



金融 多元金融

2019-07-12

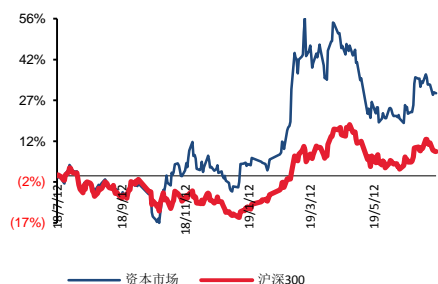
行业深度报告

看好/维持

资本市场

科创板专题之四——科创板倒计时，资金、估值再盘点

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《德意志银行是能带来金融风暴的那只蝴蝶吗？》—2019/07/11

《6月券商经营业绩点评：外围环境边际改善，行业经营业绩环比大增》—2019/07/08

《券商分类引导差异化发展，保险中期预期靓丽》—2019/07/08

证券分析师：罗惠洲

电话：010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050002

报告摘要

本周 21 家科创板企业密集申购，7 月 22 日科创板正式开市。本文盘点了已披露发行价和询价区间的科创板待上市企业的估值水平；从拟募集资金规模分析其他上报企业和保荐机构的初步估值水平。进而比较主板、中小板、创业板和科创板的估值高低，从行业特征研判估值方法的选取。

首批发行价全披露，资金、估值引关注。截至 7 月 12 日，科创板上报企业 193 家。其中，上交所已受理 147 家，待上会 2 家，报送证监会履行发行注册程序 6 家，完成注册程序 25 家。这 25 家企业预计将成为科创板第一批上市企业。本周 21 家科创板企业申购，合计募集资金 346 亿元，如果网上配售比例按照 30% 计算，则本周网上打新科创板将占用 104 亿元左右。

25 家企业的市盈率在 18.86-170.75 倍之间，均值为 49.16xPE，中位数 42.14xPE。其中，从 H 股回 A 股的中国通号因发展阶段较为成熟、业绩增速较缓，发行市盈率最低，为 18.86 倍，略高于港股按照 7 月 9 日收盘价计算的静态市盈率 16.53 倍。中微公司因处于发展更早期，技术转化产品仍较初期，业绩未能充分体现公司价值，发行市盈率最高，达 170.75 倍。20 性。有 4 家 PE 估值低于当前行业水平（中国通号、沃尔德、天宜上佳、航天宏图），21 家高于行业估值。市净率方面，25 家待上市企业估值在 2.22-16.09 倍范围，均值和中位数都在 8.9 倍水平。市销率范围 1.61-25.22 倍，均值 10.30 倍，中位数 9.06 倍。

中小板首批 8 家公司估值 16-20 倍 PE，首日涨幅 130%

创业板首批 28 家公司估值 40-82 倍 PE，首日涨幅 106%。

纳斯达克 GS 首发后走势平缓，体现保荐机构定价能力。

科创板不同主题的估值方法建议。按照轻资产、重资产；初创、成长、成熟期分别分类，互联网产业考虑月活用户指标。如 IC 产业中的 Fabless 模式建议 PS、PE、PEG、PCF 多种方式估值；IDM 模式建议 PB 法估值；生物医学和生物医药推荐 rNPV 估值。

风险提示：科创板初期供求不平衡引发的短期炒作，涨跌幅较大。

目录

一、首批发行价全披露，资金、估值引关注	3
(一) 市盈率中位数 42 倍，网上打新占用资金约 84 亿.....	3
(二) 科创板上报企业估值水平迥异.....	4
二、中小板和创业板的第一批公司估值	5
(一) 中小板 8 家企业：估值 16-20 倍 PE.....	5
(二) 创业板：首发 PE 在 40-82 倍.....	6
(三) 纳斯达克 GS：首发后走势平缓，考验保荐机构定价能力.....	7
三、科创板不同主题的估值方法建议	8
(一) 新一代信息技术产业.....	8
(二) 高端装备制造产业.....	10
(三) 新材料产业.....	11
(四) 生物产业.....	11
(五) 节能环保产业.....	11

一、首批发行价全披露，资金、估值引关注

(一) 市盈率中位数 42 倍，网上打新占用资金约 104 亿

科创板正式开板进入读秒阶段，7月22日，科创板将正式开市交易。截至7月12日，科创板上报企业193家。其中，上交所已受理147家，待上会2家，报送证监会履行发行注册程序6家，完成注册程序25家。在这25家当中，已有5家企业完成网上网下申购。7月8-12日，有21只科创板新股开启申购，堪称科创板“打新黄金周”。21家科创板企业合计募集资金346亿元，如果网上配售比例按照30%计算，则本周网上打新科创板将占用104亿元左右。

图表 1：科创板上报企业进度（截至 2019-7-12）

审核状态	家数	具体
7月7日前已完成申购	4	华兴源创、睿创微纳、天准科技、杭可科技、澜起科技
本周申购	21	7月8日，澜起科技 7月10日，容百科技、光峰科技、中国通号、福光股份、新光光电、中微公司、乐鑫科技、安集科技、铂力特 7月11日，心脉医疗、南微医学、虹软科技、西部超导 7月12日，交控科技、方邦股份、瀚川智能、沃尔德、天宜上佳、航天宏图、嘉元科技
报送证监会	6	利元亨、晶晨股份、微芯生物、世纪空间、安恒信息、柏楚电子
已过会	2	安博通、恒安嘉新
待上会	2	天奈科技、昊海生科
受理流程	110	
中止审查	1	九号智能
终止审查	1	木瓜移动(IPO终止)
总计	147	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

根据已完成申购或询价区间的公司，我们可以管窥科创板的估值方式和估值水平。

首批25家科创板企业披露了发行价，我们根据企业的发行后股本、2018年营收、净利润和2018年末净资产，可以大致计算这些企业的定价估值。25家企业的市盈率在18.86-170.75倍之间，均值为49.16xPE，中位数42.14xPE。其中，从H股回A股的中国通号因发展阶段较为成熟、业绩增速较缓，发行市盈率最低，为18.86倍，略高于港股按照7月9日收盘价计算的静态市盈率16.53倍。中微公司因处于发展更早期，技术转化产品仍较初期，业绩未能充分体现公司价值，发行市盈率最高，达170.75倍。

与按照所属行业计算的整体市盈率进行比较，我们发现25家待上市企业中有4家PE估值低于当前行业水平（中国通号、沃尔德、天宜上佳、航天宏图），21家高于行业估

值。

市净率方面，25家待上市企业估值在2.22-16.09倍范围，均值和中位数都在8.9倍水平。市销率范围1.61-25.22倍，均值10.30倍，中位数9.06倍。

2018年经营数据方面，25家企业的营收、净利润和净资产规模跨度均较大。中位数水平大致为营收5.52亿元、净利润1.17亿元，年末净资产7.03亿元。

图表 2：科创板企业发行价及估值水平（截至 2019-7-10）

代码	证券简称	申购时间	发行价	PE	PB	PS	行业 PE	证监会行业
688009.SH	中国通号	2019/7/10	5.85	18.86	2.22	1.61	37.96	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
688028.SH	沃尔德	2019/7/12	26.68	32.19	6.18	8.14	32.87	专用设备制造业
688029.SH	南微医学	2019/7/11	52.45	36.29	12.06	7.58	32.87	专用设备制造业
688033.SH	天宜上佳	2019/7/12	20.37	36.45	7.80	17.19	37.96	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
688016.SH	心脉医疗	2019/7/11	46.23	36.71	15.39	14.40	32.87	专用设备制造业
688020.SH	方邦股份	2019/7/12	53.88	36.79	10.39	15.69	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688388.SH	嘉元科技	2019/7/12	28.26	36.98	9.28	5.66	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688008.SH	澜起科技	2019/7/8	24.80	38.02	7.75	15.94	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688006.SH	杭可科技	2019/7/3	27.43	38.43	12.07	9.92	32.87	专用设备制造业
688015.SH	交控科技	2019/7/12	16.18	38.99	6.49	2.23	37.96	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
688022.SH	瀚川智能	2019/7/12	25.79	39.64	15.22	6.39	32.87	专用设备制造业
688001.SH	华兴源创	2019/6/27	24.26	39.99	10.68	9.68	32.87	专用设备制造业
688007.SH	光峰科技	2019/7/10	17.50	42.14	10.42	5.38	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688010.SH	福光股份	2019/7/10	25.22	42.38	5.02	7.02	28.25	仪器仪表制造业
688066.SH	航天宏图	2019/7/12	17.25	45.02	5.98	6.76	49.12	软件和信息技术服务业
688333.SH	铂力特	2019/7/10	33.00	46.17	6.67	9.06	29.10	通用设备制造业
688019.SH	安集科技	2019/7/10	39.19	46.29	6.00	8.40	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688122.SH	西部超导	2019/7/11	15.00	49.05	3.44	6.08	29.83	有色金属冶炼及压延加工
688003.SH	天准科技	2019/7/2	25.50	52.26	11.77	9.71	32.87	专用设备制造业
688011.SH	新光光电	2019/7/10	38.09	52.41	12.78	18.28	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688018.SH	乐鑫科技	2019/7/10	62.60	53.34	16.09	10.54	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688005.SH	容百科技	2019/7/10	26.62	55.43	3.77	3.88	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688002.SH	睿创微纳	2019/7/2	20.00	71.10	8.85	23.17	31.11	计算机、通信和其他电子设备制造业
688088.SH	虹软科技	2019/7/11	28.88	73.32	11.23	25.22	49.12	软件和信息技术服务业
688012.SH	中微公司	2019/7/10	29.01	170.8	7.33	9.47	32.87	专用设备制造业
			最高	170.8	16.09	25.22		
			最低	18.86	2.22	1.61		
			平均	49.16	9.00	10.30		
			中位	42.14	8.85	9.06		

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）科创板上报企业估值水平迥异

对于尚未进入询价阶段的上报企业，我们从已披露的拟募集资金额以及公司经营数据，结合上市标准，可以分析上报企业以及保荐机构给出的估值水平。

科创板有5种上市标准，按审核状态进度，分别用PE和PS估值得到下表。其中发行价采用预计募集资金规模除以发行股数测算。审核进程较快的10家企业，平均71.54xPE，中位数43.71倍；市销率平均11.18倍，中位数6.47倍。

图表 3：科创板上报企业不同阶段估值（截至 2019-7-10）

代码	证券简称	发行价 预测	PE	PB	PS	2018 净利润	2018 净资产	2018 营收	审核状态	拟募 集 (亿 元)	预计发 行股数 (万股)	预计发 行后总 股本 (万股)
A19005.SH	利元亨	37.26	23.10	5.21	4.37	1.29	5.72	6.81	报送证监会	7.45	2,000	8,000
A19009.SH	晶晨股份	36.83	53.59	13.50	6.39	2.83	11.22	23.69	报送证监会	15.14	4,112	41,112
A19015.SH	微芯生物	16.07	210.66	13.24	44.61	0.31	4.98	1.48	报送证监会	8.04	5,000	41,000
A19019.SH	世纪空间	13.17	87.32	2.96	5.29	0.37	10.80	6.04	报送证监会	7.99	6,065	24,260
A19078.SH	安恒信息	41.05	35.93	5.88	4.75	0.85	5.17	6.40	报送证监会	7.60	1,852	7,407
A19081.SH	柏楚电子	33.41	23.99	11.52	13.62	1.39	2.90	2.45	报送证监会	8.35	2,500	10,000
A19007.SH	天奈科技	15.01	51.49	5.46	10.62	0.68	6.37	3.28	待上会	8.70	5,796	23,186
A19061.SH	恒安嘉新	30.80	174.18	8.80	6.55	0.18	3.64	4.88	待上会	8.00	2,597	10,388
A19067.SH	安博通	23.27	19.35	4.66	6.10	0.62	2.55	1.95	待上会	2.98	1,280	5,118
A19112.SH	昊海生科	83.38	35.77	4.11	9.51	4.15	36.12	15.58	待上会	14.84	1,780	17,785
		最高	210.66	13.50	44.61	4.15	36.12	23.69		15.14	6,065	41,112
		最低	19.35	2.96	4.37	0.18	2.55	1.48		2.98	1,280	5,118
		平均	71.54	7.53	11.18	1.27	8.95	7.26		8.91	3,298	18,826
		中位	43.71	5.67	6.47	0.76	5.44	5.46		8.02	2,549	14,086
受理、问询、回复状态		107家										
		最高	892.40	42.14	7,272	6.57	113.5	250.5		47.48	62,007	360,501
		最低	-149	-142	0.60	-5.53	-0.14	-		2.51	750	3,000
		平均	63.31	6.14	75.95	0.94	7.54	10.63		8.32	5,345	28,064
		中位	32.70	5.98	6.58	0.65	4.27	4.02		5.82	2,934	11,734

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、中小板、创业板和纳斯达克 GS 的第一批公司

（一）中小板 8 家企业：估值 16-20 倍 PE

2004年5月27日首批在中小板挂牌的8家上市公司，首发市盈率在16-20xPE范围。彼时，全球经济在1997年亚洲金融危机、2000年互联网泡沫破灭和2001年“9·11”恐怖袭击事件中缓慢恢复，大多经济体的金融市场持续低迷。而中小板在IPO首日平均涨幅130%，IPO后5日、IPO后20日和120日则均有回调。

中小板首批企业的资质较高，部分公司在15年后的今天在所属行业仍处于领军地

位。我们以2018年净利润的行业排名作为参考，排在行业前1/3的有6家公司。

图表 4：中小板首批 8 家上市企业

股票代码	上市公司	首发市盈率	当前 PE	所属行业	行业排名 (18 净利润)	IPO 首日涨跌幅	IPO 后 5 日涨跌幅	IPO 后 20 日涨跌幅	IPO 后 120 日涨跌幅
002001.SZ	新和成	16.35	14.32	医药制造业	2/92	86.65	-25.01	-31.96	-40.55
002002.SZ	鸿达兴业	20.00	22.88	化学原料及化学制品制造业	9/35	143.99	-18.03	-41.71	-44.85
002003.SZ	伟星股份	19.92	15.44	纺织服装、服饰业	11/37	139.89	-15.55	-34.62	-33.20
002004.SZ	华邦健康	16.00	17.89	化学原料及化学制品制造业	35/206	100.73	-14.37	-29.53	-26.49
002005.SZ	德豪润达	20.00	-4.71	电气机械及器材制造业	62/69	42.42	-13.50	-25.50	-39.89
002006.SZ	精功科技	17.16	420.05	专用设备制造业	134/162	130.70	-13.31	-3.43	-41.38
002007.SZ	华兰生物	19.95	38.98	医药制造业	3/37	69.63	-21.72	-34.08	-29.40
002008.SZ	大族激光	20.00	22.17	专用设备制造业	1/33	324.89	-27.60	-37.40	-48.32
					平均	129.86	-18.64	-29.78	-38.01
					中位	115.71	-16.79	-33.02	-40.22

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）创业板：首发 PE 在 40-82 倍

2009年10月30日，创业板首批28家企业正式上市，发行市盈率在40.12-82.22倍范围。创业板在IPO首日平均涨幅106%，IPO后5日、IPO后20日和120日则较为平稳。以2018年净利润作为经营指标，有11家企业在所属行业排在前1/3。

图表 5：创业板首批 28 家上市企业

股票代码	上市公司	首发市盈率	当前 PE	所属行业	行业排名 (18 净利润)	IPO 首日涨跌幅	IPO 后 5 日涨跌幅	IPO 后 20 日涨跌幅	IPO 后 120 日涨跌幅
300001.SZ	特锐德	52.76	114.14	电气机械及器材制造业	14/193	84.87	-10.00	7.45	-15.81
300002.SZ	神州泰岳	68.80	92.62	软件和信息技术服务业	78/209	77.41	0.37	15.74	72.75
300003.SZ	乐普医疗	59.56	36.30	专用设备制造业	16/305	118.62	-10.80	-16.61	-10.46
300004.SZ	南风股份	71.53	-2.24	通用设备制造业	257/333	75.84	-6.04	5.09	13.52
300005.SZ	探路者	53.10	-19.06	纺织服装、服饰业	44/85	152.88	-12.32	-11.22	-4.95
300006.SZ	莱美药业	47.83	43.01	医药制造业	199/305	116.97	-14.11	-5.47	-21.62
300007.SZ	汉威科技	60.54	57.41	仪器仪表制造业	146/333	80.41	-14.19	-2.01	12.89
300008.SZ	天海防务	40.12	-1.72	专业技术服务业	58/65	82.77	-11.14	6.48	1.89
300009.SZ	安科生物	46.83	60.90	医药制造业	61/305	194.59	-6.95	-12.34	-21.29
300010.SZ	立思辰	51.49	-5.82	软件和信息技术服务业	68/209	87.50	-14.52	25.96	-5.78

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：创业板首批 28 家上市企业（续）

股票代码	上市公司	首发市盈率	当前PE	所属行业	行业排名(18净利润)	IPO 首日涨跌幅	IPO 后 5 日涨跌幅	IPO 后 20 日涨跌幅	IPO 后 120 日涨跌幅
300011.SZ	鼎汉技术	82.22	-6.30	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	115/193	86.51	5.13	5.64	21.72
300012.SZ	华测检测	59.95	64.89	专业技术服务业	1/35	77.97	-12.82	-0.07	10.80
300013.SZ	新宁物流	45.48	68.52	仓储业	86/123	106.41	-14.60	-0.81	-9.84
300014.SZ	亿纬锂能	54.56	52.54	电气机械及器材制造业	19/243	140.44	-7.76	-2.20	-7.00
300015.SZ	爱尔眼科	60.87	93.82	卫生	5/305	85.36	1.16	5.39	43.71
300016.SZ	北陆药业	47.89	28.49	医药制造业	194/305	99.33	-9.04	3.60	-4.47
300017.SZ	网宿科技	63.16	31.10	软件和信息技术服务业	10/103	87.08	-3.56	-3.96	-22.23
300018.SZ	中元股份	52.62	-6.44	电气机械及器材制造业	125/193	76.20	-16.33	-9.22	-2.81
300019.SZ	硅宝科技	47.96	36.33	化学原料及化学制品制造业	283/338	96.87	-11.97	6.82	4.84
300020.SZ	银江股份	52.63	197.15	软件和信息技术服务业	102/209	82.00	-12.64	31.87	43.63
300021.SZ	大禹节水	53.85	46.39	橡胶和塑料制品业	36/88	128.79	-13.52	19.36	18.39
300022.SZ	吉峰科技	57.26	154.05	零售业	91/99	98.93	21.55	106.23	90.57
300023.SZ	宝德股份	81.67	-3.85	租赁业	76/78	84.08	-2.52	43.79	-15.05
300024.SZ	机器人	62.90	52.64	通用设备制造业	9/333	88.82	-3.02	-1.46	19.71
300025.SZ	华星创业	45.18	264.54	软件和信息技术服务业	84/103	128.89	-9.16	9.18	38.22
300026.SZ	红日药业	49.18	46.57	医药制造业	99/305	77.50	-11.97	-8.37	11.08
300027.SZ	华谊兄弟	69.71	-11.97	广播、电视、电影和影视录音制作业	25/166	147.76	-17.38	-20.77	-7.23
300028.SZ	金亚科技	45.20	-11.41	计算机、通信和其他电子设备制造业	103/103	209.73	-20.89	-12.06	-30.49
				平均		106.23	-8.54	6.64	8.02
				中位		88.16	-10.97	1.77	-0.46

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）纳斯达克 GS：首发后走势平缓，考验保荐机构定价能力

2006年7月，纳斯达克成立了纳斯达克全球精选市场，将纳斯达克市场内满足新标准的1187家公司转移到全球精选市场挂牌。许多全球著名企业位列其中，如苹果公司、谷歌、百度、英特尔、微软公司、百事公司、亚马逊、星巴克、携程网等。

因为上述公司真正登陆纳斯达克的时间均早于纳斯达克全球精选市场成立，所以不能代表纳斯达克GS首批企业水平。我们选取2006年7-11月初在纳斯达克GS上市的13家企业，来分析首批企业IPO后行情。

从图表中可以看出，这些企业的IPO首日、IPO后5日、20日和120日的平均涨跌均较为平稳，但存在较大分化。也就是说，IPO后行情更多取决于公司资质和市场对其认

可程度，而不是趋同行为。美股IPO发行价较少限制、保荐机构的定价能力也从一定程度上解释了首发后股价走势较为平稳。

图表 7：纳斯达克 GS 全球精选市场初期 4 个月上市企业：13 家

股票代码	上市公司	上市日期	IPO 首日涨跌幅	IPO 后 5 日涨跌幅	IPO 后 20 日涨跌幅	IPO 后 120 日涨跌幅	所属行业	行业排名
KALU.O	凯撒铝业	2006-07-07	-	3.91	-0.47	29.74	材料 II	121/567
COWN.O	COWEN	2006-07-13	-0.75	-2.36	-10.08	29.72	多元金融	480/925
GTLS.O	查特工业	2006-07-26	1.33	5.26	-17.70	4.87	资本货物	199/575
INWK.O	INNERWORKING S INC	2006-08-16	16.11	-1.44	14.55	32.82	商业和专业服务	424/575
CVLT.O	康沃系统	2006-09-22	17.24	-1.18	14.47	-2.82	软件与服务	285/730
ICFI.O	ICF 国际	2006-09-28	2.08	-1.22	19.18	55.10	商业和专业服务	248/575
SFLY.O	SHUTTERFLY INC	2006-09-29	3.67	-12.28	-13.83	9.32	零售业	258/636
LTXB.O	LEGACYTEXAS FINANCIAL GROUP INC	2006-10-03	-	1.73	2.87	15.08	银行	268/925
EHTH.O	易康公司	2006-10-13	63.57	-2.84	-1.70	2.84	保险 II	276/925
EXLS.O	伊克赛尔服务控股	2006-10-19	-	6.69	36.94	4.56	软件与服务	286/730
ACHN.O	爱克莱恩	2006-10-26	7.74	11.38	14.61	-51.98	制药、生物科技与生命科学	424/947
IPHS.O	INNOPHOS	2006-11-02	0.58	13.09	13.09	36.62	材料 II	166/266
ORBC.O	ORBCOMM 轨道通讯系统	2006-11-03	-29.55	2.45	-0.13	49.29	电信服务 II	49/66
		平均	6.31	1.78	5.52	16.55		
		中位	1.33	1.73	2.87	15.08		

资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、科创板不同主题的估值方法建议

科创板旨在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，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。我们从不同产业主题入手，探寻各自合适的估值方法。

（一）新一代信息技术产业

1. IC产业

对于IC设计公司，可以按企业的分工模式分析其适用的估值方式。采用Fabless模式的公司属于轻资产类型，不适合用PB进行估值。在其快速成长期推荐使用PEG进行估值，若盈利状况良好可以使用PE，若目前盈利状况不佳则可以使用PCF和PS进行估值。

采用IDM模式的公司通常为重资产型，固定资产占比较高，所以可以采用PB进行估值。

对于IC制造产业，从盈利能力来看，IC制造市场呈现寡头垄断趋势，国内厂商市场份额较小。同时，制造产业受上下游产业影响较大，盈利情况不稳定，所以不适合PE等对盈利敏感的估值方式。从资产情况来看，IC行业本身具有规模经济属性，资产规模较大，其“重资产”的特点适合使用PB进行估值。

对于IC封装产业，国内企业的发展已经比较成熟。如长电科技、华天科技等已取得可观成绩，故可以使用PE进行估值。

2. 通讯及电子设备制造业

由于通讯企业存在较高的技术壁垒并且市场集中度较高，可以使用PE进行估值。如果公司成长性较强也可以考虑使用PEG来估值。

重资产型的电子设备制造公司由于折旧较高，不适用PE进行估值，推荐使用PB和EV/EBITDA。轻资产型的电子设备制造公司由于存在较高的进入壁垒，盈利较为稳定，适用PE进行估值。

3. 互联网与云计算、大数据服务

由于在初创期，互联网公司盈利较小且主要业务为用户扩展，故建议使用PS和P/MAU进行估值。成熟期时建议使用EV/EBITDA和PE来估值。

对于云计算及大数据服务行业，重资产类型建议使用EV/EBITDA，轻资产类型建议使用EV/Sales和PE。例如从事线上广告业务、会员服务业务的公司，在初创期其利润可能较小，但销售额较大且公司成长性较高，此时推荐使用EV/Sales进行估值。

4. 软件产业

我国SaaS*产业发展滞后，相关企业大多规模小、净亏损，但成长性较高。建议SaaS业务占比高的企业用PS估值；SaaS业务占比底的企业使用PE估值。

图表 8：新一代信息技术产业估值方法

科创板主题	主题产业	估值方法建议
新一代信息技术产业	IC 产业	IC 设计公司：*Fabless 模式建议使用 PS、PE、PEG、PCF 进行估值； *IDM 模式建议使用 PB 等进行估值。 IC 制造公司：建议使用 PB。 IC 封装公司：建议使用 PE。
	通讯及电子设备制造业	通讯：建议使用 PE、PEG。 电子设备制造业：重资产企业建议使用 PB、EV/EBITDA；轻资产企业建议用 PE。
	互联网与云计算、大数据服务等	互联网公司：初创期建议使用 PS 和 P/MAU（月活），成熟期建议使用 EV/EBITDA、PE； 云计算及大数据服务：重资产类型建议使用 EV/EBITDA；轻资产类型建议用 EV/Sales（线上广告、会员服务）、PE。
	软件产业	*SaaS 占比高的企业建议用 PS 估值；SaaS 占比低建议用 PE 估值。

资料来源：太平洋证券整理

*Fabless：没有制造业务、只专注于设计"的集成电路设计的一种运作模式，也用来指代未拥有芯片制造工厂的IC设计公司，经常被简称为"无晶圆厂"。

*IDM 模式：Integrated Design and Manufacture，不仅设计还进行制造。

*Software-as-a-Service（软件即服务）：传统软件的定制只需针对某一具体的用户进行，而SaaS的定制则需让软件满足多租户各自的需求，需要多个定制。传统软件的定制服务是在软件开发阶段完成，而SaaS需要在软件使用过程中针对需求的变化更新定制，而且在定制的时候不能影响其他用户的使用。

（二）高端装备制造产业

1. 智能制造装备产业、航空装备产业

智能制造装备产业和航空装备产业受制于重资产模式及寡头垄断格局，难以在短期内快速获利，故无法使用PE等方法进行估值。同时，由于装备制造业存在现金流不稳定的问题，DCF等需要利用各期现金流进行贴现的估值方式也不适用。综上，建议使用PS、PB对智能制造装备产业和航空装备产业进行估值。

2. 轨道交通装备产业

由于轨交产业存在较高的技术门槛和准入门槛，且我国轨交公司的利润保持稳健增长，故推荐使用PE进行估值。

图表 9：高端装备制造产业估值方法建议

科创板主题	主题产业	估值方法建议
高端装备制造产业	智能制造装备产业	建议使用 PS、PB 估值
	航空装备产业	
	轨道交通装备产业	建议使用 PE 估值

资料来源：太平洋证券整理

(三) 新材料产业

科创板新材料产业细分包括前沿新材料、先进钢铁材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、先进有色金属材料五类。新材料产业属于国家重点扶持领域，按照企业发展阶段不同，新材料产业适用不同的估值方法。在初创期，企业净利润为负时建议使用PS估值，当企业盈利增速增长，跨过盈亏平衡点时，建议使用PEG进行估值。在成熟期，结合海外材料公司经验，相关企业的现金流和盈利情况通常比较稳定，这时可以采用PE或DCF进行估值。如果公司的净利润为负（比如仍需投入大量资金用于研发时），则可以使用EV/EBITDA进行估值，排除息税、折旧和摊销的影响。

图表 10：新材料产业估值方法

科创板主题	主题产业	估值方法建议
新材料产业	前沿新材料	成长期：PEG、PS
	先进钢铁材料	成熟期：PE、DCF、EV/EBITDA
	先进石化化工新材料	
	先进无机非金属材料	
	先进有色金属材料	

资料来源：太平洋证券整理

(四) 生物产业

生物产业主要包括生物医学工程产业和生物医药产业。生物产业在成熟期可以使用PE估值，成长期时建议使用rNPV（风险调整后的净现值）估值。用rNPV法估值的优势在于在计算NPV的过程中加入了“现金流发生概率”这一变量，通过调整概率值（比如参考研发成功率），可以实现对公司不同研发阶段的合理估值，符合生物产业的风险特点。

使用rNPV法进行估值分3步。首先是估计项目的未来的现金流（FCF），其次是确定项目的折现率（WACC），最后是确定每期现金流的发生概率。用发生概率乘以现金流并用WACC贴现即可得到rNPV的值。

图表 11：生物产业估值方法

科创板主题	主题产业	估值方法建议
生物产业	生物医学工程产业	成长期：rNPV
	生物医药产业	成熟期：PE

资料来源：太平洋证券整理

(五) 节能环保产业

高效节能产业上游企业多为资源类企业，故议价能力有限。同时，该产业有技术

迭代快的特点，需要持续的研发投入，所以不建议使用PE和EV/EBITDA等对公司盈利有一定要求的相对性指标。与之类似，先进环保产业也需要大量的研发投入，不适用PE等指标，可考虑使用PS、PB及DCF对其进行估值。

图表 12：节能环保产业估值方法

科创板主题	主题产业	估值方法建议
节能环保产业	先进环保产业	PS、PB、DCF
	高效节能产业	

资料来源：太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。