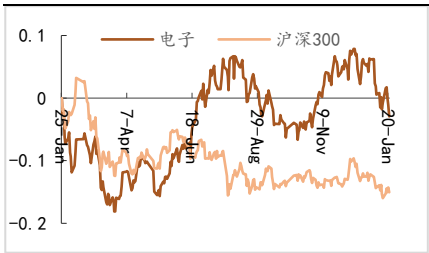
100 倍科技股的逻辑

电子 | 行业深度报告 | 2022.01.24

评级： 看好

何立中
电子行业首席分析师
SAC 执证编号：S0110521050001
helizhong@sczq.com.cn
电话：010-56511843

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 电子行业深度：技术的轮回
- 台积电能否代表全行业
- 数字经济再提速，电子基建打头阵

核心观点

- **业绩增速不是“股价长青”的必要条件**
  全球科技公司市值前 2 名苹果和微软的收入利润增幅与市值增幅不同步。2012~2022 年，苹果公司市值增长 7 倍，收入增长 3 倍，净利润增长 4 倍。微软公司市值增长 9 倍，收入增长 2 倍，净利润增长 3 倍。
- **毛利率、自由现金流财务指标也不是“股价长青”的必要条件**
  2012 年至今立讯精密股价上涨 35 倍，而立讯精密的毛利率却从 2014 年毛利率的 23.29%震荡向下到 2021 年 Q3 的 16.11%。按照价值投资的现金流维度看，立讯精密的自由现金流表现也是不尽如人意。过去十年里，只有 2019 年自由现金流为正。
- **1 倍股买增长。**1 倍左右的股价涨幅，抓业绩增长拐点。例如 2019 年至今的半导体行情，依靠国产化替代、芯片涨价，带来的业绩增长。
- **10 倍股买生意。**科技公司长期保持业绩高增长比较难。美股半导体公司收入连续保持 20%增长都很少。但是，这样的营业收入并不影响他们的股价上涨。我们认为，仅从增速寻找 10 倍股方向错了，需要从更深入的好生意的角度寻找。10 倍股买的是生意而不是增长。
- **100 倍股买底层技术。**只看增长和生意模式是无法找到 100 倍股的机会，只有新技术的出现或再应用，才能支撑 100 股的逻辑。微软 100+倍的涨幅靠微软的操作系统技术、云计算技术驱动。台积电 100 倍涨幅是半导体制造技术的贡献。全球电动汽车龙头特斯拉 9 年 100 多倍涨幅，是汽车驱动技术的再创新再应用，属于底层技术的创新。特斯拉是平台级的创新，它的底层技术有可能不是最新的，但是商业逻辑往往是全新的。如果用老的逻辑硬往上套，很容易判断错误。**我们在《技术的轮回》报告中指出：技术是组合式进化的、螺旋式创新的，投资不宜追求技术的绝对创新。**技术一直在根据当下需求与其他技术点不断结合，投资的方向与需求的变化方向具备一致的趋势。
- **三层逻辑背后的公司属性定位。**1 倍涨幅是产品型公司，经营单一产品，影响范围有限，例如低端元器件、模组组装等。10 倍涨幅的是组织型公司，要依靠优秀管理，在某垂直领域拓展。例如立讯精密、海康威视、圣邦股份。100 倍涨幅的公司是平台型公司，有底层技术支撑其产业链纵向拓展，“以我为中心”形成平台效应。例如特斯拉、台积电、微软。
- **投资建议**
  大部分投资机会是平庸的，1 倍股靠勤奋、10 倍股靠研究实力、100 倍股靠天赋。从技术周期看，1 倍的机会在技术成熟期，在消费电子领域寻找。10 倍的机会在技术成长期，100 倍的机会在技术导入期。
- **风险提示**
  技术变化快，标的公司不能抓住每次技术变革的机会。配套设施不完善，导致新技术应用的推广受阻。

目录

1 科技股股价驱动靠什么 1
增速不是“股价长青”的必要条件 1
毛利率、自由现金流财务指标也不是“股价长青”的必要条件 3
2 科技股的三层逻辑 5
2.1 1 倍股买增长 5
2.2 10 倍股买生意 6
2.3 100 倍股买底层技术 9
3 三层逻辑背后的公司定位 10
4 投资建议 11
5 风险提示 11

插图目录

图 1 全球科技股市值前十（20220123） 1
图 2 苹果公司股价 1
图 3 苹果公司历年收入净利润同比 2
图 4 微软公司股价走势 2
图 5 微软公司收入利润同比 3
图 6 2012~2022 苹果公司市值、收入、利润增幅 3
图 7 2012~2022 微软公司市值、收入、利润增幅 3
图 8 立讯精密股价走势图 4
图 9 立讯精密毛利率震荡向下（%） 4
图 10 立讯精密过去十年自由现金流 5
图 11 圣邦股份股价走势与业绩拐点 5
图 12 兆易创新股价走势与业绩拐点 6
图 13 美股主要半导体公司营业收入增速比较 6
图 14 从做生意的四个角度选好公司 7
图 15 好生意的商业模式分析框架 7
图 16 圣邦股份兆易创新净利润率比较 8
图 17 圣邦股份兆易创新股价走势 8
图 18 微软股价走势图 9
图 19 台积电股价走势图 9
图 20 特斯拉股价走势 10
图 21 公司属性对应涨幅 10
图 22 Gartner 曲线 11

1 科技股股价驱动靠什么

增速不是“股价长青”的必要条件

2022 年 1 月 21 日，全球科技股市值最大的是苹果公司 2.6 万亿美元，第二大的是微软 2.2 万亿美元。

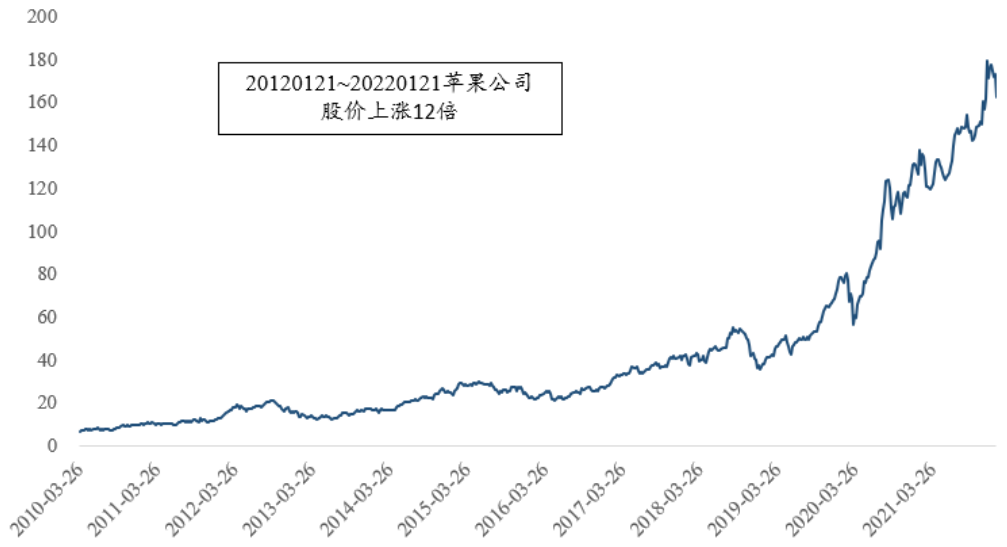
图 1 全球科技股市值前十（20220123）

	代码	名称	市值（亿元）
1	AAPL.O	苹果(APPLE)	26,646
2	MSFT.O	微软(MICROSOFT)	22,226
3	GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	17,289
4	GOOG.O	谷歌(ALPHABET)-C	17,289
5	AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	14,468
6	TSLA.O	特斯拉(TESLA)	9,479
7	FB.O	脸书(META PLATFORMS)	8,433
8	NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	5,844
9	ASML.O	阿斯麦	2,847
10	CSCO.O	思科(CISCO)	2,391

资料来源：wind，首创证券

2012 年 1 月 21 日至 2022 年 1 月 21 日，苹果公司股价上涨 12 倍。

图 2 苹果公司股价

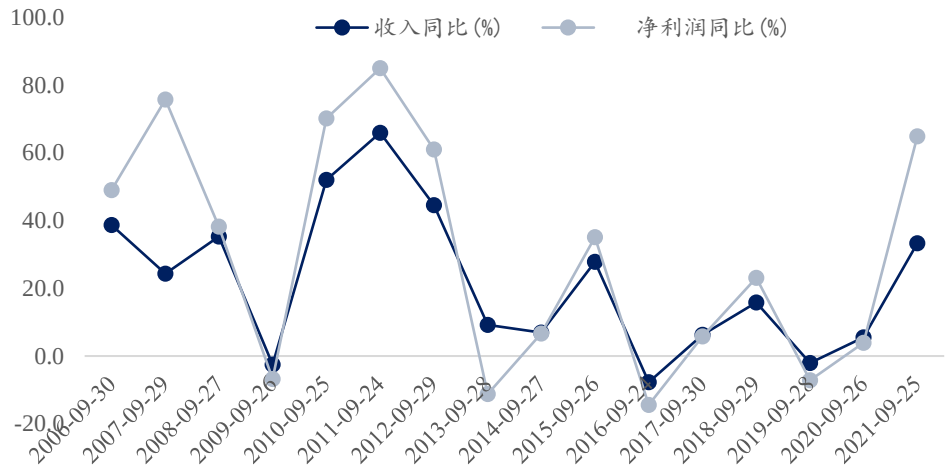


资料来源：wind，首创证券

按照一般的投资思维，全球科技龙头的业绩应该跟股价同步。实际上苹果的收入和净利润表现都一般，远不及市值的涨幅。

2011~2019 年，苹果公司的收入利润增速是震荡下降的，其中个别年份苹果公司的业绩还是下滑的。

图 3 苹果公司历年收入净利润同比



资料来源：wind，首创证券

全球科技公司第二大市值的微软也与苹果公司一样，收入利润的涨幅远不及市值的涨幅。

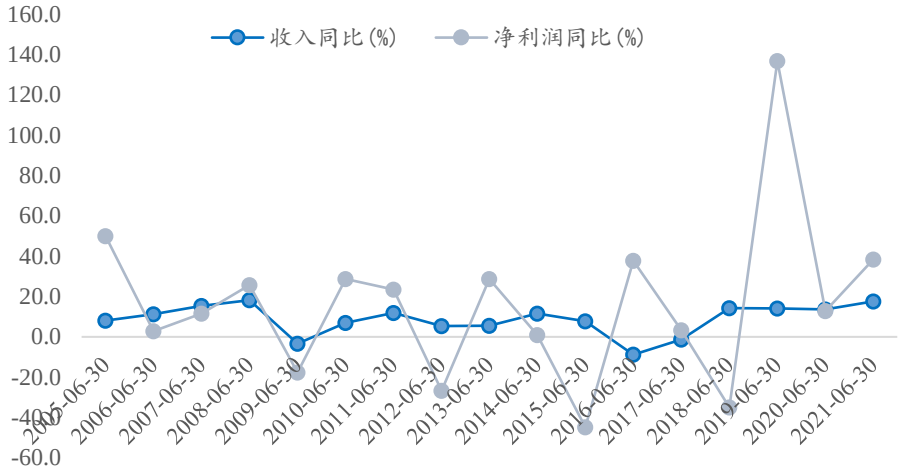
2012 年 1 月 21 日至 2022 年 1 月 21 日，微软公司的股价上涨 12 倍。

图 4 微软公司股价走势

资料来源：wind，首创证券

虽然微软的市值在过去 10 年涨了 12 倍，但是微软公司的净利润增速在正负波动，2013、2016、2019 年净利润同比还是下降的。

图 5 微软公司收入利润同比

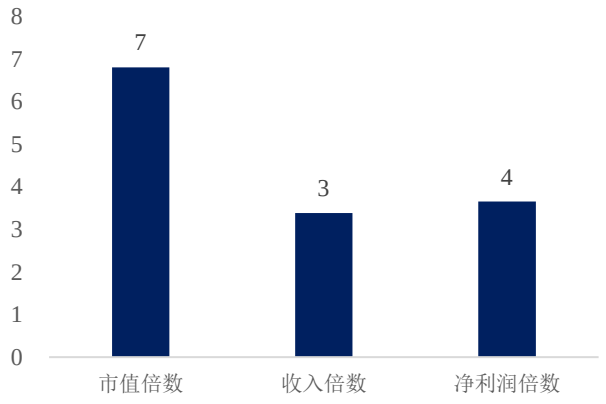


资料来源：wind，首创证券

目前全球市值最大和第二大的科技公司苹果和微软财务收入利润增幅与市值涨幅不同步。

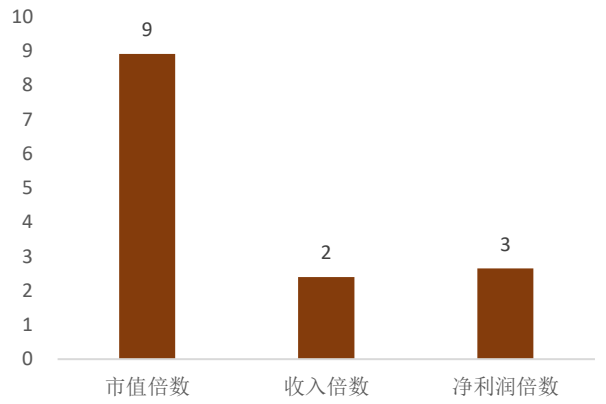
2012~2022 年，苹果公司市值增长 7 倍，收入增长 3 倍，净利润增长 4 倍。微软公司市值增长 9 倍，收入增长 2 倍，净利润增长 3 倍。

图 6 2012~2022 苹果公司市值、收入、利润增幅



资料来源：wind，首创证券

图 7 2012~2022 微软公司市值、收入、利润增幅

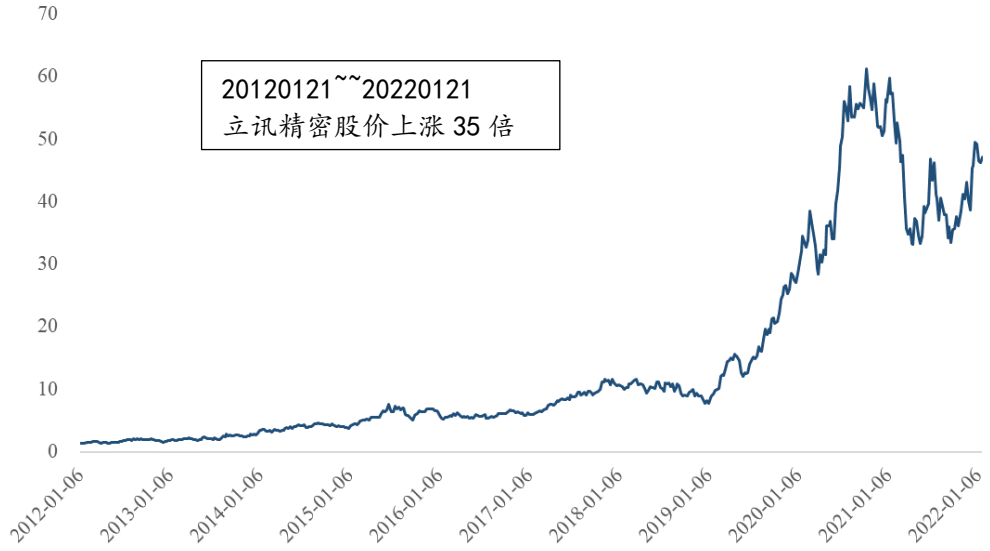


资料来源：wind，首创证券

毛利率、自由现金流财务指标也不是“股价长青”的必要条件

以 A 股电子行业立讯精密为例，2012 年至今，股价上涨 35 倍。

图 8 立讯精密股价走势图

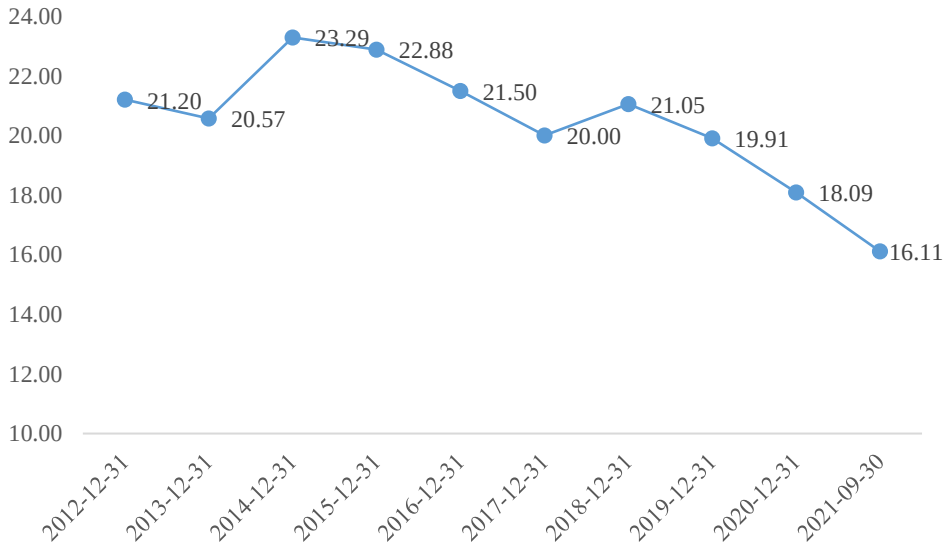


资料来源：wind，首创证券

但是，立讯精密的毛利率却是震荡向下。自从 2014 年毛利率的 23.29%开始，一直震荡向下到 2021 年三季度的 16.11%。

按照一般的科技股投资逻辑，仅看毛利率，大概率是不会成为投资机构的重仓股。

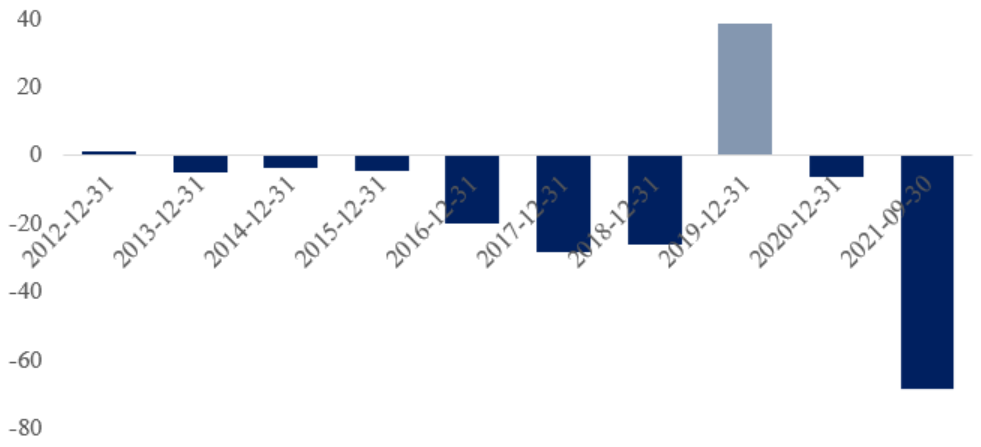
图 9 立讯精密毛利率震荡向下（%）



资料来源：wind，首创证券

按照价值投资的现金流角度看，立讯精密的自由现金流表现也是不尽人意。

图 10 立讯精密过去十年自由现金流



资料来源：wind，首创证券

2 科技股的三层逻辑

2.1 1 倍股买增长

1 倍左右的股价涨幅，只需要紧密跟踪公司，抓业绩增长拐点。最典型的例子是 2019 年至今的半导体行情，依靠国产化替代、芯片涨价，带来的业绩增长。

圣邦股份 2019Q2 收入同比增速 21.43%（2019Q1 同比下降-15.82%），净利润同比增长 89%（2019Q1 同比下降-9.34%）。公司股价在 2019 二季度进入上升趋势。

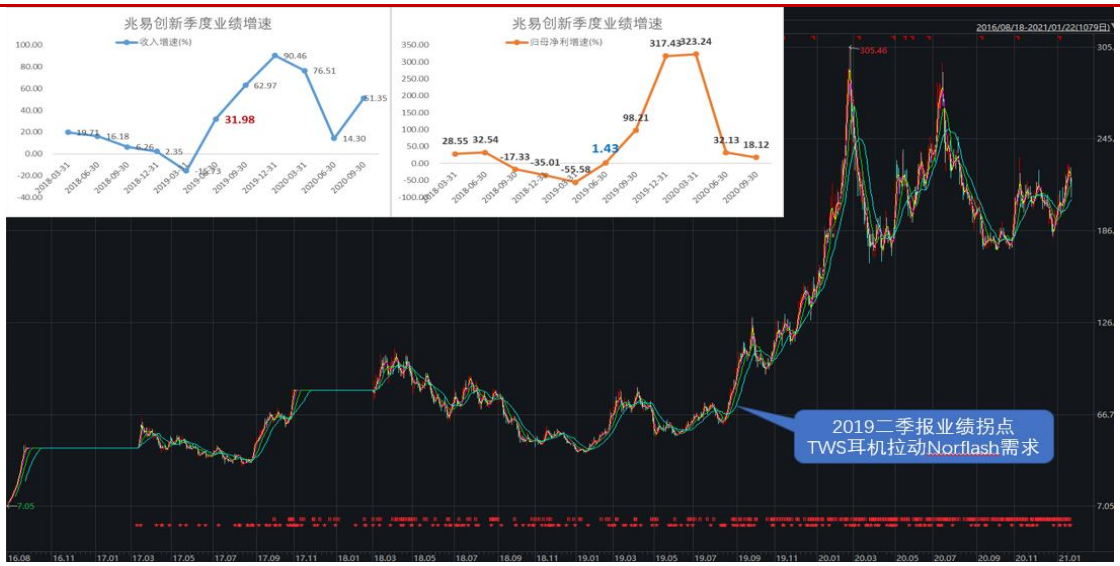
图 11 圣邦股份股价走势与业绩拐点

资料来源：wind，首创证券

兆易创新与圣邦股份相似，2019 年 Q2 收入同比增长 31.98%，扭转 Q1 同比下降的趋势。净利润增速同比增速回正，扭转连续 3 个季度同比下降的趋势。

对应股价在 2019 年二季度开始进入上升趋势。

图 12 兆易创新股价走势与业绩拐点



资料来源：wind，首创证券

2.2 10 倍股买生意

科技公司长期保持业绩高增长比较难。以美股主要半导体公司的营业收入为例，连续保持 20%以上的情况都很少，有很多年份还是负增长。但是，这样的营业收入并不影响他们的股价上涨。

我们认为，仅从增速寻找 10 倍股方向错了，需要从更深入的好生意的角度寻找。或者说，只有公司从事好生意，才有可能维持长时间的稳定增长。

图 13 美股主要半导体公司营业收入增速比较

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR3	CAGR5
INTC.O	英特尔(INTEL)	6.00%	-0.90%	7.30%	5.70%	12.90%	1.60%	8.20%	7.50%	7.10%
NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	13.30%	7.00%	37.90%	40.60%	20.60%	-6.80%	52.70%	19.70%	27.20%
AVGO.O	博通(BROADCOM	69.40%	59.90%	94.00%	33.20%	18.20%	8.40%	5.70%	10.60%	28.50%
TXN.O	德州仪器	6.90%	-0.30%	2.80%	11.90%	5.50%	-8.90%	0.50%	-1.10%	2.20%
QCOM.O	高通公司(QUALC	6.50%	-4.60%	-6.80%	-5.40%	2.00%	6.80%	-3.10%	1.80%	-1.40%
MU.O	美光科技	80.30%	-1.00%	-23.40%	63.90%	49.50%	-23.00%	-8.40%	1.80%	5.80%
0KED.L	英飞凌科技	5.70%	19.00%	11.30%	14.70%	6.30%	-9.30%	6.70%	1.00%	5.60%
ADI.O	亚德诺(ANALOG)	8.80%	19.90%	-0.40%	49.30%	21.40%	-3.40%	-6.50%	3.10%	10.30%
AMD.O	超威半导体(AMD)	3.90%	-27.50%	7.00%	24.70%	21.50%	4.00%	45.00%	22.40%	19.60%
NXPI.O	恩智浦半导体	17.30%	8.00%	55.70%	-2.50%	1.60%	-5.60%	-3.00%	-2.40%	7.10%
XLNX.O	赛灵思(XILINX)	-0.20%	-6.90%	6.10%	8.10%	20.50%	3.40%	-0.50%	7.40%	7.30%
MCHP.O	微芯科技(MICRO(	11.20%	1.20%	56.80%	16.80%	34.40%	-1.40%	3.10%	11.00%	20.10%
STM.N	意法半导体	-8.40%	-6.80%	1.10%	19.70%	15.80%	-1.10%	6.90%	7.00%	8.20%
MRVL.O	迈威尔科技	8.90%	-26.50%	-15.00%	3.90%	19.00%	-5.80%	10.00%	7.20%	1.70%
MXIM.O	美信集成产品	0.50%	-6.00%	-4.90%	4.60%	8.00%	-6.70%	-5.30%	-1.50%	-1.00%
SWKS.O	思佳讯解决方案(S	27.90%	42.20%	0.90%	11.00%	5.90%	-12.70%	-0.60%	-2.80%	0.60%
QRVO.O	QORVO	49.00%	52.60%	16.20%	-1.90%	3.90%	4.80%	24.00%	10.50%	9.00%
ON.O	安森美半导体	13.60%	10.60%	11.80%	41.90%	6.00%	-6.10%	-4.80%	-1.80%	8.50%
MPWR.O	MONOLITHIC PO	18.70%	17.90%	16.70%	21.20%	23.70%	7.80%	34.50%	21.50%	20.50%
SLAB.O	芯科实验室	7.00%	3.90%	8.20%	10.20%	12.90%	-3.50%	5.90%	4.90%	6.60%
CRUS.O	凌云半导体	28.30%	27.60%	31.60%	-0.40%	-22.60%	8.10%	6.90%	-3.70%	3.20%
POWI.O	帕沃英蒂格盛	0.50%	-1.40%	12.60%	11.50%	-3.70%	1.10%	16.10%	4.20%	7.30%
LSCC.O	莱迪思半导体	10.10%	10.90%	5.20%	-9.60%	3.30%	1.30%	1.00%	1.90%	0.10%
DIOD.O	DIODES INC DEL	7.70%	-4.70%	11.00%	11.90%	15.20%	2.90%	-1.60%	5.30%	7.70%
AMBA.O	安霸	38.50%	44.90%	-1.90%	-4.80%	-22.90%	0.40%	-2.50%	-8.90%	-6.80%
MTSI.O	MACOM TECHNC	31.40%	0.50%	29.40%	28.40%	-18.40%	-12.40%	6.10%	-8.80%	4.70%

资料来源：wind，首创证券

什么是好生意？

在我们之前的《用巴菲特逻辑选电子公司》报告中提出，选择好生意四大指标——少、高、长、多。

“少高长多”，分别是少投入、高定价、长周期、多增值。

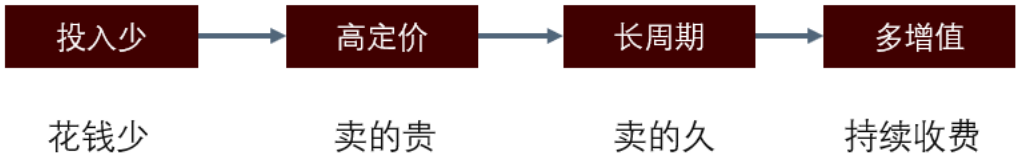
少投入——做一门生意首先需要的是投入，投入少或者越往后投入越少的生意才是一门好生意。

高定价——做生意出售的服务或产品能够卖高价格、高毛利。比如巴菲特的喜诗糖果、高端酱香白酒、台积电的高端制程等。

长周期——一个产品或服务，能够销售时间越长越好。

多增值——很多产品都是一次性的生意，产品到客户手里后，就跟客户断了联系。好生意是通过增值服务，可以持续的向客户收费。

图 14 从做生意的四个角度选好公司

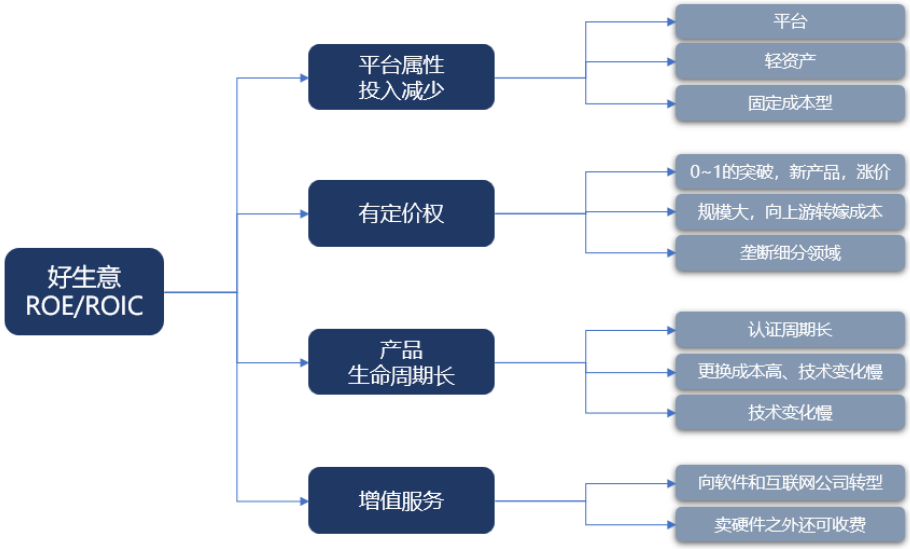


资料来源：Wind，首创证券

能够同时满足以上四个指标的生意绝对是好生意。实际情况中，以上四个指标不会同时出现，只要达到其中的一个或几个就是好生意。

我们可以从其中的一个或几个指标去选择好生意的公司，如果只用一个财务指标来筛选好生意，那就是 ROIC。A 股的科技公司大部分处于高速投入的发展初期，直接用 ROIC 筛选会错过好公司，所以，我们将 ROIC 定性地从下图中的四个维度分析。

图 15 好生意的商业模式分析框架



资料来源：首创证券

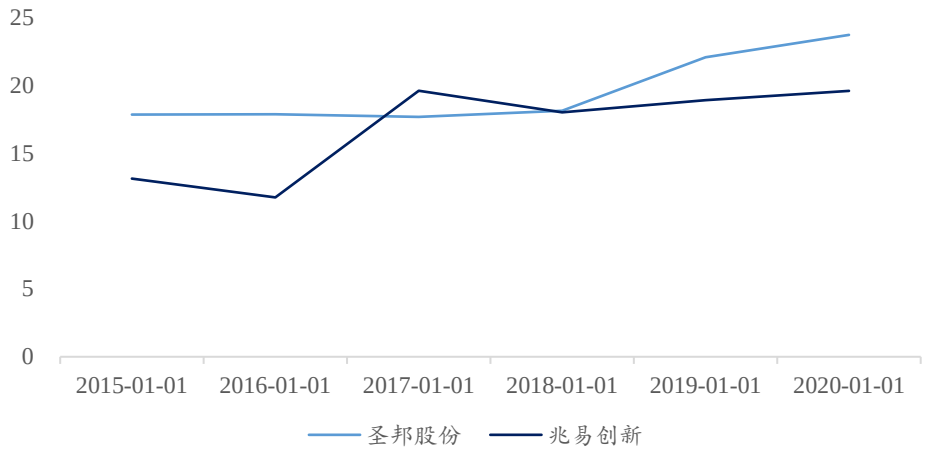
继续以圣邦股份和兆易创新为例。圣邦股份是 A 股模拟芯片的龙头，兆易创新是数字芯片的龙头。模拟芯片相比较数字芯片，符合我们好生意的指标。

一是模拟芯片的产品生命周期长。

二是模拟芯片相比较数字芯片，不需要特别先进的工艺制程，晶圆代工费用少、研发投入少、净利润率高。

三是模拟芯片的生意稳定性高，模拟芯片设计只有聪明才智不行，还需要工匠精神的多年磨练，是一门艺术活。而数字芯片是偏逻辑电路，一般情况下，有足够的聪明才智就行。

图 16 圣邦股份兆易创新净利润率比较



资料来源：wind，首创证券

所以，从 2019 年二季度开始至今，圣邦股份已经有 10 倍增长，而兆易创新区间最高涨幅只有 4 倍多。

图 17 圣邦股份兆易创新股价走势

资料来源：wind，首创证券

2.3 100 倍股买底层技术

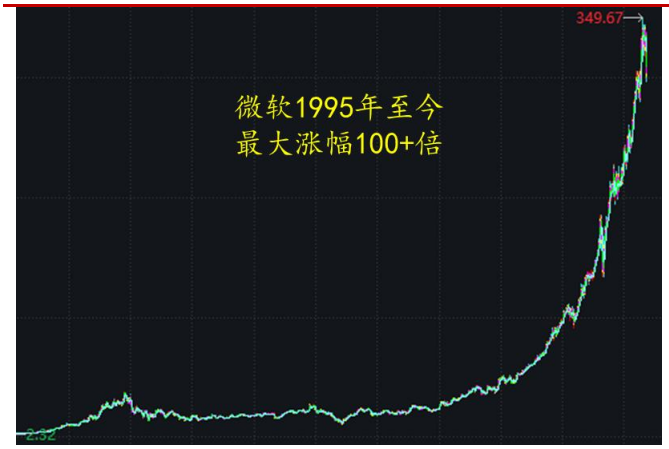
科技股的弹性吸引无数投资人的热情，当我们追求 100 倍股票的时候，只看增长和生意模式是无法找到 100 倍股的机会。

100 倍股需要风物宜长放眼量，只有新技术的出现或再应用，才能支撑 100 股的逻辑。

微软公司能从 1995 年的 2+美元上涨到现在的 296 美元，100+倍的涨幅。前面我们已经分析过，支撑微软股价如涨幅的不是业绩。这样的涨幅需要靠微软的操作系统技术、云计算技术驱动。

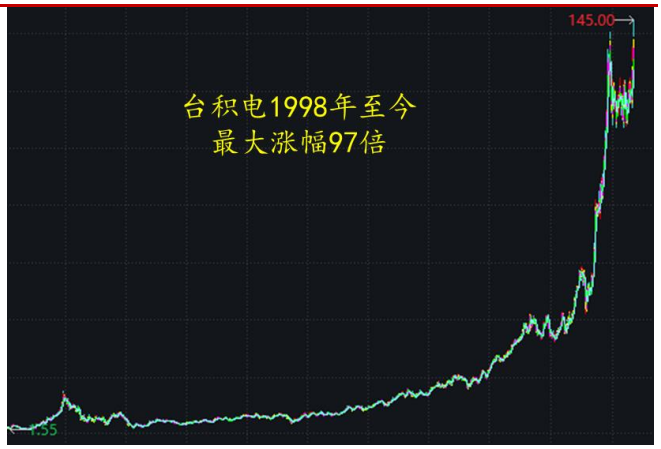
台积电从 1998 年最低的 1.5 美元，上涨到 2022 年 1 月 13 日最高的 145 美元，最大涨幅 97 倍，是半导体制造技术的贡献。

图 18 微软股价走势图



资料来源：wind，首创证券

图 19 台积电股价走势图



资料来源：wind，首创证券

全球电动汽车龙头特斯拉能涨 100 多倍，是汽车驱动技术的再创新再应用，也属于底层技术的创新。

特斯拉这种平台级的创新公司，它的底层技术有可能不是最新的，但是商业逻辑往往是全新的。如果用老的逻辑硬往上套，很容易判断错误。

我们在之前的《技术的轮回》报告中专门论述：技术是组合进化的，投资不宜追求技术的绝对创新。

技术一直在根据当下需求与其他技术点不断结合，投资的方向与需求的变化方向具备一致的趋势。

当我们知道了技术是螺旋式进化的、技术是原有技术的组合创新之后，就不会对技术追求绝对的创新。

就不会认为“这个东西、这个技术很多年就有人做了，没前途，没投资机会”。拥有对技术轮回创新的认知之后，我们就不会拿“1834 年托马斯·达文波特就制造出电动车了，1990 年福特、雷诺与丰田就研发电动汽车了，结果现在还不是燃油车的天下”这样的逻辑干扰投资。

图 20 特斯拉股价走势

资料来源：wind，首创证券

3 三层逻辑背后的公司定位

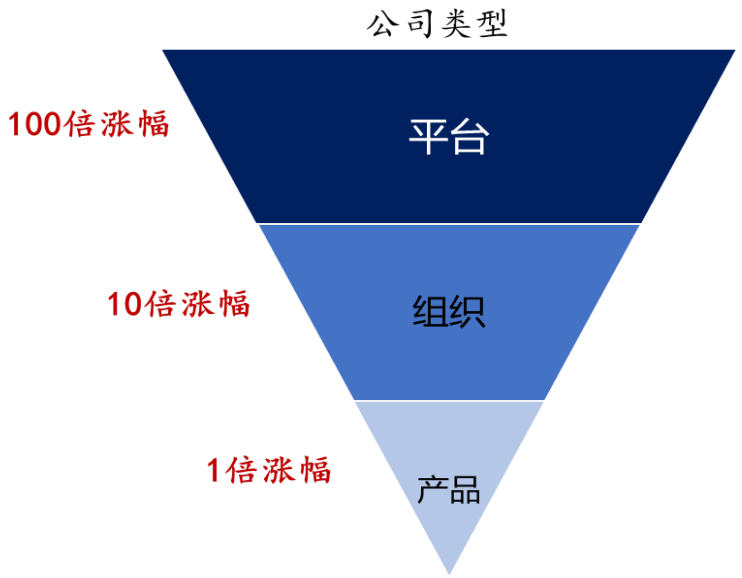
科技股三层逻辑背后具有不同的逻辑定位。

1 倍涨幅的是产品型公司，经营单一产品，影响范围有限，例如低端元器件、模组组装等公司。

10 倍涨幅的公司是组织型公司，要依靠优秀管理，在某垂直领域拓展。例如立讯精密、海康威视等公司。

100 倍涨幅的公司是平台型公司，有底层技术支撑其产业链纵向拓展，“以我为中心”形成平台效应。例如特斯拉、台积电、微软。

图 21 公司属性对应涨幅



资料来源：首创证券

4 投资建议

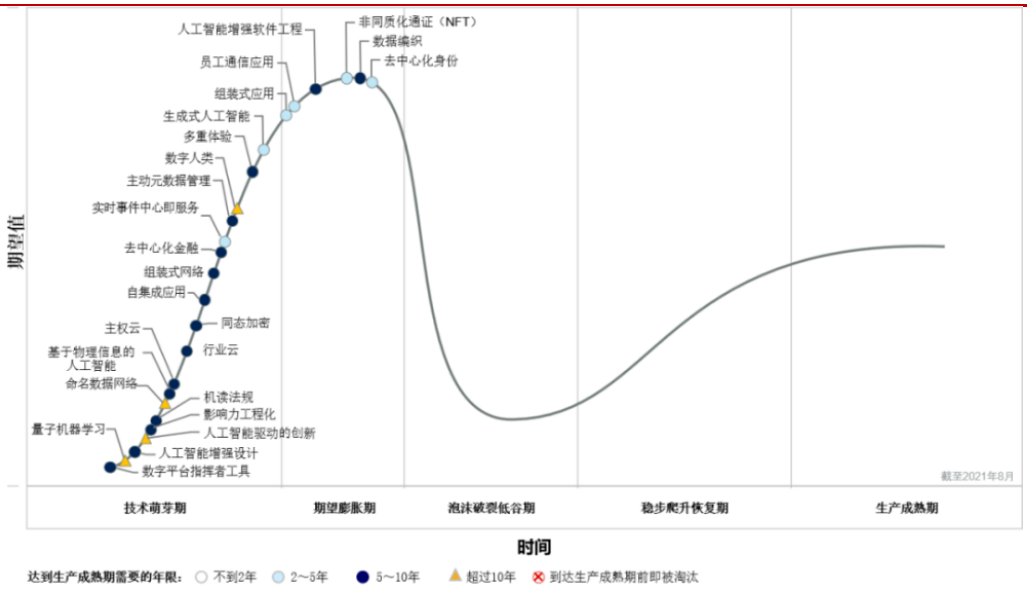
不同类型的投资风格选择不同的逻辑层次。

从技术周期看，1 倍的机会在技术成熟期，在消费电子领域寻找。10 倍的机会在技术成长期，100 倍的机会在技术导入期。

大部分投资机会是平庸的，1 倍股靠勤奋、10 倍股靠研究实力、100 倍股靠天赋。

推荐关注三安光电、安路科技、紫光国微、瑞芯微、斯达半导体、宏微科技、士兰微、鼎龙股份、北方华创、沪硅产业、华虹半导体、思瑞浦、圣邦股份、芯原股份、法拉电子、翱捷科技、国芯科技、天岳先进、长信科技、联创电子等。

图 22 Gartner 曲线



资料来源：Gartner、企鹅号、首创证券

5 风险提示

1、 技术变化快，标的公司不能抓住每次技术变革的机会。

2、 配套设施不完善，导致新技术应用的推广受阻。

分析师简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021 年 4 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. **投资建议的比较标准**

   投资评级分为股票评级和行业评级

   以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. **投资建议的评级标准**

   报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅－5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现