □ 产业：鲜明时代感是内核

“无产业，不牛市”，展望十四五，以新能源、半导体、云计算、国防和生物医药为代表的制造业升级，是当前最具时代感的产业，科创板作为一批上市未满三年的次新股，恰好映射了中国制造业的升级崛起，这点正是夯实科创板牛市的底层逻辑。

#### □ 盈利：增速快且估值触底

科创板产业分布的鲜明时代感，并逐步兑现到板块业绩上，结合 Wind 一致盈利预测，科创板 22 年和 23 年的盈利增速分别为 64%、34%。就估值来看，整体法下（剔除负值），截至 5 月 20 日科创板 PE-TTM 为 35 倍而科创 50 为 34 倍。4 月 26 日是科创板最低点，彼时 PE-TTM 仅为 30 倍，接近 12 年 12 月创业板的 29 倍。

#### □ 基金：配置处在历史低位

截至 2022Q1，科创板占基金整体的配置比例约 5.3%，接近 2012Q4 的创业板。随着科创板的产业配置价值显性化，参考创业板的配置路径，当前科创板较低的基金配置，也意味着后续较大的加仓空间。

#### □ 似曾相识创业板：多维度

创业板自 2009 年 10 月推出，指数持续调整至 2012 年 1 月并于 2012 年 12 月二次探底后开启牛市。科创板自 2019 年 7 月推出，指数持续调整至 2022 年 5 月，持续调整近 3 年后，当前 PE-TTM 同样接近 2012 年的创业板。对创业板和科创板归一化处理，早期指数走势呈现出较强相似度。“历史会重演，但不会简单重复”，这些现象背后有其合理性。回顾十二五期间的创业板，展望十四五期间的科创板，产业分布的鲜明时代感是核心共性，换言之，创业板映射了十二五期间的互联网，而科创板映射了十四五时期的先进制造。与此同时，两者的次新股属性又强化了估值水平和基金持仓的变动规律。此外，从宏观维度，2012Q1 和 2022Q1 剩余流动性均由负转正，大势层面意味着市场触底，与此同时，经济从下行转为弱复苏，风格层面意味着成长占优。

**风险提示：**地缘冲突超预期；产业进展低预期；盈利增长低预期。

分析师：王杨

执业证书编号：S1230520080004

邮箱：wangyang02@stocke.com.cn

## 正文目录

<b>1、引言：次新股是牛股沃土</b>	<b>3</b>
1.1 复盘 2013 年至 2015 年	3
1.2 复盘 2019 年至 2021 年	3
1.3 总结：产业驱动是内核	4
<b>2、产业：鲜明时代感是内核</b>	<b>5</b>
2.1 复盘：无产业，不牛市	5
2.2 十四五：先进制造崛起	7
2.3 科创板：映射产业崛起	7
<b>3、盈利：增速快且估值触底</b>	<b>9</b>
3.1 盈利：未来两年仍高增	9
3.2 估值：接近 12 年创业板	10
<b>4、基金：配置处在历史低位</b>	<b>11</b>
<b>5、似曾相识创业板：多维度</b>	<b>13</b>
5.1 宏观：大势和风格共性	13
5.2 产业：互联网 VS 硬科技	15
5.3 估值：三年后降至最低	16
5.4 盈利：双创的不同之处	16
5.5 基金：双创早期均较低	17
5.6 总结：似曾相识燕归来	18
<b>6、科创板行业优质公司梳理</b>	<b>19</b>
<b>7、风险提示</b>	<b>20</b>

## 1、引言：次新股是牛股沃土

在介绍科创板之前，我们先说 A 股一个被忽视的规律：无论是 2013 年至 2015 年的牛市，还是 2019 年至 2021 年，次新股往往是牛股沃土。

我们认为背后的底层逻辑在于，每个阶段的次新股往往是彼时产业转型的缩影。

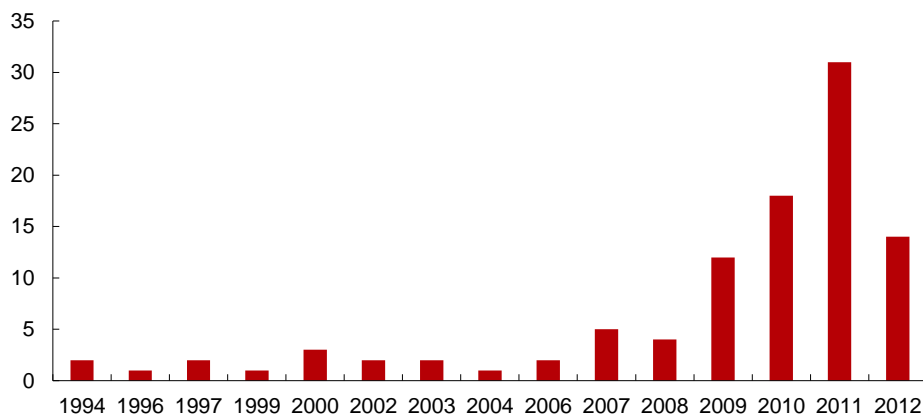
换言之，次新板块是各阶段产业更迭在权益市场的映射，亦是牛股沃土。一方面，次新股天然的时代感，使其具备较高的成长性，而这点恰恰是牛股最核心的属性。另一方面，基金持仓低的背景下，当次新股基本面拐点显现时，容易带来比较大的预期差。

科创板自 2019 年 6 月开板，正是一批映射中国先进制造崛起的次新股。

### 1.1 复盘 2013 年至 2015 年

以 2013 年至 2015 年的牛市为例，选取 2012 年 12 月 4 日至 2015 年 6 月 5 日涨幅前 100 的公司为统计样本，可以发现，上市时间主要集中在 2009-2012 年，占比 75%。

图 1: 20121204-20150605 涨幅居前上市时间分布

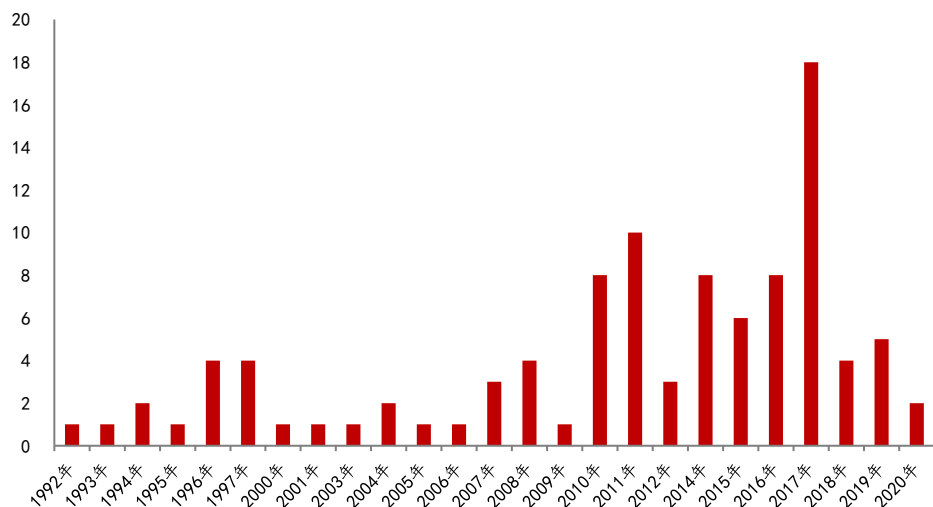


资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：上市日期在 2012 年 12 月 4 日之后的个股，为了剔除连板影响，涨跌区间起点为上市日期之后的 20 个交易日）

### 1.2 复盘 2019 年至 2021 年

以 2018 年 10 月 19 日至 2021 年 12 月 13 日区间涨幅前 100 的个股为统计样本。可以发现，2015 年以来上市公司占比为 43%。

图 2: 20181019-20211213 历史明星股上市时间分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：上市日期在 2018 年 10 月 19 日之后的个股，为了剔除连板影响，涨跌区间起点为上市日期之后的 20 个交易日）

### 1.3 总结：产业驱动是内核

投资者在选择股票的时候，往往会忽略上市时间这一指标。但实际上，从上市时间这一指标出发，反而更容易发现预期差，以 2012 年 12 月至 2015 年 6 月、2018 年 10 月至 2021 年 12 月两轮牛市为例，可以发现，彼时的明星股中次新股占比明显较高。

从供给端来看，次新股具备天然的时代感。原因在于，能够做到上市的新股多适应各阶段经济转型的大背景，因而具备较高的成长性，这恰恰是牛股最核心的属性。

从需求端来看，新股数量多、体量小、估值高等因素导致投资者对其关注不高，继而导致机构对 2-3 年上市的新股持仓较低，并具备比较高的预期差。但当次新股业绩拐点显现时，基金的加仓行为会对涨幅形成放大效应。

而科创板，正是一批具备鲜明时代感的次新股。2019 年 6 月科创板正式开板，7 月首批公司上市。

## 2、产业：鲜明时代感是内核

展望十四五，以新能源、半导体、云计算、国防装备和生物医药为代表的制造业升级，是当前最具时代感的产业。

科创板作为一批上市未满三年的次新股，恰好映射了中国制造业的升级崛起，这点正是夯实科创板牛市的底层逻辑。

### 2.1 复盘：无产业，不牛市

“无产业，不牛市”。即便是自下而上选股，行业也是最核心的考虑要素。我们对十倍股的行业进行统计，发现每轮牛市产生的十倍股都有其鲜明的产业共性。

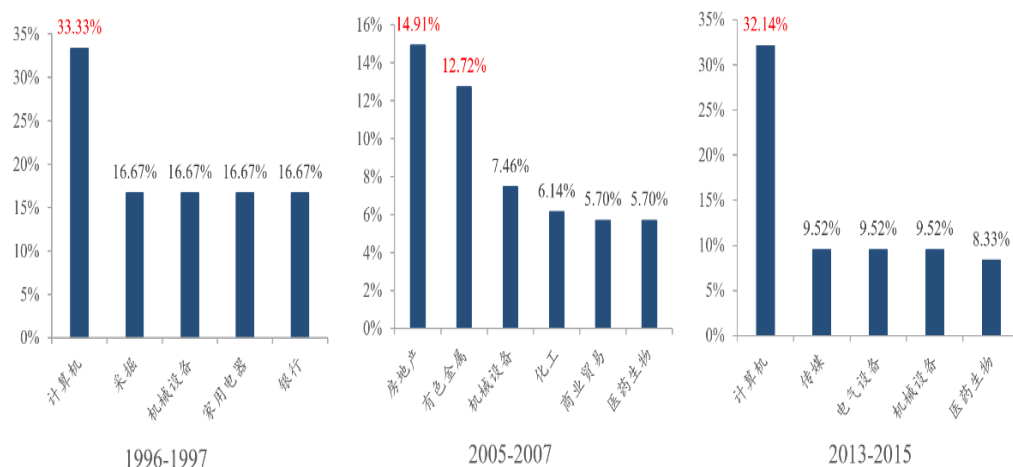
1996-1997 年牛市，十倍股的主要行业有计算机、采掘、机械设备、家用电器和银行，其中计算机占比最高为 33%。

2005-2007 年牛市，十倍股的主要行业有房地产、有色金属、机械设备、化工、商业贸易和医药生物，其中房地产和有色金属占比最高，分别为 15%和 13%。

2013-2015 年牛市，十倍股的主要行业有计算机、传媒、电气设备、机械设备和医药生物，其中计算机占比最高为 32%。

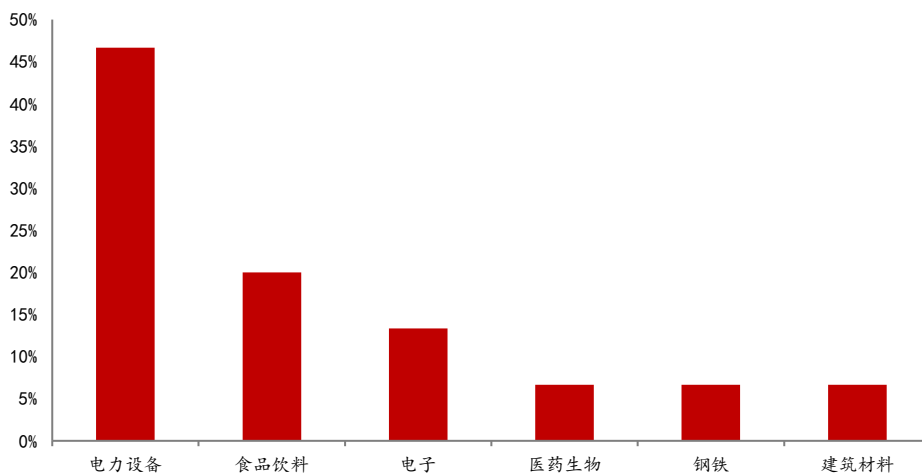
2019-2021 年牛市，十倍股的主要行业有电力设备、食品饮料、电子和医药生物，其中电力设备占比最高位 47%。

图 3：十倍股具备鲜明的时代感



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：剔除退市个股

图 4: 2019 至 2021 年牛市下十倍股分布

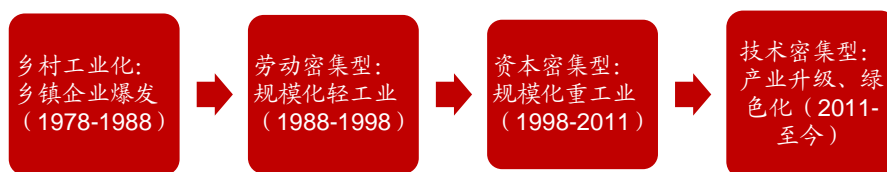


资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 剔除退市个股

从四次牛市中, 可以发现十倍股有鲜明的时代感。1996-1997 年这轮牛市中, 十倍股所处行业以轻工业为主; 2005-2007 年这轮牛市中, 十倍股所处行业以重工业为主; 2013-2015 年这轮牛市中, 十倍股所处行业以信息技术为主, 2019 年-2021 年这轮牛市中, 十倍股所处行业以新能源和硬科技为主。

四轮牛市背后的时代背景是, 继 1978-1988 年, 我国经历了乡镇企业异军突起后, 1988-1998 年, 我国开启了以规模化方式生产轻工业产品为特征的第一次工业革命。1998-2011 年, 轻工业规模扩大的基础上, 我国开始进入重工业高速发展阶段。而 2011 年工业化成熟之后, 技术升级和技术漫化驱动的产业升级、绿色低碳驱动的能源革命, 成为我国经济的最重要特征。

图 5: 1978 年以来我国工业化发展历程



资料来源: 中国能跨越中等收入陷阱吗, 浙商证券研究所

## 2.2 十四五：先进制造崛起

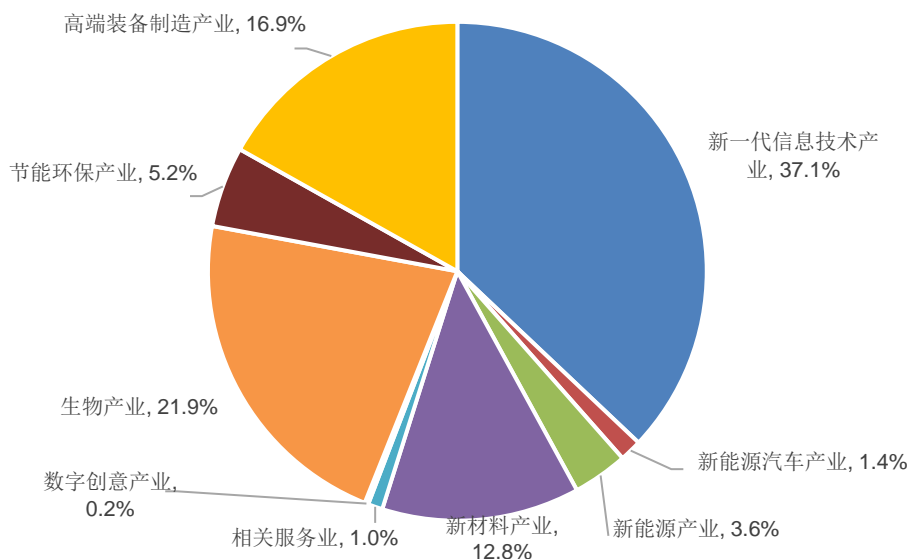
复杂多变的国际形势下,把握关键技术成为我国长期发展和国际竞争的重要基础。展望十四五,加速关键技术国产替代,成为时代主旋律,也是二级投资寻找牛股的关键线索。

近年来,国内持续落地“国产替代”领域政策,“自主可控”、“替代”、“加强原创”、“培育国产知名品牌”在 2016 年以来的会议和文件中被多次提及,半导体、新能源、云计算、航空航天、生物医药等关键领域的发展和突破亦在“十四五发展纲要”中被反复提及。

## 2.3 科创板：映射产业崛起

截止 2022 年 5 月 12 日,科创板共上市 420 家公司,根据科创板新兴产业一级行业分类,新一代信息技术产业(155 家, 36.9%)、生物产业(92 家, 21.9%)、高端装备制造业(71 家, 16.9%)、新材料产业(54 家, 12.9%)占比居前。

图 6: 科创板的新兴产业一级行业分类(截止 2022/5/12)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

具体到战略性新兴产业的二级分类,电子核心产业、生物医药、智能制造、新型软件和新型信息技术服务等占比居前,映射了当前蓬勃发展的半导体、新能源、云计算、国防和生物医药。

表 1: 科创板的新兴产业二级行业分类（截止 2022/5/12）

战略性新兴产业分类——二级行业	公司数量	占比
电子核心产业	81	19.29%
生物医药产业	59	14.05%
智能制造装备产业	54	12.86%
新兴软件和新型信息技术服务	46	10.95%
生物医学工程产业	28	6.67%
下一代信息网络产业	20	4.76%
先进石化化工新材料	20	4.76%
先进环保产业	13	3.10%
先进有色金属材料	12	2.86%
前沿新材料	8	1.90%
轨道交通装备产业	7	1.67%
智能电网产业	7	1.67%
高效节能产业	6	1.43%
太阳能产业	6	1.43%
先进无机非金属材料	5	1.19%
先进钢铁材料	5	1.19%
互联网与云计算、大数据服务	5	1.19%
航空装备产业	5	1.19%
卫星及应用产业	4	0.95%
新能源汽车装置、配件制造	4	0.95%
高性能纤维及制品和复合材料	4	0.95%
新技术与创新创业服务	3	0.71%
人工智能	3	0.71%
其他生物业	3	0.71%
资源循环利用产业	3	0.71%
风能产业	2	0.48%
生物农业及相关产业	1	0.24%
海洋工程装备产业	1	0.24%
新能源汽车相关服务	1	0.24%
其他相关服务	1	0.24%
新能源汽车相关设施制造	1	0.24%
生物质能产业	1	0.24%
数字创意技术设备制造	1	0.24%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体到个股，以科创板的市值前 10 大公司为例，中芯国际、晶科能源、天合光能、大全能源、百济神州-U 等，都是半导体、新能源、生物医药等领域的子领域龙头代表。



表 2: 科创板部分龙头公司 (截止 2022/5/20)

证券代码	证券简称	主营业务	上市日期	总市值 (亿)	营业总收入复合增速 (%，2019-2021 年)	净利润复合增速 (%，2019-2021 年)	估值 (TTM)
688981.SH	中芯国际	半导体	2020-07-16	3392	16	143	27
688223.SH	晶科能源	新能源	2022-01-26	1439	18	61	111
688599.SH	天合光能	新能源	2020-06-10	1370	21	48	65
688303.SH	大全能源	新能源	2021-07-22	1207	76	142	13
688235.SH	百济神州-U	生物医药	2021-12-15	1161	80	-138	-9
688180.SH	君实生物-U	生物医药	2020-07-15	1019	1012	0	-68
688111.SH	金山办公	国产办公软件	2019-11-18	963	43	50	98
688187.SH	时代电气	半导体	2021-09-07	778	-1	-8	37
688036.SH	传音控股	智能手机	2019-09-30	736	30	81	19
688008.SH	澜起科技	半导体	2019-07-22	730	13	4	73

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3、盈利：增速快且估值触底

科创板产业分布的鲜明时代感，并逐步兑现到板块业绩上，结合 Wind 一致盈利预测，科创板 22 年和 23 年的盈利增速分别为 64%、34%。

就估值来看，截至 5 月 20 日，整体法下 (剔除负值)，科创板 PE-TTM 为 35 倍，科创 50 为 34 倍，而科创 50 在 4 月 26 日的最低点 PE-TTM 仅为 30 倍。

#### 3.1 盈利：未来两年仍高增

就盈利增速来看，整体法下，根据截至 5 月 20 日的 Wind 一致盈利预测，测算得科创板 22 年和 23 年分别为 64%、34%，而科创 50 则分别为 39%、23%，较其他板块盈利优势突显。

表 3: 科创板与科创 50 估值与盈利预测 (截止 2022/5/20)

指标	板块	2020	2021	PE-TTM	2022E	2023E
市盈率 (整体法, 剔除负值)	科创板	-	-	35	29	23
	科创 50	-	-	34	29	24
指标	板块	2020	2021	2022Q1	2022E	2023E
归母净利增速	科创板	59%	76%	32%	63%	34%
	科创 50	89%	76%	43%	39%	23%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

分行业来看，结合 Wind 一致盈利预测，整体法下，剔除公司数量小于 5 个的行业。展望各行业的 22 年和 23 年盈利增速，基本都在 30% 以上。

表 4: 科创板分行业归母净利增速和预测 (剔除公司数量小于 5 个的行业)

行业	公司数量	Wind 盈利预测覆盖率	2020	2021	2022E	2023E
汽车	7	100%	235%	18%	257%	76%
医药生物	86	70%	79%	1194%	141%	34%
电力设备	40	88%	37%	65%	105%	33%
计算机	48	79%	49%	-27%	86%	47%
有色金属	6	100%	-4%	85%	77%	60%
通信	10	80%	-39%	-18%	71%	43%
环保	14	29%	10%	-14%	57%	36%
国防装备	20	60%	92%	19%	47%	43%
基础化工	27	74%	21%	21%	44%	39%
机械设备	73	75%	6%	6%	36%	31%
电子	82	79%	124%	147%	32%	29%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (截至 2022/5/20)

### 3.2 估值: 接近 12 年创业板

除了盈利增速外, 估值高低也是市场关注焦点, 因此我们借助历史复盘对此进行探讨。

从科创板当前估值来看, 截至 5 月 20 日, 整体法下 (剔除负值), 科创板 PE-TTM 为 35 倍, 科创 50 为 34 倍, 而科创 50 在 4 月 26 日的最低点 PE-TTM 仅为 30 倍。

参考创业板, 2012 年底和 2018 年底分别是创业板的两大市场底, 对应市盈率 (TTM) 分别为 29 倍和 28 倍。可以发现, 4 月 26 日低点的科创 50 估值已经接近当年创业板的市場底。

图 7: 科创板当前 PE-TTM 接近创业板 12 年和 18 年的水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 4、基金：配置处在历史低位

截至 5 月 12 日，以基金重仓股为测算口径，截至 2022Q1 基金（普通股票型+偏股混合型）持有科创板股票规模 870 亿，持有科创 50 股票规模 614 亿，而科创板总市值接近 4.9 万亿，科创 50 约 2.1 万亿。

截至 2022Q1，科创板占基金整体的配置比例约 5.3%，接近 2012Q4 的创业板。

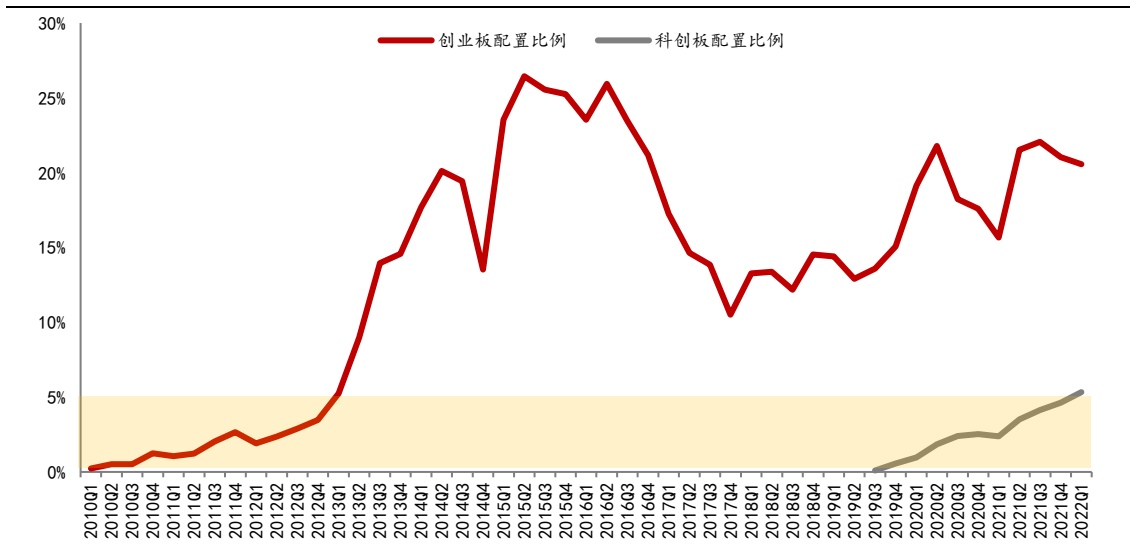
随着产业增长逐步兑现到板块盈利上，科创板的配置价值将日益显现。参考创业板的配置路径，当前科创板较低的基金配置比例，也意味着后续较大的加仓空间。

表 5: 科创板的基金配置情况（截止 2022/5/12）

	总市值（亿元）	自由流通市值（亿元）	基金持有市值（亿元）
科创板	49189	15049	870
科创 50	21346	7280	614

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：基金持仓市值=截至 22Q1 基金重仓股中关于科创板公司的持仓股数\*2022/5/12 收盘价）

图 8: 科创板的基金配置占比较低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 6：“普通股票型+偏股混合型”对科创板个股的持股市值占基金股票投资市值比**

2021Q3			2021Q4			2022Q1		
公司	看点	配置比(%)	公司	看点	配置比(%)	公司	看点	配置比(%)
美迪西	国内临床前 CRO 龙头	0.204	天合光能	光伏组件全球龙头	0.225	天合光能	光伏组件全球龙头	0.237
思瑞浦	国内信号链龙头	0.138	天奈科技	碳纳米管导电剂龙头	0.149	容百科技	三元正极材料龙头	0.208
天奈科技	碳纳米管导电剂龙头	0.137	思瑞浦	国内信号链龙头	0.148	晶晨股份	半导体影音类芯片设计龙头	0.207
中芯国际	纯晶圆代工龙头	0.123	晶晨股份	半导体影音类芯片设计龙头	0.144	天奈科技	碳纳米管导电剂龙头	0.176
天合光能	光伏组件龙头	0.119	石头科技	智能清洁机器人龙头	0.130	思瑞浦	国内信号链龙头	0.156
中微公司	刻蚀设备行业龙头	0.106	澜起科技	内存接口芯片全球龙头	0.127	石头科技	智能清洁机器人龙头	0.126
晶晨股份	半导体影音类芯片设计龙头	0.106	传音控股	非洲手机龙头	0.089	澜起科技	内存接口芯片全球龙头	0.111
石头科技	智能清洁机器人龙头	0.099	中微公司	刻蚀设备行业龙头	0.087	中微公司	刻蚀设备行业龙头	0.103
安恒信息	互联网安全服务龙头	0.092	容百科技	三元正极材料龙头	0.086	中芯国际	纯晶圆代工龙头	0.101
嘉元科技	高性能锂电铜箔龙头	0.076	中芯国际	纯晶圆代工龙头	0.086	西部超导	低温超导线材龙头	0.100
金山办公	国产办公软件龙头	0.075	西部超导	低温超导线材龙头	0.071	沪硅产业-U	半导体硅片领先企业	0.092
沪硅产业-U	半导体硅片领先企业	0.075	时代电气	轨道交通行业牵引变流系统龙头	0.068	美迪西	国内临床前 CRO 龙头	0.084
容百科技	三元正极材料龙头	0.073	嘉元科技	高性能锂电铜箔龙头	0.061	传音控股	非洲手机龙头	0.083
芯源微	国产涂胶显影设备龙头	0.056	睿创微纳	非制冷红外领先企业	0.061	晶科能源	太阳能光伏组件龙头	0.069
传音控股	非洲手机龙头	0.055	美迪西	国内临床前 CRO 龙头	0.055	金山办公	办公软件龙头	0.068
道通科技	汽车智能诊断龙头	0.054	安恒信息	互联网安全服务龙头	0.052	九号公司-WD	智能短交通龙头	0.064
西部超导	低温超导线材龙头	0.052	芯原股份-U	半导体 IP 供应龙头	0.051	奕瑞科技	X 线探测器国内龙头	0.060
华峰测控	国内半导体测试机龙头	0.044	道通科技	汽车智能诊断龙头	0.045	时代电气	轨道交通行业牵引变流系统龙头	0.057
澜起科技	内存接口芯片全球龙头	0.041	金山办公	办公软件龙头	0.044	嘉元科技	高性能锂电铜箔龙头	0.055
睿创微纳	非制冷红外领先企业	0.041	天宜上佳	高铁动车组粉末冶金闸片龙头	0.039	华峰测控	国内半导体测试机龙头	0.053

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：配置比是指“持股市值占基金股票投资市值比”

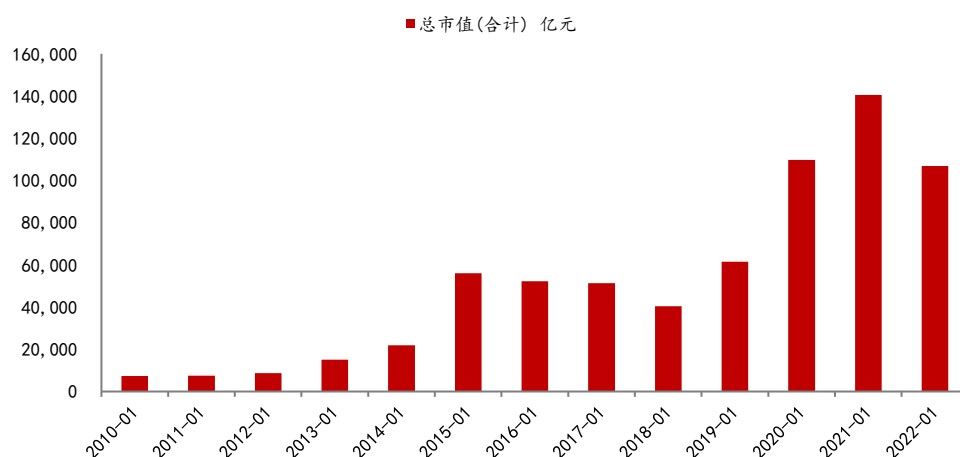
## 5、似曾相识创业板：多维度

“历史会重演，但不会简单重复”。回顾十二五期间的创业板，展望十四五期间的科创板，两者有诸多相似之处，其中产业分布的鲜明时代感是关键共性。换言之，两者分别映射了十二五时期和十四五时期的产业崛起。

基于此，我们对创业板和科创板的宏观背景、产业分布、盈利情况、估值变动和基金持仓进行对比分析。

2009 年 10 月 23 日，创业板正式开板，10 月 30 日，创业板内首批公司上市，至今已有十余年历史。

图 9：创业板的总市值变动情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.1 宏观：大势和风格共性

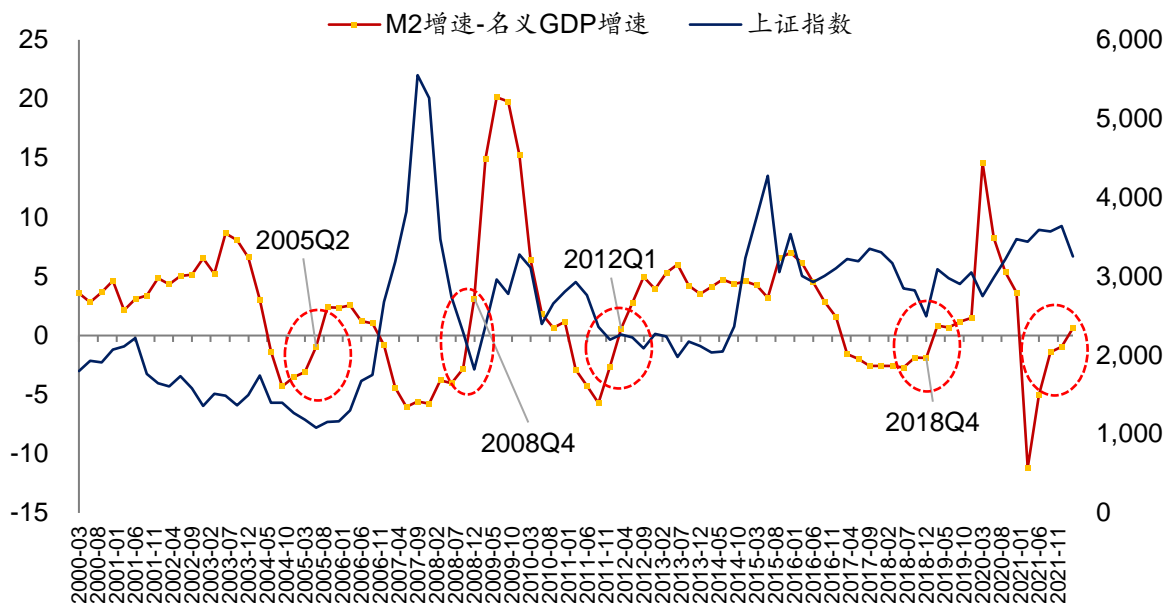
就市场环境来看，当前和 2012 年至 2013 年有诸多相似之处。

从大势角度，借助复盘可以发现，市场底通常领先经济底，市场底往往出现在剩余流动性由负转正期间。

回顾 2012 年 Q1，剩余流动性，也即“M2 增速-名义 GDP 增速”，由负转正。而截至 2022 年 Q1，剩余流动性再次由负转正。

这意味着，市场开始进入筑底期，结合筑底期的结构演绎规律，新一轮明星股开始悄然登场，展开有序上涨。

图 10: 2012Q1 和 2022Q1 剩余流动性均由负转正

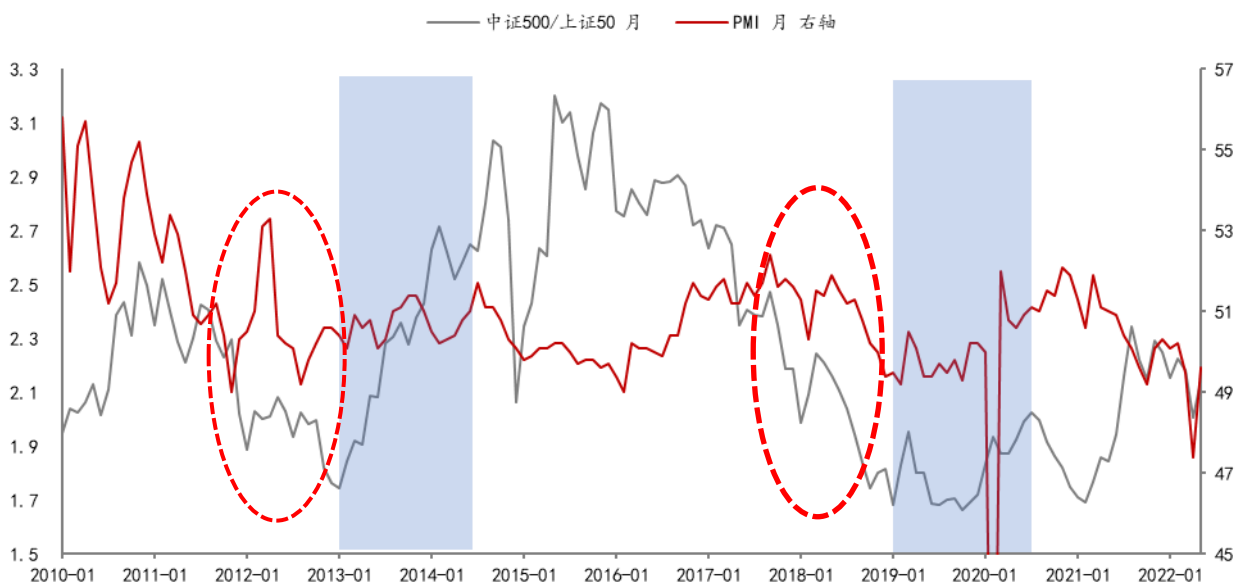


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从市场风格角度,我们以沪深 300 衡量价值风格,中证 500 指衡量成长风格,对经济状态和风格间的关系进行复盘。可以发现,强复苏阶段(2016-2017 年),价值风格表现占优;弱复苏阶段(2013 年、2019 年),成长风格表现占优。

回顾 2012 年至 2013 年,经济从下行走向弱复苏,成长风格占优。展望 2022 年,随着复产复工推进,叠加常态化核酸检测,在房住不炒的大背景下,我们认为经济也将触底后走向弱复苏,预计接下来中小成长机会更占优。

图 11: 经济弱复苏背景下成长风格占优



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2 产业：互联网 VS 硬科技

2013 年至 2015 年创业板牛市的底层逻辑在于其产业分布的鲜明时代感，也即彼时创业板的产业分布以“互联网+”为主，映射了当时蓬勃发展的互联网行业。

截止 2012 年底，创业板共 349 家公司申万二级行业分布情况。其中，计算机应用行业 43 家，占比最大 12.3%，其次为化学制品 22 家（6.3%），通用机械 17 家（4.9%），光学光电子 16 家（4.6%），环保工程及服务 16 家（4.6%），专用设备 16 家（4.6%）。

2013 年至 2015 年期间，智能手机渗透率持续提升，互联网和手游进入快速发展期，此背景下创业板指数优势突显，期间创业板指数获得累计超额收益率 250%+。

观察当下的科创板，其产业分布以先进制造业为主，以新能源、半导体、云计算、国防装备和生物医药为代表，这是十四五期间最具时代感的产业之一。

表 7：截止 2012 年底创业板的行业分布

申万二级行业	数量	占比	申万二级行业	数量	占比
计算机应用	43	12.3%	汽车零部件 II	3	0.9%
化学制品	22	6.3%	物流 II	3	0.9%
通用机械	17	4.9%	园林工程 II	3	0.9%
光学光电子	16	4.6%	畜禽养殖 II	2	0.6%
环保工程及服务 II	16	4.6%	船舶制造 II	2	0.6%
专用设备	16	4.6%	工业金属	2	0.6%
电源设备	15	4.3%	金属非金属新材料	2	0.6%
通信设备	15	4.3%	橡胶	2	0.6%
医疗器械 II	13	3.7%	种植业	2	0.6%
互联网传媒	11	3.2%	包装印刷 II	1	0.3%
化学制药	10	2.9%	玻璃制造 II	1	0.3%
仪器仪表 II	10	2.9%	电力	1	0.3%
营销传播	10	2.9%	动物保健 II	1	0.3%
电子制造	9	2.6%	服装家纺	1	0.3%
计算机设备 II	9	2.6%	航空装备 II	1	0.3%
文化传媒	9	2.6%	化学原料	1	0.3%
半导体	7	2.0%	基础建设	1	0.3%
电气自动化设备	7	2.0%	家用轻工	1	0.3%
生物制品 II	7	2.0%	金属制品 II	1	0.3%
塑料	7	2.0%	景点	1	0.3%
白色家电	6	1.7%	旅游综合 II	1	0.3%
高低压设备	6	1.7%	农业综合 II	1	0.3%
中药 II	5	1.4%	石油化工	1	0.3%
医疗服务 II	4	1.1%	食品加工	1	0.3%
采掘服务	3	0.9%	渔业	1	0.3%
多元金融 II	3	0.9%	运输设备 II	1	0.3%
航天装备 II	3	0.9%	证券 II	1	0.3%
农产品加工	3	0.9%	专业零售	1	0.3%
其他电子 II	3	0.9%	综合 II	1	0.3%
其他建材 II	3	0.9%			

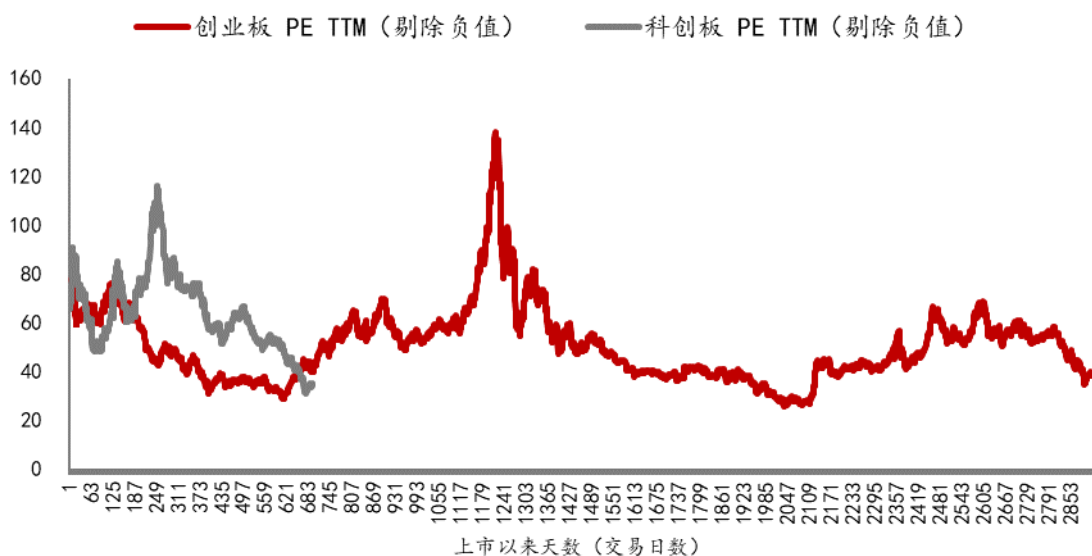
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.3 估值：三年后降至最低

从创业板估值变迁历史来看，创业板估值在上市两年半内呈下行趋势，2012 月 12 月 3 日创业板 PE-TTM 降至 29 倍后，板块估值见底，而后迎来了长达近三年的长牛行情。

对比科创板来看，两者估值走势呈现出高度的相似性。科创板上市近三年来，其市盈率持续波动下行，2022 年 4 月 28 日科创板 PE-TTM 见底，降至 31 倍，与创业板见底时估值高度接近。

图 12：科创板和创业板的估值变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.4 盈利：双创的不同之处

从创业板和科创板推出后的盈利情况来看，创业板整体波动较大，而受益于注册制科创板整体更为稳定。

就创业板而言，盈利增速自第一年（2009 年）持续下滑，直至第四年触底回升。

就科创板而言，整体营收增速和归母净利增速自第一年（2019 年）至第四年持续提升，根据 Wind 一致盈利预测，2023 年科创板整体营收增速约为 27.1%，归母净利增速约 34.3%，尽管相较于 2022 年边际回落，但盈利增速仍超 30%。



表 8: 创业板和科创板上市初期盈利表现情况

日期	归母净利润合计同比增长率 %		营业收入合计同比增长率 %		销售净利率整体法 %	
	科创板	创业板	科创板	创业板	科创板	创业板
上市第一年	26.4	48.2	13.0	36.3	13.3	19.3
上市第二年	57.8	29.3	19.7	38.6	12.4	17.0
上市第三年	62.9	11.8	37.0	26.2	12.2	15.3
上市第四年	63.5	-8.6	46.5	15.7	12.2	12.7
上市第五年	34.3	10.1	27.1	24.3	12.9	11.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 科创板第四年和第五年盈利数据为 Wind 一致盈利预测值 (数据截至 5/31)

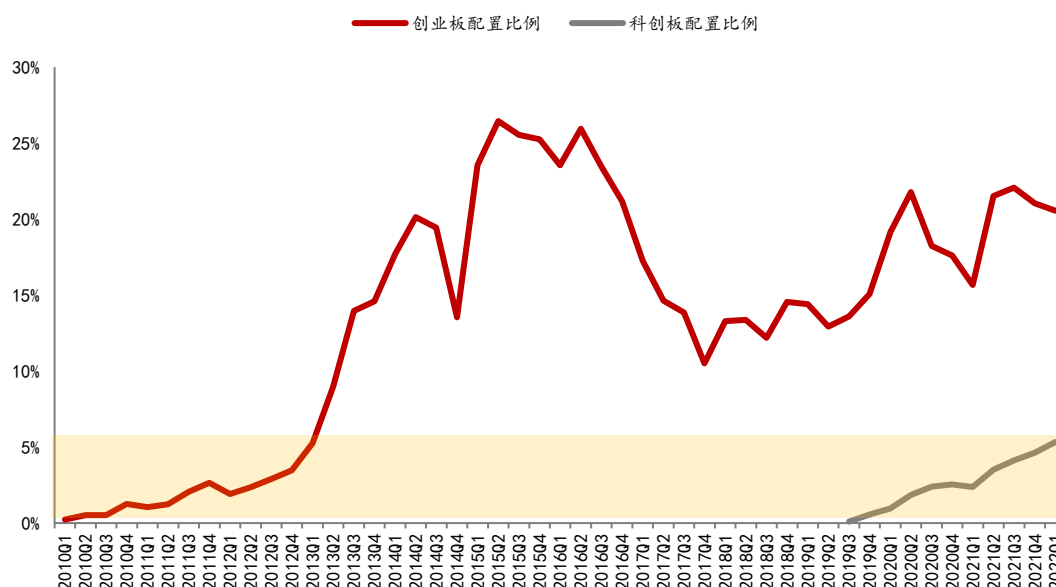
## 5.5 基金: 双创早期均较低

以基金重仓股为测算口径, 在创业板成立的前三年, 板块基金配置比例一直处于较低的水平, 2010 年至 2012 年期间基金配置比例持续低于 4%, 与现阶段科创板基金持仓表现相似。

但从 2013 年至 2015 年, 创业板基金持仓比例快速攀升, 2015 年 Q2 持仓比例高达 26%, 较 2012 年 Q4 实现多倍增长。

截至 2022Q1, 科创板占基金整体的配置比例约 5.3%, 接近 2012Q4 的创业板。

图 13: 科创板目前配置比例与 2012Q4 的创业板配置情况接近



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.6 总结：似曾相识燕归来

对创业板和科创板归一化处理后，早期指数走势呈现出较强相似度。

创业板自 2009 年 10 月推出，指数持续调整至 2012 年 1 月并于 2012 年 12 月二次探底后开启牛市。

科创板自 2019 年 7 月推出，指数持续调整至 2022 年 5 月，持续调整近 3 年后，当前 PE-TTM 同样接近 2012 年的创业板。

**“历史会重演，但不会简单重复”，这些现象背后有其合理性。**回顾十二五期间的创业板，展望十四五期间的科创板，两者有诸多相似之处，其中产业分布的鲜明时代感是关键共性。与此同时，两者的次新股属性又强化了估值水平和基金持仓的变动规律。

图 14：创业板和科创板指数归一化后走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：归一化处理为=指数点位/上市一年后点位）

## 6、科创板行业优质公司梳理

我们结合各行业分析师观点，对科创板的部分优质龙头整理如下。

表 9：科创板各行业的优质公司梳理

证券简称	行业	核心逻辑	总市值 (亿)	净利复合 增速 (%)	净利润同比增速 (%)		Wind 一致预测 盈利增速(%)		毛利率 (%)	PE- TTM	PEG
			20220531	19-21 年	2021	2022Q1	2022E	2023E	2022Q1	最新	2022E
中芯国际	电子	国内晶圆代工龙头	3392	145	148	175	15	10	41	27	1.8
时代电气	电子	轨交电气龙头，IGBT 打开成长空间	798	-13	-18	31	18	16	36	38	1.9
澜起科技	电子	全球内存接口芯片龙头	728	-6	-25	128	70	47	43	73	0.7
中微公司	电子	半导体刻蚀设备龙头	711	132	105	-15	7	27	45	72	9.6
晶晨股份	电子	泛音视频 SoC 龙头	443	127	607	202	47	31	41	45	0.8
思瑞浦	电子	国产模拟芯片龙头	440	150	141	194	20	65	57	87	4
复旦微电	电子	国内数字芯片设计领军企业	418	127	287	170	44	31	64	63	1.3
盛美上海	电子	半导体清洗设备龙头	361	40	35	-89	54	47	47	155	1.6
艾为电子	电子	模拟芯片领军者	245	79	184	74	49	50	47	78	1.2
安路科技-U	电子	领先的 FPGA 芯片供应商	223	0	-399	206	110	1180	36	-1179	68.8
东微半导	电子	超级结 MOSFET 领先企业	170	302	431	130	64	40	33	98	1.1
安集科技	电子	CMP 抛光液国内龙头	155	38	-19	1830	75	42	51	95	0.9
神工股份	电子	刻蚀用单晶硅龙头	99	68	118	27	34	30	60	43	1
芯朋微	电子	电源管理芯片核心供应商	83	74	102	14	30	38	42	40	1.1
华特气体	电子	中国电子特气先行者	75	33	21	41	34	40	26	53	1.2
金山办公	计算机	国产办公软件龙头	945	61	19	-18	31	35	87	96	2.3
中控技术	计算机	工控信息龙头	379	26	37	71	32	31	39	62	1.5
奥普特	机械设备	机器视觉核心部件龙头	171	21	24	1	30	31	65	56	1.4
宏华数科	机械设备	数码喷印龙头	148	25	32	31	47	43	45	61	0.9
绿的谐波	机械设备	国产谐波减速器龙头	130	80	131	0	45	40	52	69	1.1
海目星	机械设备	激光自动化平台公司	110	-13	41	149	226	125	34	77	0.1
炬光科技	机械设备	半导体激光器厂商	103	69	94	121	77	64	55	131	1.1
联赢激光	机械设备	激光焊接锂电设备龙头	83	13	37	17	248	71	38	89	0.1
天宜上佳	机械设备	新材料平台企业	78	-20	53	234	109	41	58	39	0.2
欧科亿	机械设备	刀具龙头	65	59	107	23	31	34	36	28	0.7
华锐精密	机械设备	刀具龙头	57	50	82	16	34	39	49	34	0.8
西部超导	国防	军用钛合金龙头	431	116	100	67	33	37	41	52	1.3
睿创微纳	国防	非制冷红外龙头	175	51	-21	-62	47	37	47	45	0.6
航宇科技	国防	航空发动机环形锻件领域核心供应商	80	61	91	60	45	41	35	51	0.9
智明达	国防	国内领先的军用嵌入式计算机模块提供商	56	37	30	-7	35	50	55	51	1.1
上声电子	汽车	发家于车载扬声器，进击的汽车声学系统平台型供应商	81	-12	-20	-42	127	67	20	157	0.5
菱电电控	汽车	国产 EMS 龙头	69	30	-12	12	79	47	38	48	0.4
金宏气体	化工	工业气体细分龙头	90	-3	-15	1	71	46	33	54	0.4
大全能源	电力设备	硅料龙头	1177	381	449	641	105	-18	64	12	0.1

容百科技	电力设备	高镍正极龙头	417	223	328	145	119	52	14	38	0.2
长远锂科	电力设备	三元正极潜力公司	329	84	538	164	92	45	16	37	0.3
珠海冠宇	电力设备	全球消费锂电细分龙头	311	48	16	-80	5	65	19	42	5.9
天奈科技	电力设备	碳纳米管导电剂龙头	296	64	176	88	112	73	32	86	0.4
杭可科技	电力设备	全球锂电后段设备龙头	240	-10	-37	80	184	79	30	87	0.2
奥特维	电力设备	串焊机设备龙头	237	125	139	109	49	39	39	56	0.9
固德威	电力设备	组串式光伏逆变器龙头	233	65	7	-87	107	57	30	107	0.4
金博股份	电力设备	光伏热场龙头	195	154	197	163	34	30	53	31	0.8
高测股份	电力设备	光伏切片设备龙头	140	132	193	173	160	47	38	60	0.2
先惠技术	电力设备	锂电池模组/PACK 产线龙头	64	-1	15	20	255	64	24	87	0.1
百济神州-U	医药生物	具备国际竞争力的创新药公司	1187	-23	14	-966	18	41	79	-9	-0.8
君实生物-U	医药生物	国内第一梯队的创新型生物制药公司	769	2	57	-205	-40	68	74	-51	1.9
康希诺	医药生物	创新型疫苗先锋	432	277	583	960	-51	52	70	21	-0.9
诺唯赞	医药生物	从核心原料到一体化拓展的生物试剂企业	290	413	-17	28	38	5	75	37	0.8
纳微科技	医药生物	纳米微球龙头，色谱填料龙头	276	183	159	176	56	52	84	122	1.7
海尔生物	医药生物	生物医疗低温存储国产领军企业	228	115	122	-73	-27	33	51	42	-1.4
南微医学	医药生物	内镜诊疗耗材国产龙头	135	3	25	-35	27	36	62	45	1.2
心脉医疗	医药生物	创新器械进入商业化放量阶段的血管介入龙头	132	49	47	21	35	34	78	39	0.9
皓元医药	医药生物	CDMO 业务快速拓展的研发工具提供商	112	61	49	15	44	48	57	56	0.9
键凯科技	医药生物	应用场景加速拓展的 PEG 提供商	110	69	105	45	39	33	86	57	1.2
和元生物	医药生物	国内 CGT CDMO 领先企业	92	87	-43	29	50	56	51	161	2.3
博瑞医药	医药生物	高技术平台加速拓展的创新公司	90	48	44	25	33	37	64	35	0.8
阳光诺和	医药生物	一体化拓展的国内 CRO 领先企业	76	49	46	63	42	42	57	64	1.2
海泰新光	医药生物	一体化拓展的内镜上游供应商	70	28	22	37	44	36	66	55	1
澳华内镜	医药生物	深耕软镜的国产替代领先企业	57	4	208	-64	10	56	69	111	9.4
伟思医疗	医药生物	磁刺激、康复领域国产领先企业	34	34	24	-46	28	30	75	21	0.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 7、风险提示

- 1、地缘冲突超预期。
- 2、产业进展低预期。
- 3、盈利增长低预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业股价相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业股价相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业股价相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业股价相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。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。

投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80106041

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>