

拥抱科创，布局未来

——注册制三年投资启示录

中小盘&科创板团队 证券分析师：王秀钢

SAC NO:S1120519020001

2023年5月12日



■ 硬科技赋予科创板强烈使命感，高研发&强激励是成长的源动力

- 1、注册制等系列制度红利以及“硬科技”定位吸引了大批高科技企业上市，产业集聚效应逐渐增强；
- 2、科创企业研发强度显著更高，叠加高效的激励确保科创人才和公司利益统一，驱动业绩维持高增。

■ 科创板新股上市后分化显著，新兴产业中小次新表现更为优异

- 1、科创板新股上市后易出现大幅上涨，经过一年的蛰伏期后逐渐开始分化，优质公司“强者恒强”；
- 2、中小次新是牛股的集中营，高增长个股的背后是优质的赛道、高增长的业绩以及政策的高度支持。

■ 盈利改善+估值触底+配置空间足，多因素支撑科创板向上趋势

- 1、中小科创企业受疫情影响明显，疫后复苏弹性大，同时IPO投产期陆续到来，2023年业绩高增长可期；
- 2、科创板估值经过三年消化已至历史低位、安全边际高，同时流通股的大量释放亦为机构增配提供空间；
- 3、市场判断：经济弱复苏、流动性偏宽松，新兴成长将占优；中小科创较大的预期差是超额收益的重要来源。

■ 选股核心逻辑：关注数字经济主线下的科创企业成长红利

■ 受益标的：开普云、航天宏图、山大地纬、交控科技

■ 风险提示：中美贸易摩擦加剧、相关政策低于预期、企业研发转化低于预期等。

目录

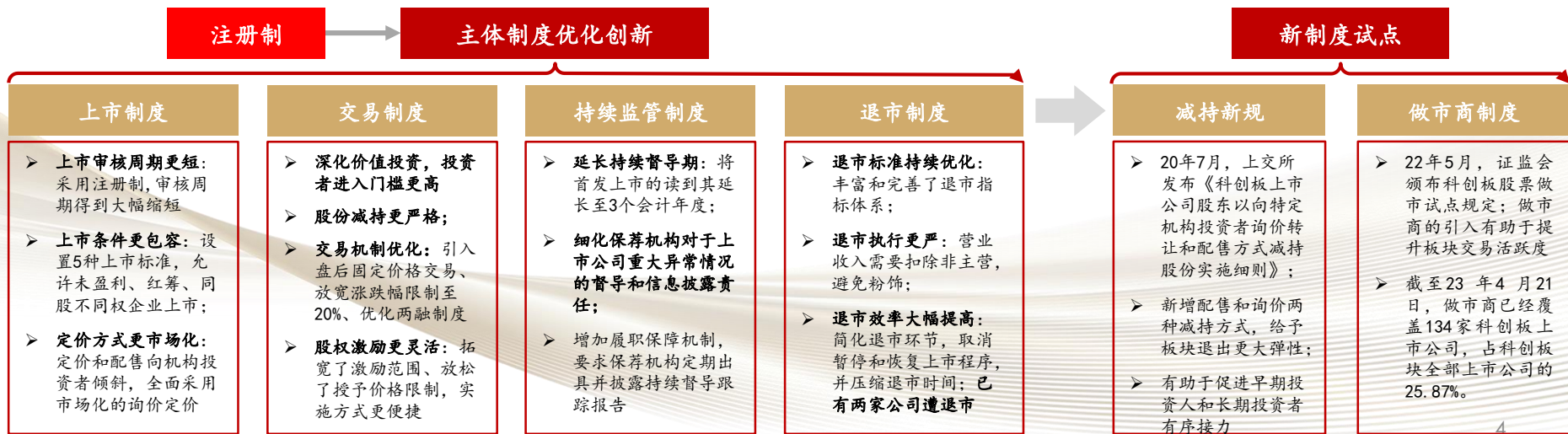
- 01 硬科技赋予科创板强烈使命感，高研发&强激励是成长的源动力
- 02 科创板个股上市后分化显著，新兴产业中小次新表现更为优异
- 03 盈利改善+估值触底+配置空间足，多因素支撑科创板向上趋势
- 04 选股核心逻辑：建议关注数字经济主线下的科创企业成长红利
- 05 风险提示

01 硬科技赋予科创板强烈使命感，高研发&强激励是成长的源动力

1.1 注册制&配套创新，科创板“示范田”效应日益凸显

- 科创板设立至今已近4年，在中国资本市场改革进程中发挥重要示范作用：2019年6月13日，科创板正式推出，开启了注册制先河，在上市发行、交易、信息披露和退市等多个环节进行制度创新，更具包容性、科学性，有效改善了我国科创企业的资本环境；此后，科创板相继引入减持新规、做市商等多项创新试点，持续引领资本市场深化改革。经过近四年探索，科创板“示范田”效应日益凸显，为我国资本市场深化改革奠定了坚实基础。

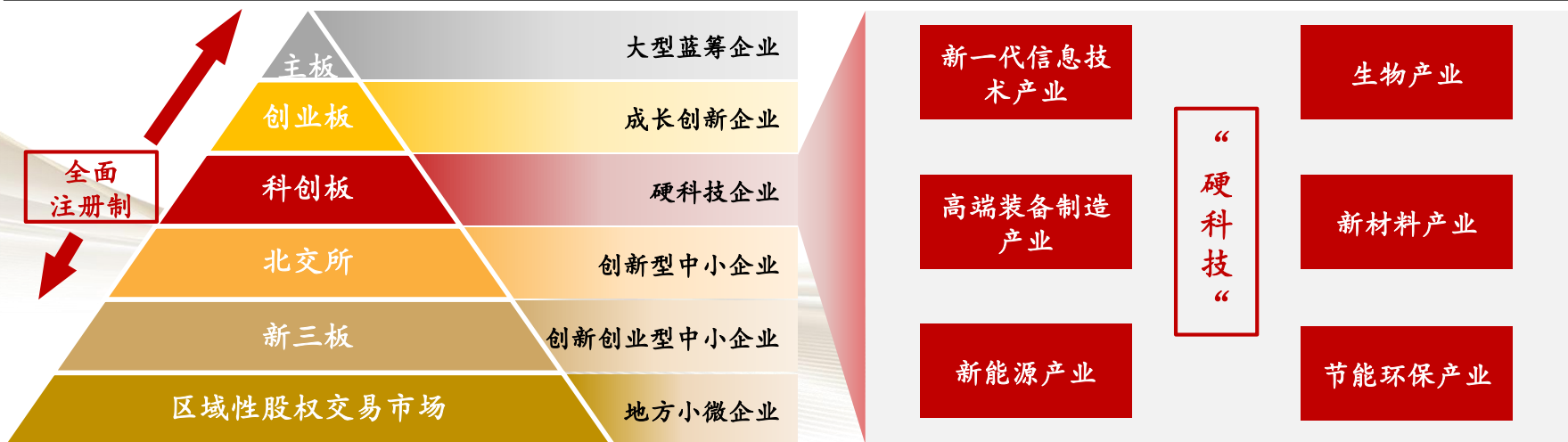
图：科创板围绕注册制进行主体制度优化，结合持续制度创新激发市场活力



1.2 多层次资本市场日趋成熟，“硬科技”是科创板的核心底色

- **多层次资本市场从有到优、日趋成熟：**注册制是资本市场全面深化改革的“牛鼻子”工程，随着科创板的推出、北交所的设立、全面注册制的落地，我国多层次资本市场体系从有到优，对实体经济的适配性大幅增强。
- **科创板与其他板块错位，聚焦“硬科技”：**相比其他板块，科创板重点聚焦新一代信息技术、高端装备、生物医药、新材料、节能环保、新能源等六大科技前沿领域，“硬科技”色彩尤为浓厚，中国版“纳斯达克”正在形成。

图：中国多层次资本市场体系及其各细分板块定位



1.3 定位高度契合国家战略，“硬科技”赋予科创板强烈使命感

- 科创板承载着中国科技创新、安全可控的重任，意义重大：目前，全球政治、经济格局加速重构与演变，科技产业逆全球化浪潮愈演愈烈；与此同时，中国经济正处于从高速增长转向高质量发展的“调速换挡”期，科技领域的竞争将成为大国博弈主战场。科创板作为高科技创新企业的主阵地，秉承“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求”的战略定位，肩负着疏解科创企业融资难的历史重任，具有强烈的使命感。

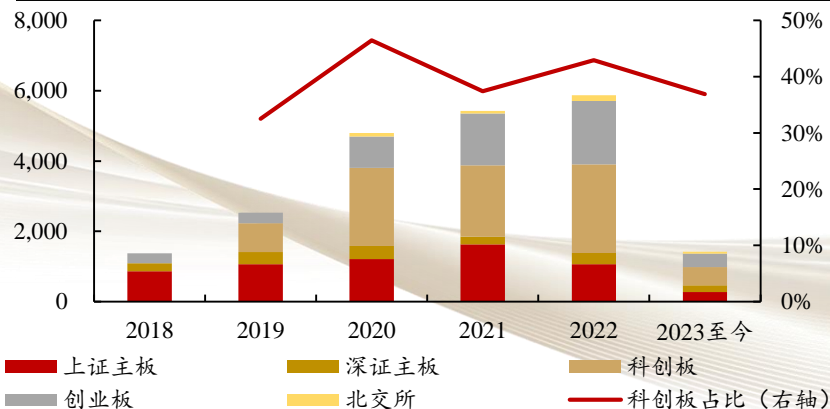
表：科技创新、自主可控是当前政策规划的两大关键词

时间	会议/政策	相关内容概要
2023年03月	2023年政府工作报告	<ul style="list-style-type: none"> 在对今年政府工作的建议中，强调：科技政策要聚焦自立自强，也要坚持国际合作。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，支持和突出企业科技创新主体地位，加大科技人才及团队培养支持力度。
2022年10月	二十大报告	<ul style="list-style-type: none"> 未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，主要目标任务是：经济高质量发展取得新突破，科技自立自强能力显著提升； 推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎； 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，加快实现高水平科技自立自强。
2021年03月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 加强原创性引领性科技攻关。瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。 坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展。

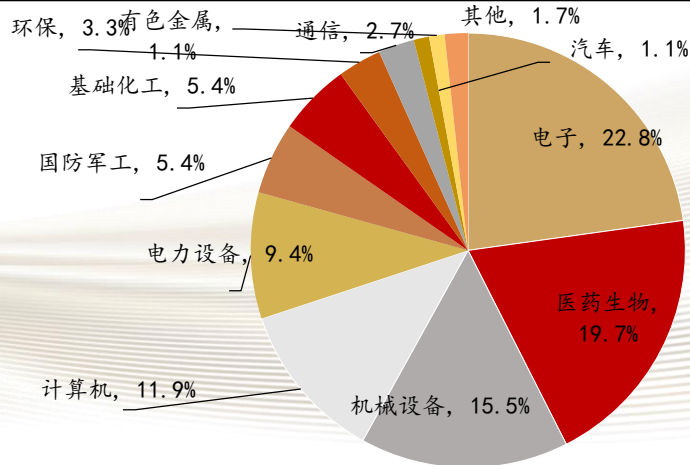
1.4 科创板开板四年成绩斐然，给科创成长企业以力量

- 注册制等制度红利下科创板 IPO 快速扩容，有效助力“硬科技”企业发展：截至2023年5月12日，科创板共实现521家公司上市，实现首发募资8,124.22亿元，占同期A股IPO数量的31.90%，占同期A股IPO募集金额的41.86%，为IPO市场的关键力量；此外，硬科技定位获得了市场的广泛认可，平均超募比为28.64%。
- 科创板已成为“硬科技”企业主阵地，产业集聚效应逐渐显现：科创板聚焦“硬科技”、深耕“试验田”的定位集聚了大批科技企业上市，上市公司高度集中于高新技术与战略性新兴产业，其中生物医药、集成电路、高端装备、信息技术等领域合计占比近七成，硬科技产业集聚效应持续增强。

图：科创板开板后 IPO 募集金额快速扩容（亿元）



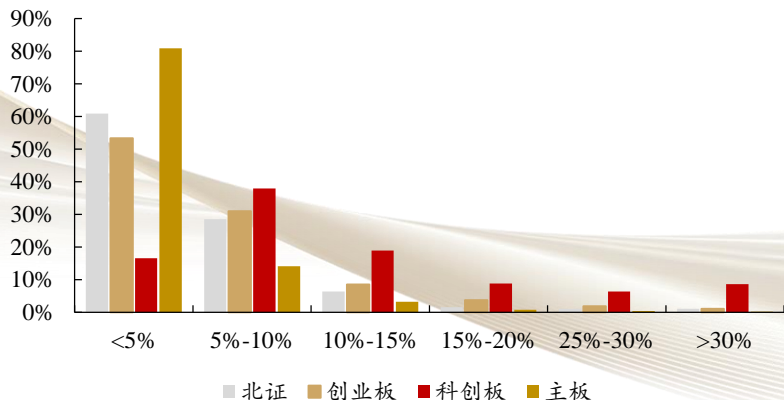
图：科创板 IPO 数量的行业分布情况



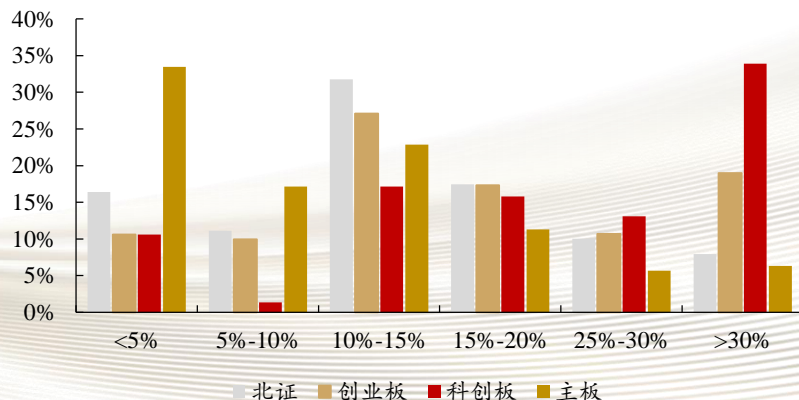
1.5 科创板研发强度显著更高，是孕育企业长期成长潜力的关键动能

- **科创板公司研发强度显著更高，高研发投入孕育企业长期成长潜力：**科创板定位于“硬科技”，研发投入比、研发人员比等指标显著高于其他板块。从研发投入看，科创板研发投入占营业收入比平均为12.52%，其中42.77%的企业研发投入占营收比超10%，23.89%的企业研发投入占营收比超15%；研发人员占比方面，2021年科创板企业研发人员占比超过30%的企业数量比例约33.91%，远超其他板块。高研发特质与科创板高科技定位相匹配，一方面高强度科技研发不断夯实企业核心竞争力，进而支撑业绩高速增长，另一方面业绩增长又可进一步促进公司研发投入的增加，形成推动企业长期成长的良性循环。

图：各板块研发费用占营收比分布情况



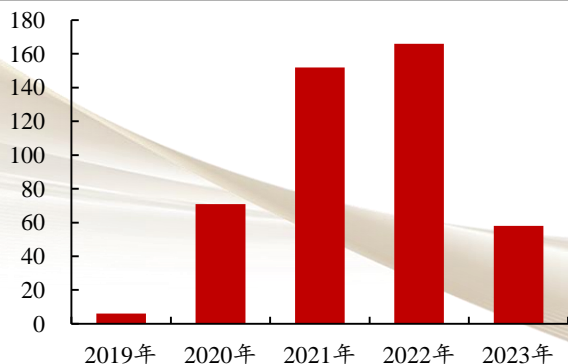
图：各板块研发人员占比分布情况



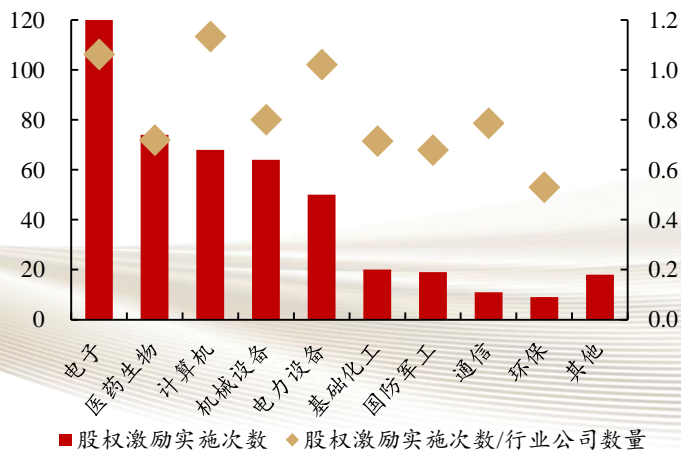
1.6 股权激励规则的优化创新，是链接科创人才与公司利益一致的密钥

- 股权激励规则的优化创新更符合科创企业发展，有助于激发员工积极性和创造性：相比主板，科创板的股权激励制度更为灵活，扩大了激励对象范围、提高了激励股份的比例上限、放松了授予价格的约束等；实际方案中，除财务指标外，部分企业在考核标准中还增设产品研发进展等多维指标，进一步激发科技人才的创新动力。
- 超半数科创企业上市后实施股权激励，以第二类限制性股票为主：截至5月12日，科创板共有313家上市公司实施股权激励（102家公司超2次；信息技术行业居多），占科创板公司总数的59.96%，其中科创板特有的第二类限制性股票具有便捷高效的特性，是科创板企业的主要激励工具，为科创企业吸引、留住人才奠定坚实基础。

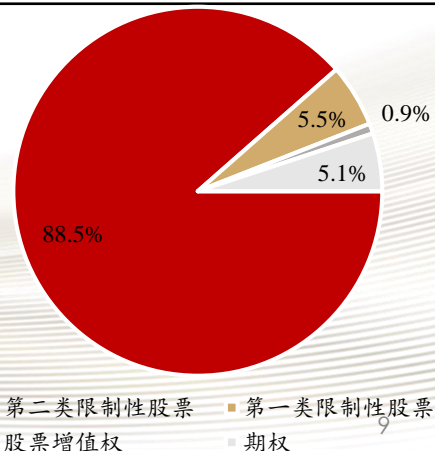
图：各年度股权激励实施情况



图：分行业股权激励情况



图：股权激励标的物的分布情况



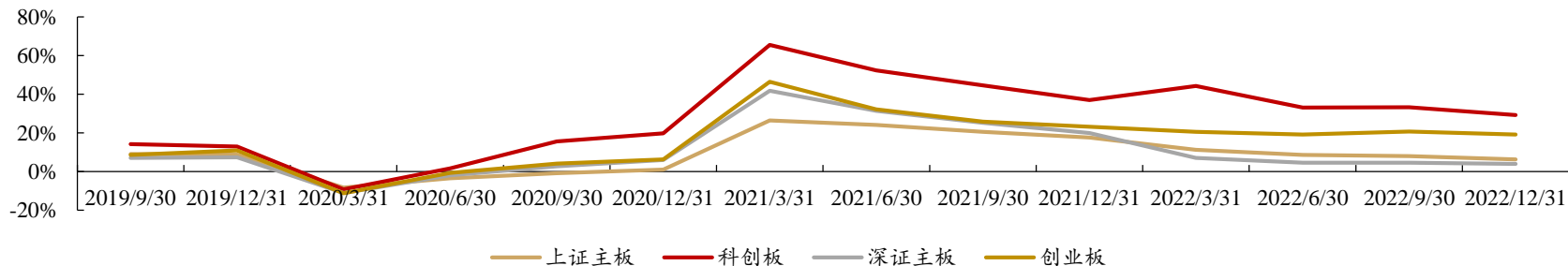
注：时间划分依据首次实施时间

■ 股权激励实施次数

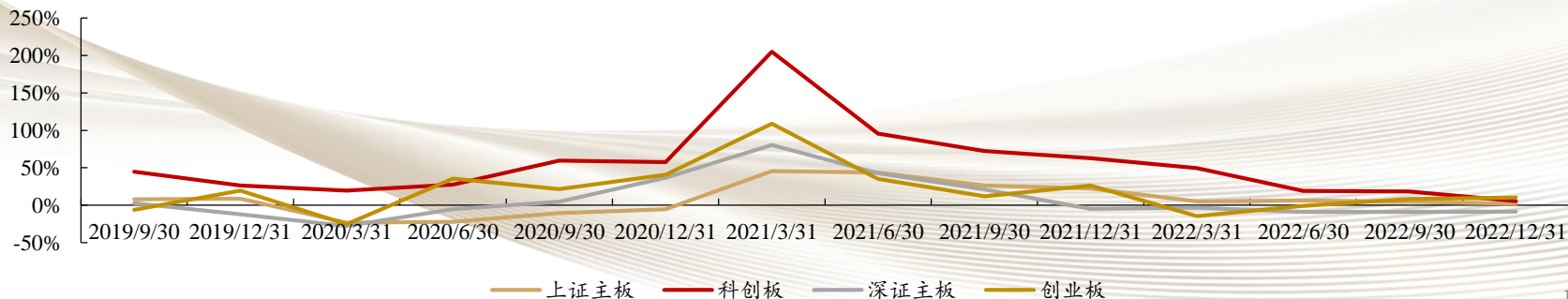
资料来源：Wind、华西证券研究所

1.7 高研发&强激励双驱动，科创板的核心业绩指标显著较高

图：科创板与其他板块营业收入增速情况



图：科创板与其他板块归母净利润增速情况

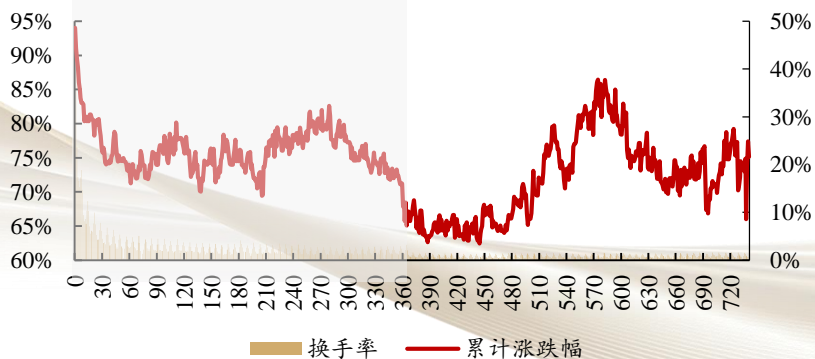


02 科创板新股上市后分化显著，新兴产业中小次新表现更为优异

2.1 新股上市后往往会经历1年左右蛰伏期，市值逐渐回归基本面

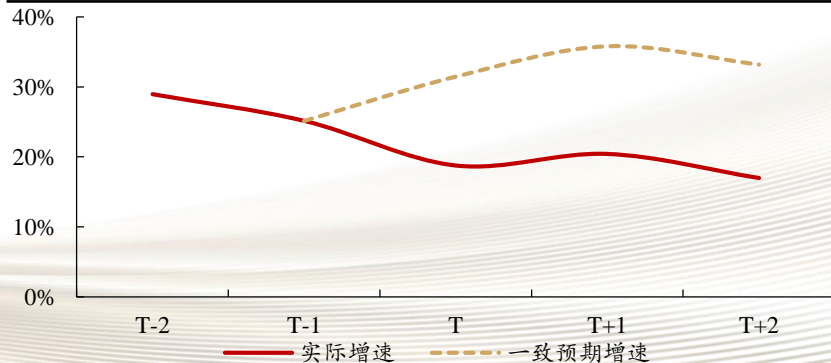
- **科创板新股上市后由于标的的稀缺性，易出现大幅上涨：**相比于其他板块，科创板更加注重创新性和成长性，对企业的科创属性和前景有更高的要求，新股供给相对稀缺。与此同时，上市初期，市场往往会根据企业的历史业绩来判断企业的价值。因此，科创板新股在上市后即表现出较发行价的大幅上涨，中位值达到94.04%。
- **新股上市后业绩出现回落，中长期股价回归基本面主导：**数据显示，大多数新股在上市的第一年，业绩增速会出现明显放缓，因此在经历上市初期由交易层面的推动以及线性外推下的高业绩预期的普涨后，中长期新股的股价会趋于回归合理的基本面价值，个股将逐渐开始分化。

图：科创板新股上市后相对发行价的累计涨跌幅及换手率情况



注：横轴代表新股上市天数，我们分别计算了新股上市后各日的累计涨跌幅和换手率情况，为避免异常值影响，我们取其中位数作为纵轴取值。

图：科创板新股上市先后营业收入增速情况

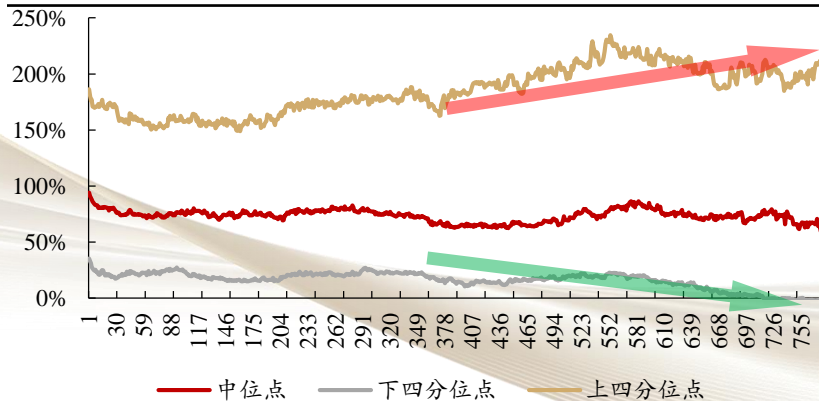


注：横轴T代表上市当年， $T \pm i$ 代表上市前后i年，纵轴同样为新股 $T \pm i$ 年营业收入同比增速的中位值，一致预期采用wind一致预期。

2.2 科创板新股上市后1年后逐渐分化，半数企业涨幅超50%

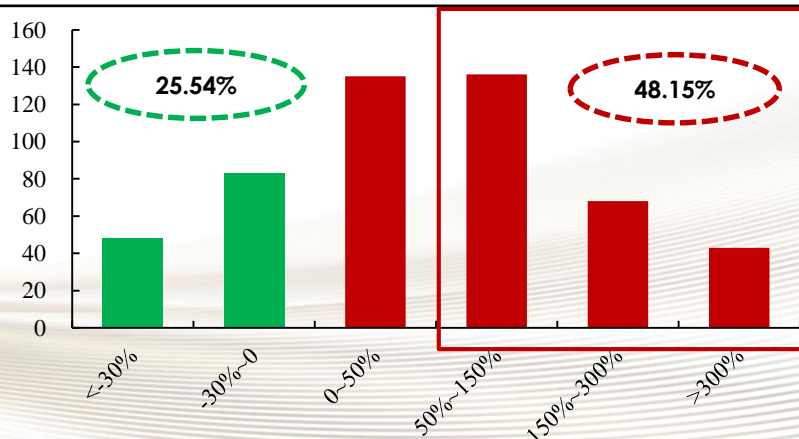
- **新股上市初期走势相对一致，一年以后逐渐开始分化：**新股上市后的股价大致呈现出相同走势，即“上市首日的大涨->逐渐回归基本面”，涨幅主要源于上市首日。此后，随着个股经营数据陆续发布，优质公司的成长潜力得以印证，此时板块内部优质资产与非优质资产的股价走势逐渐分化，优质公司开启向上增长趋势。
- **优质公司“强者恒强”，半数公司获得超50%的涨幅：**上市至今，48.15%的企业获得超50%的涨幅，其中21.64%企业的涨幅超150%，8.38%企业的涨幅超300%；而25%企业跌破发行价，9.36%的企业跌幅超30%。

图：科创板新股上市后相对发行价的累计涨跌幅走势情况



注：横轴代表新股上市天数，我们分别计算了新股上市后各日的累计涨跌幅，并将其下四分位点、中位点、上四分位点作为纵轴取值。

图：科创板新股上市后相对发行价的累计涨跌幅分布情况



2.3 涨幅前50个股一览 (1)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	所属申万一级行业	上市时间	累计涨跌幅 (相对发行价)	上市首日涨跌幅	营收复合增速 (2021-2022)	净利润复合增长 (2021-2022)	归母净利润同 比2023E	PE-TTM
688390.SH	固德威	357.91	电力设备	2020-09-04	981.21%	255.92%	72.17%	57.94%	131.75%	36.66
688516.SH	奥特维	257.86	电力设备	2020-05-21	958.69%	167.18%	75.91%	114.19%	47.35%	36.94
688037.SH	芯源微	260.25	电子	2019-12-16	948.10%	139.15%	105.20%	102.47%	32.96%	111.35
688700.SH	东威科技	125.12	机械设备	2021-06-15	812.37%	339.21%	35.08%	55.85%	88.61%	55.76
688385.SH	复旦微电	454.63	电子	2021-08-04	794.48%	797.27%	44.67%	184.69%	39.55%	42.22
688111.SH	金山办公	1,877.35	计算机	2019-11-18	792.87%	175.51%	31.08%	12.81%	42.70%	165.55
688019.SH	安集科技	182.16	电子	2019-07-22	759.34%	400.15%	59.67%	39.91%	27.06%	60.43
688305.SH	科德数控	87.77	机械设备	2021-07-09	754.03%	853.04%	26.18%	30.99%	100.11%	109.98
688359.SH	三孚新科	76.05	电子	2021-05-21	646.19%	253.58%	12.76%	-	241.58%	-197.27
688768.SH	容知日新	71.14	机械设备	2021-07-26	613.16%	251.23%	44.01%	24.88%	48.93%	64.77
688639.SH	华恒生物	174.35	基础化工	2021-04-22	602.54%	52.20%	70.63%	62.56%	37.30%	50.39
688198.SH	佰仁医疗	159.37	医药生物	2019-12-09	598.45%	49.41%	27.38%	29.73%	44.74%	170.95
688239.SH	航宇科技	113.24	国防军工	2021-07-05	593.67%	240.77%	47.24%	58.83%	51.78%	61.75
688556.SH	高测股份	157.75	电力设备	2020-08-07	577.41%	240.39%	118.76%	266.02%	40.83%	20.00
688050.SH	爱博医疗	232.77	医药生物	2020-07-29	561.38%	616.84%	45.68%	55.24%	43.02%	92.22
688383.SH	新益昌	124.87	机械设备	2021-04-28	527.58%	234.53%	29.64%	37.98%	65.35%	61.48
688599.SH	天合光能	1,067.28	电力设备	2020-06-10	513.55%	110.91%	70.03%	73.02%	88.47%	21.76
688012.SH	中微公司	1,098.88	电子	2019-07-22	513.24%	179.32%	44.40%	54.16%	21.75%	93.94
688525.SH	佰维存储	363.54	电子	2022-12-30	503.86%	14.80%	34.86%	61.27%	-	-516.46
688333.SH	铂力特	155.01	机械设备	2019-07-22	477.08%	94.94%	49.25%	-4.24%	225.81%	194.98
688126.SH	沪硅产业-U	602.60	电子	2020-04-20	467.10%	180.46%	40.99%	93.21%	13.30%	185.40
688278.SH	特宝生物	186.36	医药生物	2020-01-17	459.30%	328.40%	38.68%	56.91%	54.67%	59.40
688122.SH	西部超导	379.59	国防军工	2019-07-22	458.96%	266.60%	41.45%	70.67%	28.50%	35.15
688072.SH	拓荆科技-U	503.37	电子	2022-04-20	453.69%	28.41%	97.87%	483.74%	44.77%	115.95
688066.SH	航天宏图	174.48	计算机	2019-07-22	447.07%	175.94%	70.35%	43.16%	58.79%	66.08
中位值					593.67%	234.53%	44.67%	57.43%	46.06%	61.48
科创板中位值情况					46.52%	94.04%	22.03%	12.74%	54.23%	43.17

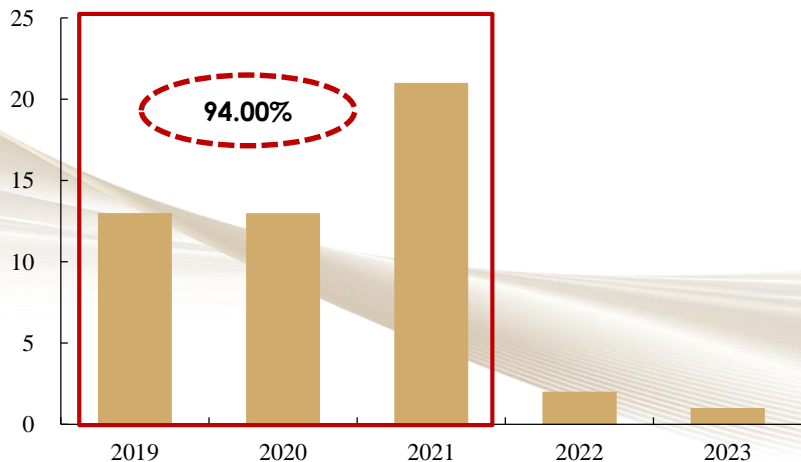
2.3 涨幅前50个股一览 (2)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	所属申万一级行业	上市时间	累计涨跌幅 (相对发行价)	上市首日涨跌幅	营收复合增速 (2021-2022)	净利润复合增长 (2021-2022)	归母净利润同 比2023E	PE-TTM
688269.SH	凯立新材	92.24	基础化工	2021-06-09	429.65%	320.22%	33.75%	44.89%	37.15%	41.72
688103.SH	国力股份	59.42	电子	2021-09-10	420.62%	516.28%	31.51%	-21.42%	104.14%	70.08
688690.SH	纳微科技	169.01	医药生物	2021-06-23	419.97%	1273.98%	85.55%	94.55%	39.38%	74.60
688202.SH	美迪西	132.26	医药生物	2019-11-05	415.35%	71.08%	57.83%	61.68%	49.13%	36.47
688617.SH	惠泰医疗	252.01	医药生物	2021-01-07	411.24%	245.18%	59.26%	79.78%	32.87%	70.39
688533.SH	上声电子	63.01	汽车	2021-04-19	411.18%	316.84%	27.49%	7.43%	123.36%	73.39
688800.SH	瑞可达	86.34	电子	2021-07-22	409.48%	535.82%	63.17%	85.25%	45.61%	34.17
688630.SH	芯碁微装	91.02	机械设备	2021-04-01	396.66%	189.56%	45.04%	38.66%	57.11%	60.51
688568.SH	中科星图	192.80	计算机	2020-07-08	388.10%	438.37%	49.81%	28.31%	49.64%	77.48
688661.SH	和林微纳	73.70	电子	2021-03-29	368.55%	86.90%	12.14%	-21.19%	239.19%	186.01
688789.SH	宏华数科	116.45	机械设备	2021-07-08	365.15%	446.57%	11.78%	19.15%	56.24%	47.92
688139.SH	海尔生物	224.54	医药生物	2019-10-25	361.65%	96.20%	42.93%	25.58%	31.59%	35.94
688063.SH	派能科技	443.37	电力设备	2020-12-30	352.48%	320.16%	131.70%	115.33%	94.85%	27.15
688396.SH	华润微	758.66	电子	2020-02-27	351.09%	228.20%	20.08%	64.80%	11.56%	28.96
688017.SH	绿的谐波	186.05	机械设备	2020-08-28	343.26%	68.08%	43.48%	37.58%	63.43%	117.03
688298.SH	东方生物	102.13	医药生物	2020-02-05	323.56%	586.96%	63.86%	11.03%	-100.00%	4.94
688188.SH	柏楚电子	290.10	计算机	2019-08-08	311.88%	255.61%	25.46%	13.75%	44.39%	57.01
688787.SH	海天瑞声	64.54	计算机	2021-08-13	310.29%	277.59%	6.14%	-40.10%	82.16%	1,008.47
688016.SH	心脉医疗	133.17	医药生物	2019-07-22	306.61%	242.42%	38.07%	28.95%	35.86%	37.32
688506.SH	百利天恒-U	393.22	医药生物	2023-01-06	297.00%	29.76%	-16.67%	-	3.68%	-137.46
688722.SH	同益中	39.83	基础化工	2021-10-19	293.13%	262.08%	47.59%	73.51%	34.73%	20.46
688027.SH	国盾量子	113.15	通信	2020-07-09	290.09%	923.91%	0.22%	-	100.00%	-136.63
688786.SH	悦安新材	38.46	有色金属	2021-08-26	288.32%	527.04%	29.15%	38.07%	40.91%	43.60
688300.SH	联瑞新材	88.70	基础化工	2019-11-15	287.58%	61.29%	27.97%	30.27%	31.35%	47.12
688711.SH	宏微科技	104.71	电子	2021-09-01	287.10%	179.53%	67.11%	71.89%	95.25%	107.54
中位值					352.48%	262.08%	38.07%	37.83%	45.61%	47.12
科创板中位值情况					46.52%	94.04%	22.03%	12.74%	54.23%	43.17

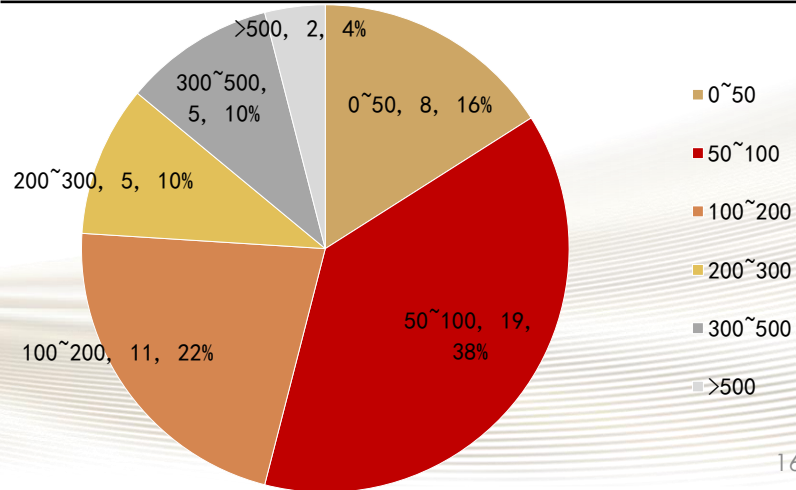
2.3.1 高增长个股的背后1：次新股为主，市值相对小

- **高增长个股主要以中小次新企业为主：**从上市年份来看，涨幅最大的50只个股大多上市超1年，2-3年的次新股占比达68%；从市值分布来看，基本以中小市值为主，其中100亿元以下占比达54%，100-200亿元占比为22%。
- **中小次新企业表现强势的背后：**（1）新股的模式、技术更为先进，在IPO时可能存在过度包装等情况，因而被市场给予更强的预期，进而上市首年仍以估值消化为主，随着业绩逐渐分化，优质企业业绩触底回升后更容易形成“戴维斯双击”；（2）中小次新企业技术和模式的创新性更强且业务相对聚焦，在资本市场的赋能下，具有更强劲的发展弹性。

图：涨幅最大的50只个股上市年份分布情况



图：涨幅最大的50只个股市值分布情况（亿元）



2.3.2 高增长个股的背后2：赛道优，空间大 or 增速快

■ 由于制度的包容性，科创企业相比于主板企业更接近于一级市场，因此支撑企业市值高增长的核心因素是其所处赛道。若企业能够通过科技创新在成熟赛道抢占一定份额，或在新兴赛道卡位、领跑同业，便可实现业绩的高增长，以及得到市场的高估值。

- (1) 成熟赛道：成熟赛道的市场规模相对较大，若能通过技术创新占据一定份额，便可支撑企业相当市值，如金山办公所在的办公软件市场，中微公司所处的刻蚀设备市场，这一规律有望在国产替代浪潮下更为明显；
- (2) 新兴赛道：新型赛道的市场规模相对较小，但受益于增长速度足够快，科创企业凭借先发卡位优势有望在行业快速发展的浪潮中，迎来快速成长，如佰仁医疗所处的动物源性植介入医疗器械市场。

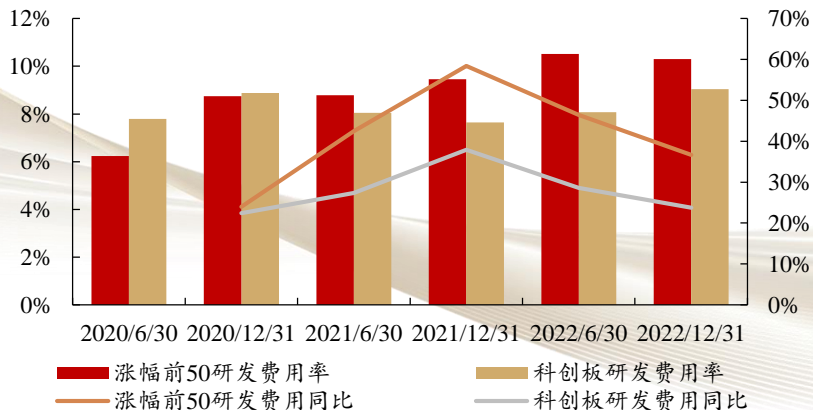
表：涨幅前25只个股所处赛道情况

证券代码	证券简称	所属赛道
688390.SH	固德威	光伏逆变器
688516.SH	奥特维	国产组件串焊机
688037.SH	芯源微	涂胶显影设备
688700.SH	东威科技	PCB 电镀领域的垂直连续电镀设备
688385.SH	复旦微电	超大规模集成电路的设计、开发、测试
688111.SH	金山办公	国产办公软件
688019.SH	安集科技	CMP抛光液
688305.SH	科德数控	高端五轴机床
688359.SH	三孚新科	电子PCB化学品
688768.SH	容知日新	工业设备状态监测与故障诊断
688639.SH	华恒生物	氨基酸系列产品
688198.SH	佰仁医疗	动物源性植介入医疗器械
688239.SH	航宇科技	航空发动机环形锻件
688556.SH	高测股份	光伏切割设备
688050.SH	爱博医疗	眼科医疗器械
688383.SH	新益昌	半导体封装、LED、电容器等行业智能制造装备
688599.SH	天合光能	光伏组件产品、光伏系统
688012.SH	中微公司	刻蚀/MOCVD设备
688525.SH	佰维存储	半导体存储器
688333.SH	铂力特	工业级金属增材制造（3D 打印）
688126.SH	沪硅产业-U	半导体硅片
688278.SH	特宝生物	聚乙二醇蛋白质长效药物
688122.SH	西部超导	高端钛合金材料、超导线材、高性能高温合金材料
688072.SH	拓荆科技-U	半导体薄膜沉积设备
688066.SH	航天宏图	遥感和北斗导航卫星应用

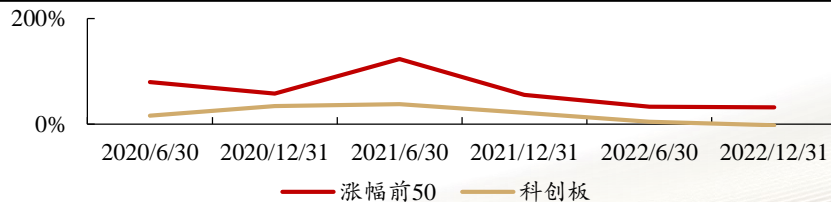
2.3.3 高增长个股的背后3：高研发，业绩增速快

- 高研发是科创企业成长的必备要素，成功的关键在于其能够在行业变化中形成动态壁垒，业绩高增长是直接体现，营收增长先于利润增长：对于TMT、医药生物、新能源等新兴行业个股，企业的竞争力往往与技术实力密切相关，一旦新技术、新产品研发成功并成功实现商业化，便可在相当一段时间获得较高的市场份额和较强的议价权，因此高强度研发投入是科创个股成长起来的必备要素。但成功的关键在于高研发能否顺利转化为竞争优势，科创板涨幅前50的个股虽略低于科创板平均水平，但业绩增速却显著更快，而更快的业绩成长进一步又反馈于研发投入的更快增长，进而形成保障企业在行业变化中建立动态壁垒的良性循环。

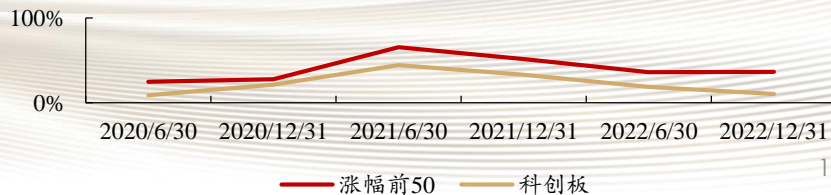
图：科创板涨幅前50研发费用同比及研发费用率情况



图：科创板涨幅前50营收同比情况



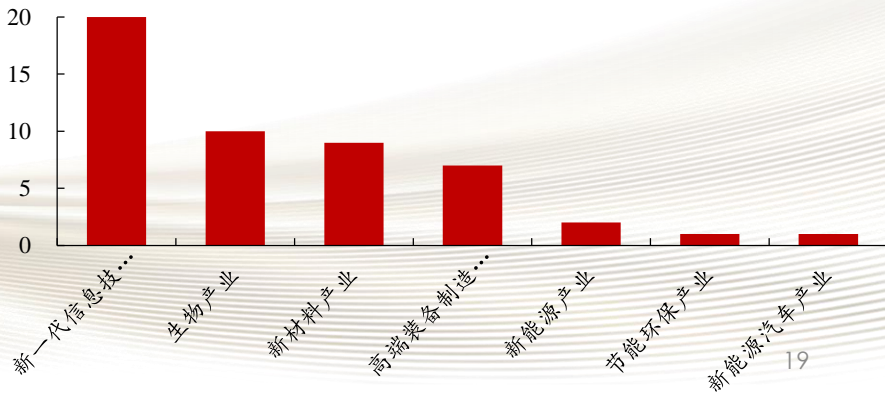
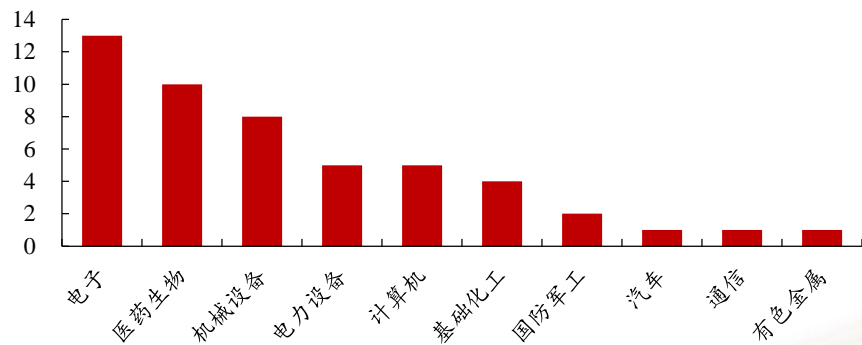
图：科创板涨幅前50归母净利润同比情况



2.3.4 高增长个股的背后4：顺应时代变迁，政策高度支持

- 数字经济已成为各国经济发展的重要动能，也是各国新一轮科技革命的重要战略基础，近年来科技产业逆全球化浪潮掀起，电子和计算机所代表的软硬件是中国实现安全可控的重点支持行业。
- 医疗器械、光伏设备、高端制造及新能源等同样是我国高新技术产业的重要组成，在政策扶持下实现快速发展。

图：涨幅最大的50只个股的行业分布情况



图：信创产业“2+8+N”发展进程

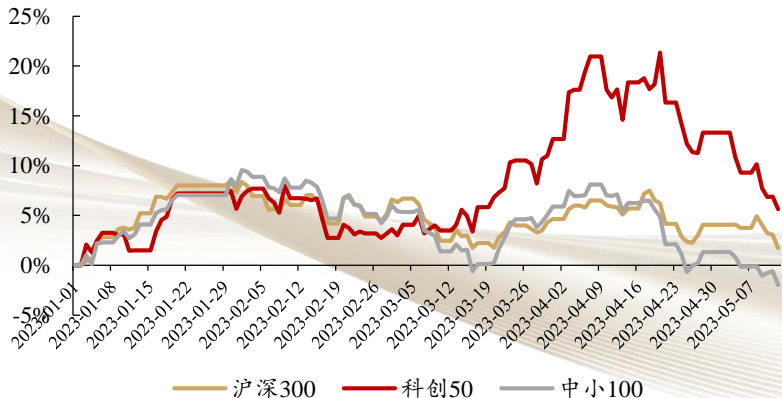


03 盈利改善+估值触底+配置空间足，多重因素支撑科创板向上趋势

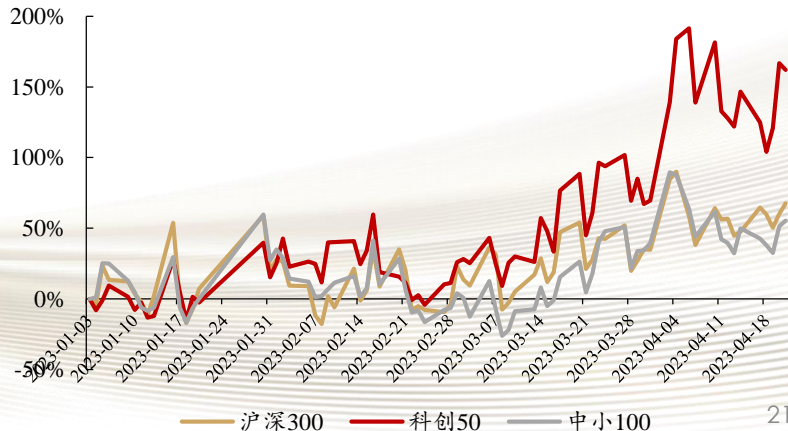
3.1 市场回顾：年初以来科创50领涨市场，板块活跃度居于首位

- **2023年整体宏观经济弱复苏、流动性偏宽松，各大指数小幅上涨：**随着去年年底国内疫情防控政策优化，以及放开后的可控，2023年中国经济逐渐回归常态轨道，国内宏观经济呈现温和复苏态势，各大指数小幅上涨，叠加偏宽松的流动性，成长股相对占优。
- **科创板表现较优的背后：**去年年底以来数字经济相关政策密集出台，与此同时以ChatGPT 为代表的技术进步引爆市场对于数字经济产业新一轮变革的强预期，以TMT为主的科技股大幅上涨推动科创50 表现强势，但受制于Q1 业绩低于预期，科创50 出现一定回落。结合当前弱复苏、偏宽松的宏观环境，以及产业变革趋势，我们预计指数仍将波动向上。

图：年初至今三大指数涨跌幅情况



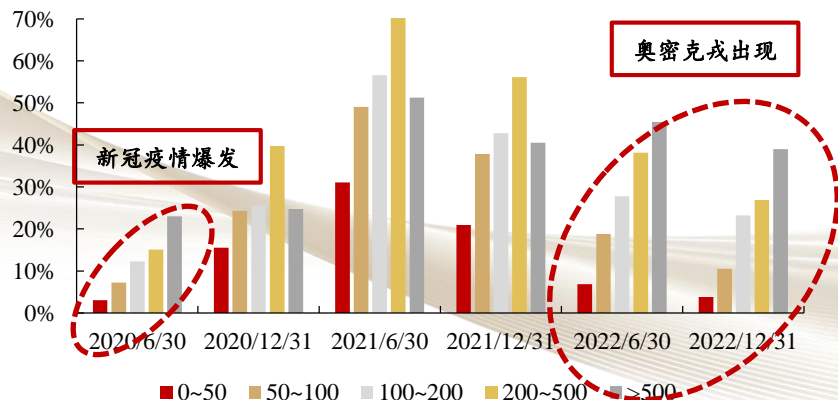
图：年初至今三大指数成交额变动情况



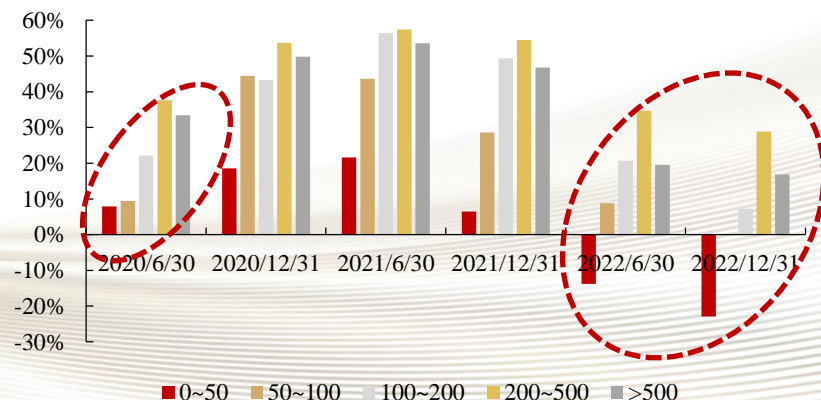
3.2 三年疫情“大考”之后，科创板有望重回业绩高增通道

- **科创企业受疫情影响业绩增速明显放缓，疫情褪去业绩有望重回高增长通道：**2020年年初新冠疫情爆发，以及2022年奥密克戎变异株出现，均造成了全国范围内多地区的停工停产，对上市公司项目开展、交付等均形成了冲击。与之对应，业绩增速呈现出明显的“低-高-低”特征，伴随着疫情褪去，业绩增速有望回暖。
- **小市值企业受疫情影响更大，具有更强的业绩修复弹性：**相比于大市值公司，小市值公司业务相对单一、财务实力相对较弱，抗风险能力差，受疫情影响更为明显；2022年营业收入同比增速中位值仅为3.79%，净利润同比出现连续下滑，在需求回暖和低基数效应下，2023年业绩增速更具修复弹性。

图：科创板个股过去三年营业收入同比增长情况



图：科创板个股过去三年归母净利润同比增长情况



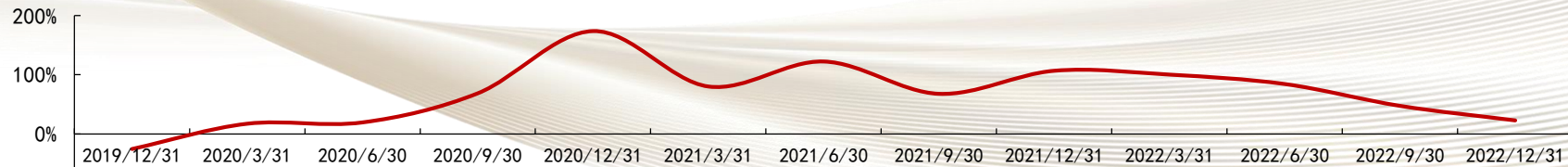
3.3 新股上市三年后募投达产，业绩有望进一步释放

■ IPO募投项目的建设期通常为3年或4年，随着大批新股募投项目完成并达产，有望逐步兑现到公司23年业绩上。

表：科创板2023年相关公司募投项目结项公告

公告日期	证券代码	证券简称	公告概况
2023-04-29	688667.SH	菱电电控	关于募投项目结项并将结余募集资金永久性补充流动资金的公告
2023-04-29	688700.SH	东威科技	关于首次公开发行股票募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-29	688678.SH	福立旺	关于首次公开发行股票部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-29	688123.SH	聚辰股份	关于首次公开发行部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-28	688559.SH	海目星	关于部分募投项目结项并将节余募集资金投入其他募投项目的公告
2023-04-28	688002.SH	睿创微纳	关于首次公开发行股票募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-28	688609.SH	九联科技	关于部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-28	688007.SH	光峰科技	关于公司部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告
2023-04-27	688399.SH	硕世生物	关于首次公开发行募集资金项目以及超募投资项目结项的公告
2023-04-27	688027.SH	国盾量子	关于首次公开发行股票部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告

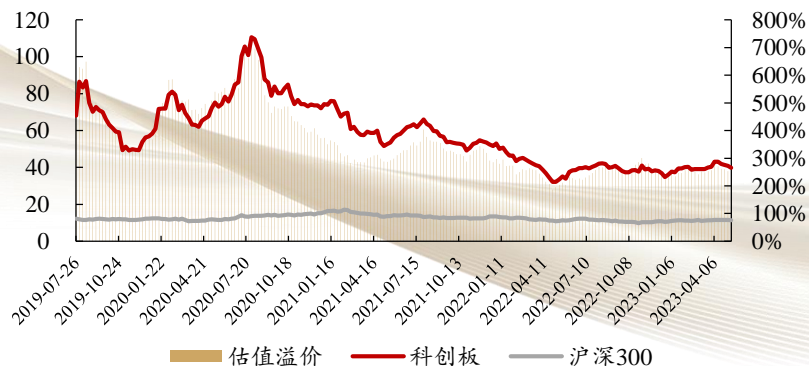
图：科创板首批25家上市公司上市后在建工程同比大幅增长、且维持高位



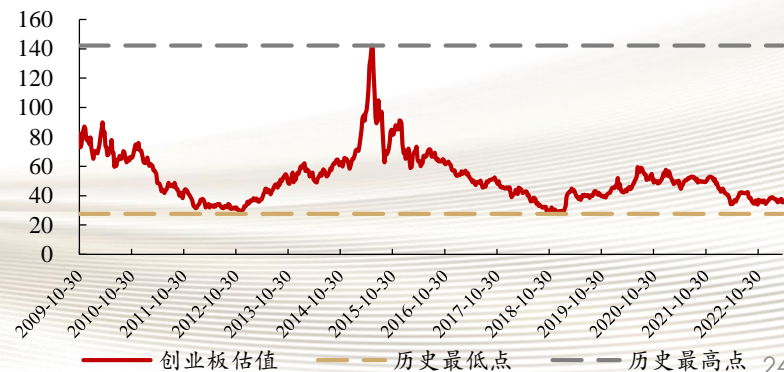
3.4 科创板估值位处历史低位，安全边际较高、投资价值性价比较好

- **科创板开板至今已逾三年，估值已经消化至历史低位：**开板初期，受益于硬科技的定位以及注册制制度红利，科创板被给予较高的估值，随后经过三年多的调整，以及贸易保护主义抬头、疫情反复、俄乌冲突、美联储加息超预期等因素的扰动下，科创板估值持续回落，目前板块整体估值仅为39.76，处于历史低位。
- **创业板开板三年后同样经历估值消化，至历史最低点后反弹：**科创板定位“技术创新”，创业板定位“商业模式创新”，二者分别代表当时中国经济转型的趋势。创业板开板初期，市场同样给予了高估值，随后经历三年估值消化，至历史最低点后反弹。相比之下，科创板前期遭受了更为剧烈的外部环境冲击，估值经过三年消化已经探底，“战略、前沿、硬核”属性具备更强的成长性、有望获得更高的估值空间。

图：科创板估值（PE-TTM）处于历史低位徘徊



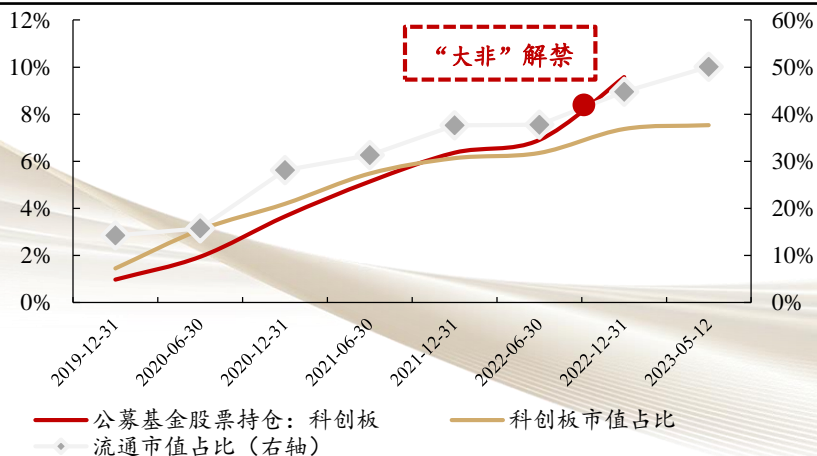
图：创业板估值（PE-TTM）情况



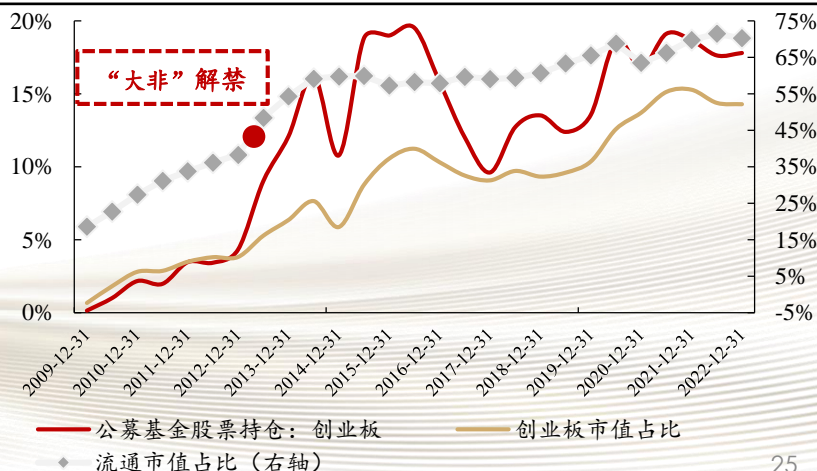
3.5 对标创业板，科创板掘金仍具备较大增配空间

- **解禁洪峰已过，流动性提升为机构增配提供空间：**2022年7月，科创板迎来三年“大非”解禁洪峰，限售股大量解禁显著提高板块流动性，机构增配意愿有望提升，截至5月12日，科创板流通市值占比达到50.07%。
- **对比创业板，科创板增配空间较大：**参照同期创业板，2013年解禁洪峰后得到机构投资者的迅速增配，高峰期配置率达到19.51%。科创板作为我国硬科技核心资产的主阵地，目前相对低配，并且本轮AI行情下，公募基金加仓明确，未来随着研究广度的提高以及研究的不断深入，国内机构对科创板增配有望持续提升。

图：公募基金持仓科创板情况



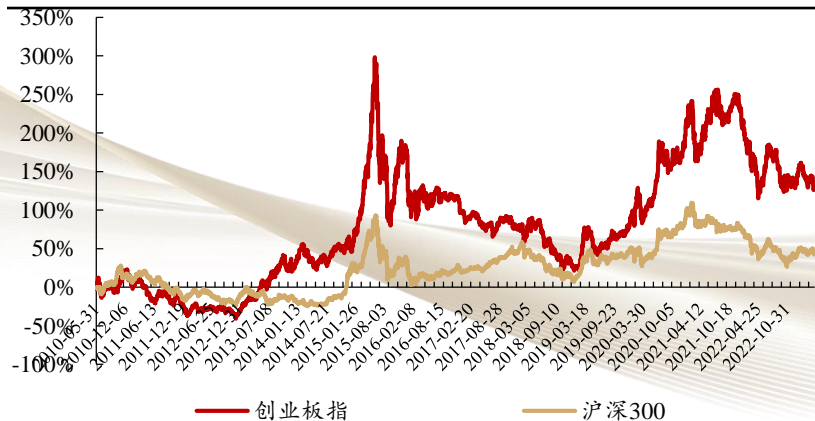
图：公募基金持仓创业板情况



3.6 市场判断：经济弱复苏、流动性偏宽松，中小成长将占优

- **经济弱复苏、结构转型升级、流动性偏宽松，新兴成长股将占优：**从历史经验看，2013启动的创业板牛市环境与目前有诸多相似之处：资本市场新政推出、新业态展现更强劲的增长、经济弱复苏、较为充裕的流动性等。
- **中小科创较大的预期差是超额收益的重要来源：**科创板开板至今已逾三年，已经一批基本面良好的硬科技优质资产且次新股居多，在科技自立自强的迫切需求下，以及新兴产业支持政策发力下，科创企业盈利更具修复韧性；中小市值科创板个股的研究预期差相对较大、长期成长路径更为清晰且商业模式更为先进，受益于疫情褪去后的盈利修复、上市后资本力量带来的业绩释放，未来有望成为超额收益的重要来源。

图：创业板指数历史变化情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

表：创业板与科创板情况对比

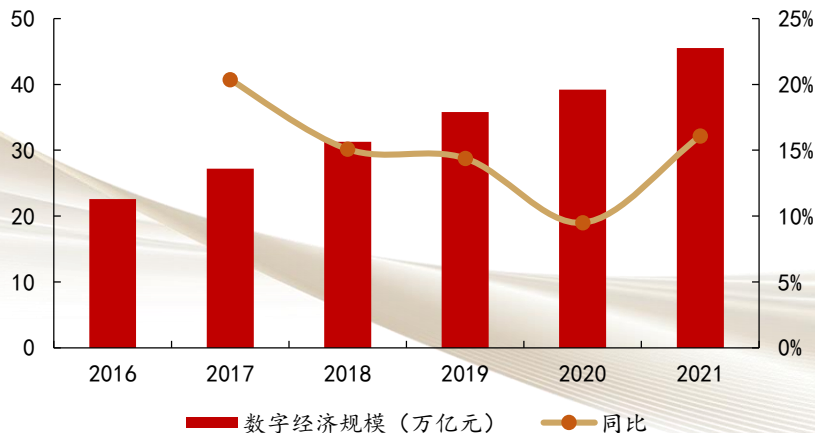
	创业板（2013）	科创板（2023）
成立时间	2009年	2019年
定位	商业模式创新	科学技术创新
	均代表当时中国经济转型的技术趋势	
产业技术变革	移动互联网	AI技术
资本市场	并购重组市场加速发展	全面注册制
宏观环境	经济弱复苏，重视经济结构转型升级	

04 选股逻辑：建议关注数字经济主线下的科创企业成长红利

4.1 中长期确定性投资主线：数字经济

- **数字经济成为继农业经济、工业经济之后的主要经济形态**，是以数据资源为关键要素，通过数字技术与实体经济的深度融合，实现经济发展与治理模式加速重构的新型经济形态。
- **数字经济占比高且增速快，为拉动GDP的重要引擎**：在政策引导、需求推动下，2021年我国数字经济规模达45.5万亿元（信通院统计），同比名义增长16.2%，高于GDP名义增速3.6 pct，占GDP比重39.8%，相较于美日等发达国家的54.3%仍较低，参照《“十四五”数字经济发展规划》假设2025年提升至50%，保守估计数字经济的边际增量将达20万亿元。

图：中国数字经济规模近50万亿元



图：数字经济占GDP比重不断提高，较发达国家仍有差距



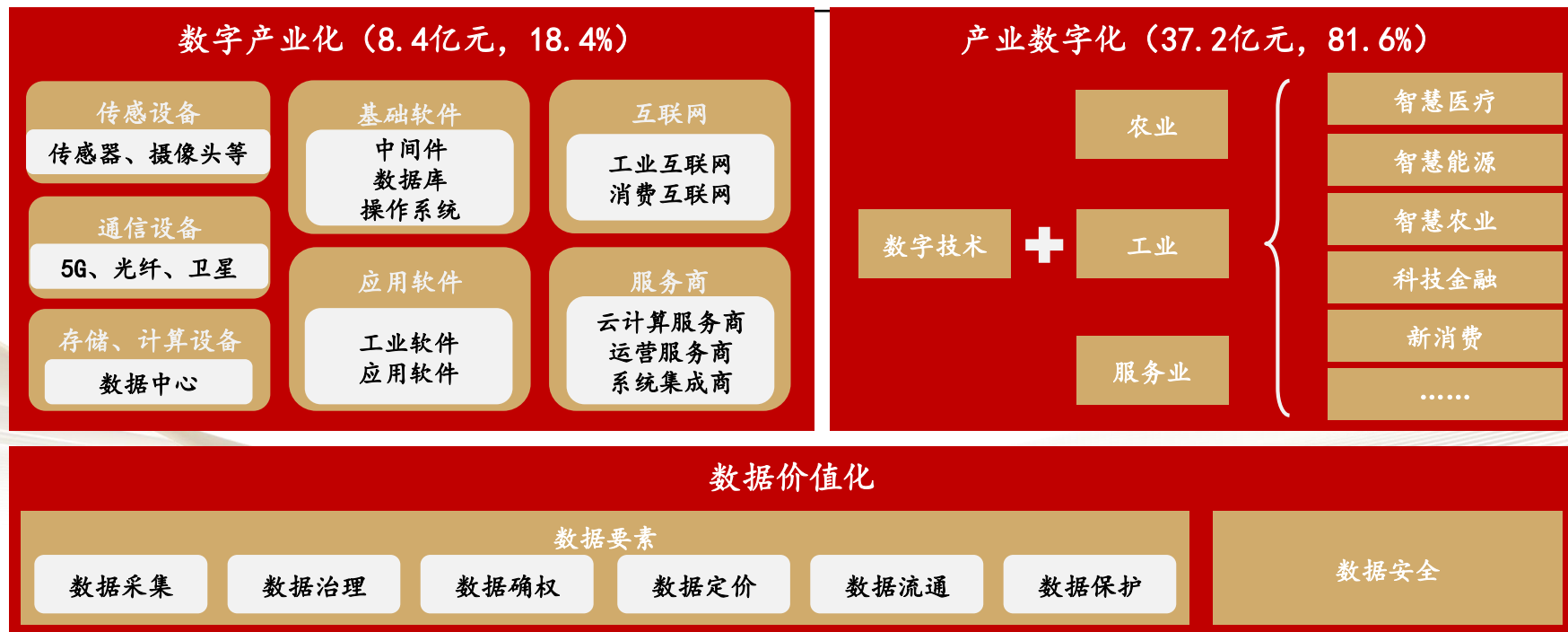
4.1.1 国家高度重视数字经济发展

■ 党和国家高度重视数字经济发展，近年来有关数字经济的相关政策密集出台。

时间	会议/政策/事件	相关内容概要
2023年03月	《国务院机构改革方案》	组建国家数据局。负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。
2023年02月	《数字中国建设整体布局规划》	按照“2522”的整体框架进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。
2022年12月	《中共中央、国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	《意见》是我国首部系统构建数据基础制度的国家级专项政策文件，针对数据要素提出20条政策举措，从总体要求、数据产权制度、流通交易制度、收益分配制度、要素治理制度和保障措施等六个维度提出了具体意见。
2022年12月	《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》	企业内部使用的数据资源，符合无形资产准则规定的定义和确认条件的，应当确认为无形资产；企业日常活动中持有、最终目的用于出售的数据资源，符合存货准则规定的定义和确认条件的，应当确认为存货。
2022年10月	二十大报告	加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
2022年10月	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	2023年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成，基本具备数据目录管理、数据归集、数据治理、大数据分析、安全防护等能力，数据共享和开放能力显著增强，政务数据管理服务水平明显提升。到2025年，全国一体化政务大数据体系更加完备，政务数据管理更加高效，政务数据资源全部纳入目录管理。
2022年06月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	提出了2025和2025年两阶段的发展目标，同时明确了数字政府建设的七方面重点任务，包括构建协同高效的政府数字化履职能力体系、构建数字政府全方位安全保障体系、构建科学规范的数字政府建设制度规则体系、构建开放共享的数据资源体系、构建智能集约的平台支撑体系、以数字政府建设全面引领驱动数字化发展、加强党对数字政府建设工作的领导。
2022年01月	习近平总书记在《求是》发表重要文章《不断做强做优做大我国数字经济》	文章指出，发展数字经济是把握新一轮科技革命和产业变革新机遇的战略选择。数字经济健康发展，有利于推动构建新发展格局，有利于推动建设现代化经济体系，有利于推动构筑国家竞争新优势。
2022年01月	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%；数据要素市场体系初步建立、产业数字化转型迈上新台阶、数字产业化水平显著提升、数字化公共服务更加普惠均等、数字经济治理体系更加完善。

4.1.2 数字经济是以数据资源为关键要素的新型经济形态

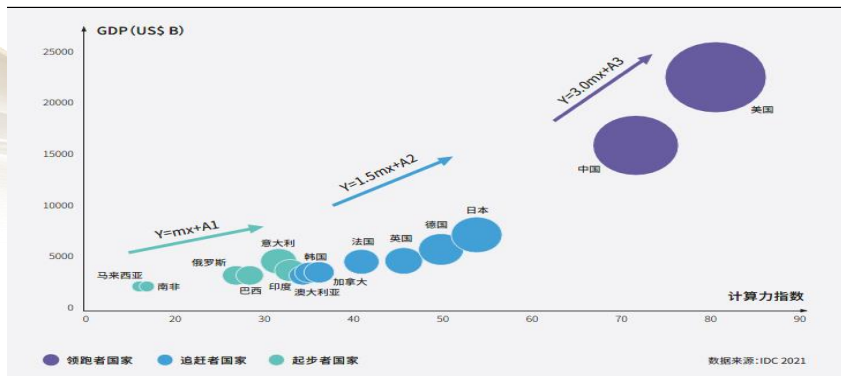
图：数字经济产业图谱



4.1.3 “东数西算”助力算力扩容，数字经济发展的“算力底座”日益夯实

- **数字经济发展的“算力底座”不断夯实：**根据IDC测算，算力指数平均每提高1点，国家的数字经济和GDP将分别增长3.5%和1.8%，该趋势有望在2021-2025年延续；根据2022中国算力大会，截至2022H1我国在用数据中心机架总规模达590万标准机架，在用数据中心服务器规模约2000万台，算力总规模超150EFlops，算力产业规模近五年平均增速超30%。
- **“东数西算”助力完善数字经济基础设施：**“十四五”规划纲要明确指出，要加快构建全国一体化大数据中心体系，强化算力智能调度，建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群；2022年2月，“东数西算”全面启动，拉开数字经济新基建大幕。根据高技术司，截至22年8月，8个国家算力枢纽均进入深化实施阶段，新开工数据中心项目达60余个，新建数据中心规模超110万标准机架，项目总投资超4000亿元；预计“十四五”期间，大数据中心投资还将以每年超过20%的速度增长。

图：算力指数与GDP回归分析趋势



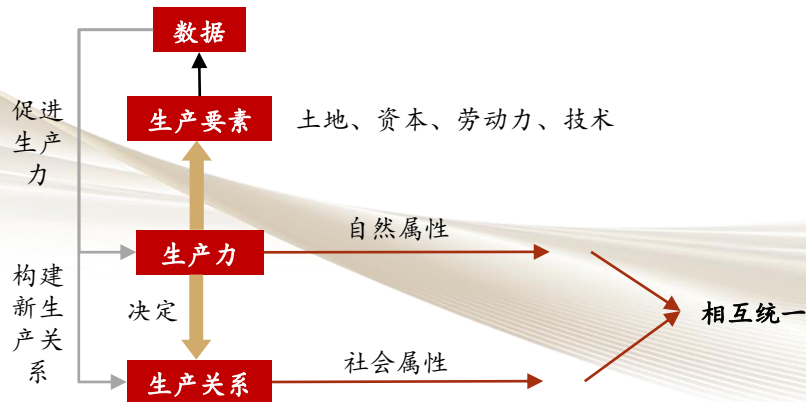
图：东数西数布局图



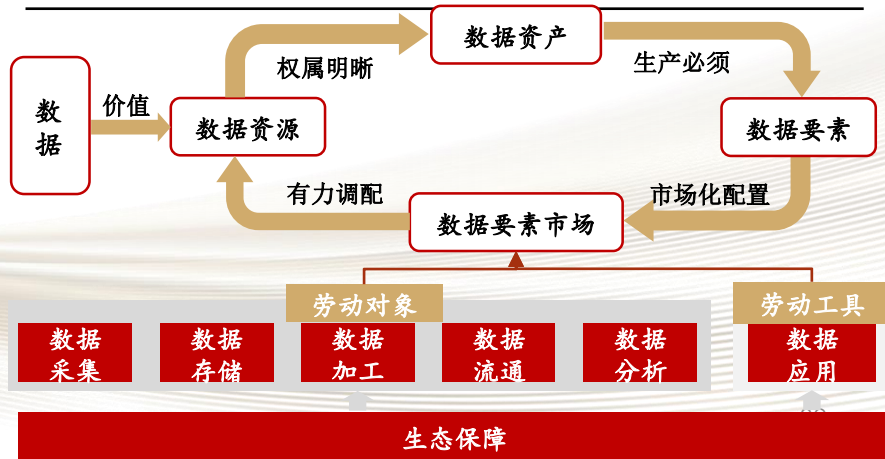
4.1.4 数据要素是数字经济发展的核心引擎，数据应用是价值释放的核心环节

- **数据作为新型生产要素，与其他要素的循环加强效应更有助于经济增长：**相比传统生产要素，数据要素具有虚拟使能、无限收敛、智能即时性等技术特点，使得数据要素在算法驱动下成为一种通用生产要素，一方面形成数据要素的过程需要其他生产要素的投入，另一方面，数据要素可赋能其他要素，优化供给进一步促进增长。
- **从产业链的角度，数据要素市场主要分为数据采集、存储、加工、流通、分析、应用以及生态保障七大环节，数据应用是提高生产力的核心环节：**首先数据作为劳动对象，通过采集、加工、存储、流通、分析环节，具备了价值和使用价值；其次，数据作为劳动工具，通过融合应用能够提升生产效能，促进生产力发展。

图：数据要素理论关系图



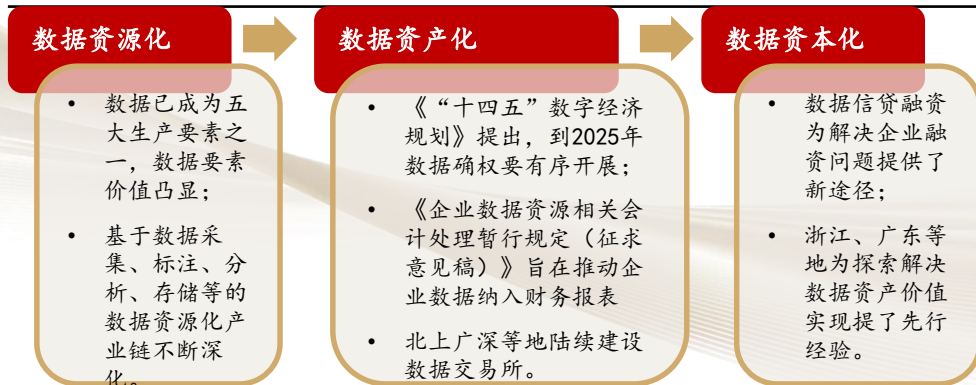
图：数据要素市场构成关系图



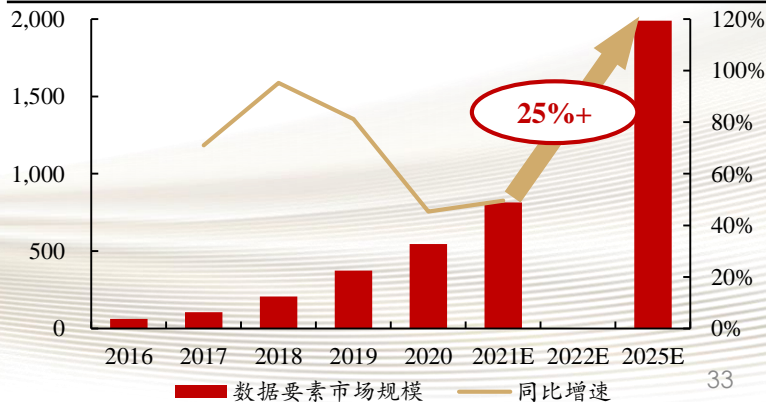
4.1.5 数据要素政策支持力度大，市场规模正快速扩容发展

- 政策护航下数据要素市场产业化进程有望加速，从资源化逐步迈向资产化与资本化：2020年4月，中共中央、国务院发布文件，首次将数据定义为新型生产要素，提出要加快培育数据要素市场；2022年12月，财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》，旨在推动企业数据资源纳入财务报表；此后，“数据二十条”系统性从“数据产权、流通交易、收益分配、安全治理”等方面布局了数据基础制度建设；3月10日，《党和国家机构改革方案》提出组建国家数据局，统筹数据资源整合共享和开发利用。
- 我国数据要素市场处于高速发展阶段，预计“十四五”期间复合增速超25%：据国家工信安全中心测算数据，2021年我国数据要素市场规模达到815亿元，预计“十四五”期间复合增速将超25%，进入群体性突破的快速发展阶段。

图：基于数据要素的价值挖掘不断深化



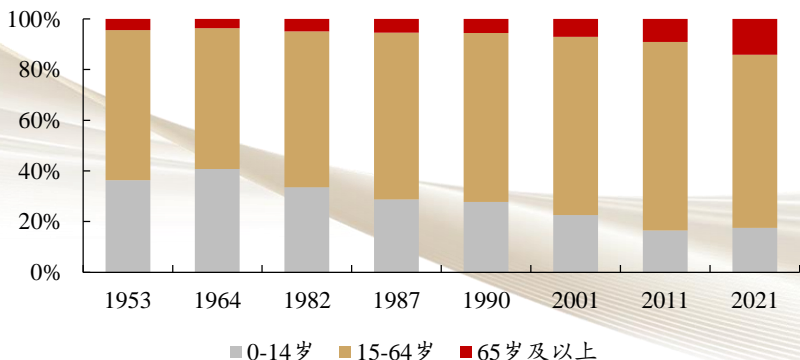
图：2016-2025 年中国数据要素市场规模（亿元）



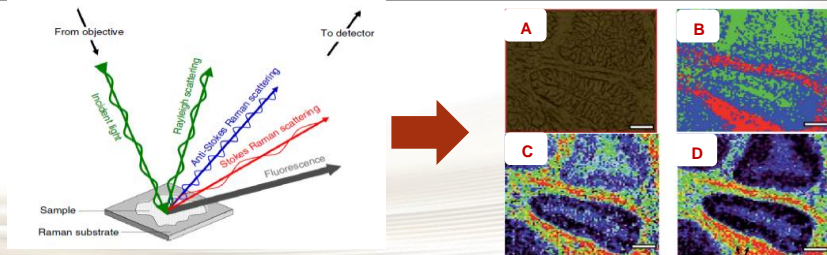
4.2 长期确定性投资主线：生命科技

- **人口老龄化趋势下，生命科技发展前景广阔：**1999 年，我国 60 岁及以上老年人口比例超过 10%，进入老龄化社会；截至 2021 年，这一比例达到 18.9%，为轻度老龄化；“十四五”时期该比例将超过 20%，进入中度老龄化社会，2035 年前后进入重度老龄化阶段。而《国家积极应对人口老龄化中长期规划》明确提出，要把技术创新作为积极应对人口老龄化的第一动力和战略支撑，生命科技相关产业未来发展前景广阔。
- **基于拉曼光谱的癌症检测：**传统的癌症检测主要为以病理切片为基础的实验室检测，专家依赖性强、固定资产投资大、诊断效率低、误诊率高（恶性肿瘤的平均误诊率超 40%）。基于拉曼光谱，手术过程中就可快速完成良恶性判别，且准确率高达 95% 以上，具备简便、高效、价廉等特点。

图：中国人口结构变化情况



图：基于拉曼光谱的癌症检测概况



特异性

无需标记

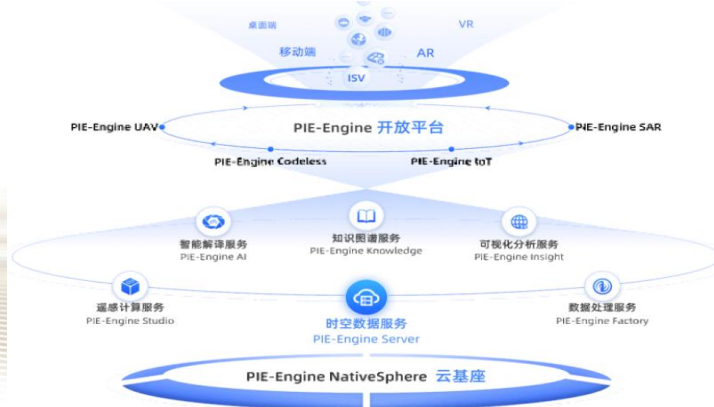
简便可靠

可实现临床重大恶性疾病量化诊断，可用于探讨疾病发生与治疗机制。

4.3.1 受益标的1——航天宏图：卫星应用服务领先厂商，数据要素布局打开成长空间

- 航天宏图是国内领先的遥感和北斗导航卫星应用服务商，以自主基础软件平台PIE系列产品的核心技术为依托，立足遥感和导航卫星的多行业应用，积极从遥感应用产业链中下游向上游拓展，逐步形成“上游自主数据+中游核心平台+下游规模应用+生态”的全产业链商业模式。
- 遥感需求高景气&营销网络持续建设，经营能力不断提升：公司22年实现营收24.57亿元，同比增长67.32%，其中空间基础设施规划与建设、PIE+行业、云服务三条产品线收入分别为1.90、21.88、0.78亿元，同比分别增长约21%、73%和77%，其中PIE+行业是业务高增长的核心支撑，主要受益于特种行业、应急管理等领域的高景气，以及“总部-大区-省办-城市节点”四级营销体系深入建设带来的渠道下沉优势显著。
- 数据要素布局稳步推进，第二增长曲线逐步形成：23年3月30日，宏图一号卫星星座发射并进入预定轨道，标志着公司逐步具备自主可控的卫星数据源；此外，22年12月，公司以设立专项基金的方式布局了多源卫星星座，未来将与首批4颗SAR卫星组网形成“女娲”星座。通过“女娲”星座和软硬件全要素无人机产线建设，公司有望打造航空与航天互补、地面辅助的空天地一体化全息感知体系，为突破自主可控数据源瓶颈、规模化推广云服务提供有力支撑，成长边界有望不断拓宽。

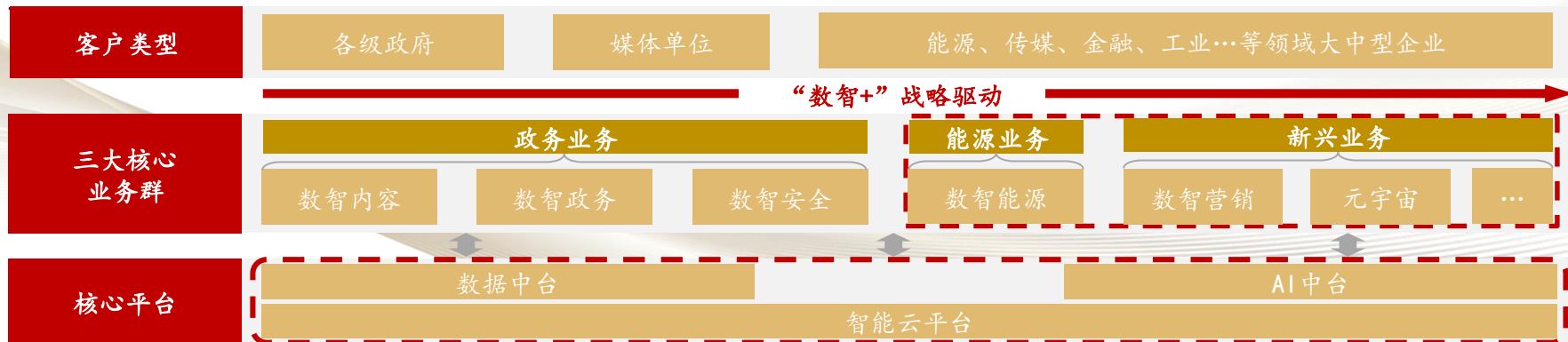
图：PIE-Engine一站式地球科学大数据实时计算平台



4.3.2 受益标的2——开普云：“数智+”平台化发展显效，高增长可期

- 登陆科创板以后，开普云着力推动“数智+”发展战略，业务范围从政务拓展至能源，金融等新兴行业增长点也在形成，第二增长曲线不断确立：依托优势政府客户资源，数智内容、数智安全、数智政务平稳增长，22年政务行业收入达1.80亿元，同比增长20.19%；通过增资收购天易数聚，拥抱能源数字化转型红利，数智能源正在成为公司重要盈利驱动，22年能源行业收入达2.11亿元，同比增长33.78%，未来随着虚拟电厂等产品落地，能源业务将进一步从电力延伸至新能源和储能领域；此外，数智营销、元宇宙等新兴增长点逐步形成。
- 发力AIGC技术，内容生产能力持续增强：随着多模态预训练大模型技术不断突破，公司凭借政务、能源场景卡位以及数据资源优势，有望逐步打造政务、电力等多行业大模型，持续丰富产品应用场景、提高业务规模。

图：“数智+”战略驱动下，开普云业务范围持续拓宽



4.3.3 受益标的3——山大地纬：数据要素市场先行企业，“数据+”多行业场景精彩纷呈

- 山大地纬凭借山东大学的**技术优势**及山东区域市场的**规模优势**，以“AI+区块链”为核心驱动力，在**医疗医保、政务、电力**三大行业领域的大数据服务新业态创新运营取得积极进展。
- **核心竞争力**：1) 专注于**医疗医保、人社和电力**等海量用户场景为基础的大数据开发建设及运营，未来高增长可期；2) 股权结构实现了**技术方（山东大学）、市场方（国寿）、管理层和核心员工**的高度统一及利益捆绑。
- **三大传统业务基本盘稳固，23年有望迎来业绩拐点**：公司**医保、人社和电力**三大业务在山东市场具备相当竞争力，据此积极向全国市场复制推广，有效支撑规模扩张，22年疫情影响项目交付滞后，公司营收4.54亿元，同比下降28.80%，但在手未确认订单金额大幅增长27.04%，达4.79亿元；随着疫情影响缓解，23Q1，公司实现营收1.02亿元，同比大幅增长217.09%，全年拐点可期。
- **数据要素交付服务业务成长可期**：公司是国内最早从事区块链技术研究的企业之一，拥有完全自主可控的“大纬链”技术体系，定位于**数据要素交付服务商**，已构建全国人社链及山东、天津等省级人社链、山东城市链、医保链、公积金链等，并逐步构建覆盖全国的数据要素交付服务网络；形成了**普惠金融、普惠保险**等较为清晰的商业模式和落地应用，在山东市场占据领先地位。未来受益于数据要素市场发展，公司成长空间将逐步打开。

图：山大地纬基于区块链技术的可信传递平台



4.3.4 受益标的4——交控科技：工业互联网属性被低估的城轨信号系统翘楚

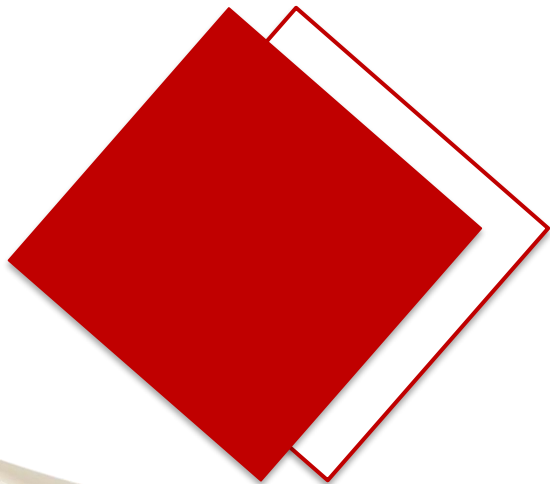
- 公司成立于2009年，是国内首家基于完全自主技术推出城轨信号控制系统并先后推出CBTC、I-CBTC和FAO等不同代际以及一体化综合承载“天枢”平台的公司，是科创板首批上市企业。
- **核心竞争力：**（1）北京市城轨需求、首都城轨：品牌引领及北京交通大学研发优势结合而成的“双北基因”（北京市需求相关的市场及品牌统领、北京交通大学相关的研发）是公司得以在城市轨道交通信号系统领域发展壮大的坚强基石。顺应中国市场需求的“自主性研发”更加贴近中国市场需求，交控科技得以持续保持市场领先。（2）持续高效的团队激励&领先的自主技术是最核心竞争力。交控科技在发展中形成的以国有股东为第一、第三大股东但无实际控制人的股权架构为市场化高效运营奠定基础，通过战略配售、限制性股票激励计划等方式进一步夯实核心团队激励，为交控科技捕捉商机，领跑城轨交通信号系统奠定体制基石，持续高效的激励机制是公司核心竞争力的来源之所在。
- **工业互联网属性被严重低估：**（1）公司城轨信号系统满足：安全可靠的首要要求。（2）遵循工业互联网一般架构的CBTC系统展现出提升效率的卓越效果。（3）天枢系统将实现轨交运行数据的大集中与大共享，具有工业互联和移动互联属性。

图：交控科技的解决方案情况



05 风险提示

风险提示



■ 中美贸易摩擦加剧

若中美贸易摩擦进一步加剧则会导致相关产业链供货紧张、公司销售受到限制等，从而对公司经营业绩造成负面影响。

■ 相关政策低于预期

若政策落地节奏趋缓或力度不及预期，则相关产业供需或受影响。

■ 科创板企业研发转化低于预期

若研发成果未能以经济的方式实现商业化落地，可能会导致公司的业绩低于预期，且对公司的市场地位和竞争力造成不利影响。

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。