

雪球专刊 251 期——科创 50 投资攻略

第 251 期

2020/12/15

出品人：方三文

策划：冯冬杰 李维可

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1. 科创 50ETF 上市，说几个投资要点！
2. 科创 50ETF 指数基金入坑指南
3. 科创 50ETF 跳过这些坑，就是机会
4. 科创 50ETF 投资价值解析
5. 科创板投资机会在哪里？
6. 从中美资本市场对比看我国科技股的未来空间
7. 堪称大国重器的国产刻蚀机之王——中微公司
8. 传音的市值会无限趋近小米
9. 受益正版化和自主可控的金山办公
10. 投资科创板：以微芯生物为例，聊生物医药股
11. 吃完君实的瓜，科创板还有哪些值得一看的创新药企业？
12. 浅谈医美公司华熙生物，成长性如何？

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

2019 年 6 月 13 日，在第十一届陆家嘴论坛开幕式上，科创板正式开板。科创板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，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。成立一年以来，科创板已经成功同纳斯达克争夺到了中国新一代科技创业公司，主要行业包括：芯片、通信、半导体等。如中微公司、澜起科技、睿创微纳；生物医药公司如华熙生物、南微医学、特宝生物、心脉医疗；智能制造公司传音控股、九号公司、石头科技；互联网龙头公司如金山办公。

作为国内对标纳斯达克的科技板块，科创板旨在为中国本土科技公司提供更好的资本土壤。而科创 50 指数针对科创板市值、流动性、公司质量等因素精选 50 只成分股，无论是从市值、成交额还是盈利能力看，都具有较强的代表性，而且体现出明显的科技创新特征。

\$科创 50ETF(SH588000)\$通过跟踪科创 50 指数，配置科创 50 指数成分股实现对科创板的投资。回首看这些科创 50 成分股，你看好哪些行业？又有哪些是你心爱的股票呢？@华夏科创 50ETF

雪球特发起#科创 50 投资指南#有奖征文活动，球友们分享科创 50 指数的投资价值、撰写科创板新股研究报告。我们精选 12 篇好文汇编成册，希望对你投资科创 50 有所帮助！

章节介绍

1. 科创 50ETF 上市，说几个投资要点！

科创板代表着未来资本市场改革的方向，是国际科技竞争格局下战略性的存在。由于科创板选股难度较大、波动较大、有 50 万的投资门槛，所以未来普通人参与科创板的最佳方式无疑是购买科创 50ETF。

2. 科创 50ETF 指数基金入坑指南

科创 50 值不值得买？指数基金怎么选？这里仅用最简洁的方式聊一下，相比于夸夸其谈，反手来聊一聊科创 50 要注意的问题，打个预防针。

3. 科创 50ETF 跳过这些坑，就是机会

科创 50ETF 上市意义重大，但坑有以下四点：1、ETF 溢价要小心。2、成交量的陷阱。3、短期风格不在成长。4、长期来说，科创 50ETF 价值连城。

4. 科创 50ETF 投资价值解析

科创 50，犹如一个可以吸引各路身怀绝技豪杰们的竞技场，通过不断的优胜劣汰，最终由胜出的 50 人组成中国科技方阵，是支持国运向上的中坚力量，也是投资者最有可能获得超额收益的板块。

5. 科创板投资机会在哪里？

科创板奠定科技创新的金融基础。科创板会影响通信行业、计算机行业、电子行业、医药行业和高端制造业这五大科技行业。

6. 从中美资本市场对比看我国科技股的未来空间

与其花心思去了解技术，了解国产替代空间，倒不如直接把中美相关领域的上市公司市值整体做一个直观的对比，也能对我国在科技领域的发展空间有个深刻的了解。

7. 堪称大国重器的国产刻蚀机之王——中微公司

在半导体晶圆制造中，刻蚀机和光刻机两大主流设备各占半导体设备开支的四分之一左右。本文中的主人公——中微公司，正是国内刻蚀机设备领域的佼佼者。

8. 传音的市值会无限趋近小米

本文只讲一点投资传音的核心逻辑，那就是：这是一家有基本盘的公司。传音最有可能成为下一个打造出自己生态的玩家。

9. 受益正版化和自主可控的金山办公

金山办公是科创 50 指数的第一权重股，也是日常经常使用的办公软件，本文来谈谈我对金山办公的一些看法。

10. 投资科创板：以微芯生物为例，聊生物医药股

在一次偶然的的机会，我听到了一个词语“源头创新”，让我对生物医药行业，有了一个全新的认知！分享给大家，一方面希望和大家交流探讨生物医药股的择股，另一方面也是希望大家可以挑选好的生物医药公司，买入并长期持有，为我们国家的生物制药的发展，贡献我们的一份力量。

11. 吃完君实的瓜，科创板还有哪些值得一看的创新药企业？

创新药领域管线种类多样，后续预期各不同；另外研发投入金额大，当期财报数据没有那么好看，行业投研的高门槛带来了投资信心不足，不敢长期持有的现状。本文来谈一谈科创板还有哪些值得一看的创新药企业。

12. 浅谈医美公司华熙生物，成长性如何？

美容化妆行业是我比较关注的行业，华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。

1. 科创 50ETF 上市，说几个投资要点！

作者：@躺赢君

发表时间：2020-11-16

今天最受市场瞩目的，当属 4 只科创 50ETF 上市了。

之前在 4 只基金开始认购的时候，我就写文分析过它们的投资价值。

这里要区分认购和上市的差别，**认购类似于打新股，而上市相当于新股上市**。上市之后我们就可以在股票账户里进行买卖了。

科创板是近年来主流板块里（上证、深证、创业板，中小板等）最受大家追捧的，被追捧的原因也很简单——

它代表着未来资本市场改革的方向，是国际科技竞争格局下战略性的存在。

中国未来最性感的高科技、高创新性的公司很多可能都会在科创板上市，很可能成为中国版的“纳斯达克”。

所以毋庸置疑，科创板是一个需要长期跟踪，具备很大投资潜力的板块。

而科创 50 指数就是科创板的代表指数，选取的是科创板内的代表公司，而科创 50ETF 就是跟踪这个指数的基金。

由于科创板**选股难度较大、波动较大、有 50 万的投资门槛**，所以未来普通人参与**科创板的最佳方式无疑是购买科创 50ETF**。

既然这么值得关注，我们就来看下指数的质量。

首先看**编制方法**：

科创 50 指数样本区间选取的是上市时间超过 6 个月的股票。等上市 12 个月的股票超过 100 只之后，改为选取上市 12 个月后的股票。

也就是上市时间得足够才有资格入选指数。当然，如果是上市后日均总市值排在前 5 的，时间可以缩短为 3 个月。日均总市值前 3 的可以缩短为 1 个月，但需要专家委员会讨论通过。

再看**选股方法**，也很简单，就两条：

在样本区间内，选取过去 1 年日均成交额和过去 1 年日均总市值综合起来最大的 50 家公司。

也就是选流动性最好和市值最大的。这点也特别契合科技产业赢者通吃的规律。

科技股就是要投资龙头的，那么显然市值越大，成交额越多就越是龙头，而因为这些龙头在指数里的占比增大，就会导致更多资金通过指数涌入它们，导致流动性、市值进一步扩大，占比更高。

马太效应，正向循环。纳斯达克头部的 5 家公司基本贡献了美股绝大部分的涨幅，这个编制方法合理。

同时，个股的加权方式是根据自由流通市值的大小，同时单只个股的权重不能超过10%，前5大重仓股占比不能超过40%。

这就使得上证指数那样金融、地产、石化油服占比过大导致指数严重失真的情况不会出现。

再看数据：

目前科创板共195家上市公司，科创50里50家公司，在数量上占比26%。

而净利润、总营收、总市值的占比都远超这个比例，如下图所示，头部效应明显：

	公司数量	净利润 (亿)	总营收 (亿)	总市值 (亿)
科创50	50	136.3	850.8	11811.2
科创整体	195	240.6	2032.6	30499.5
占比	25.6%	56.6%	41.9%	38.7%

数据：choice/躺赢君

雪球：躺赢君

再看估值：

	市盈率	市销率
科创50	86.7	13.9
科创整体	126.8	15.0

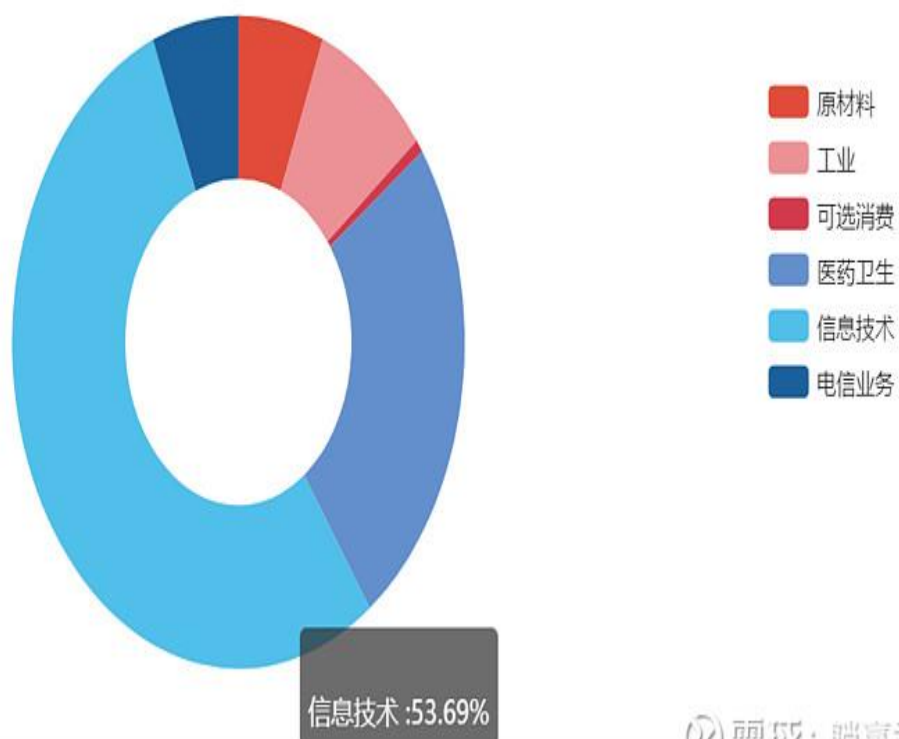
数据：choice/躺赢君

雪球：躺赢君

也是科创50比科创整体估值更低。利润和营收更多，估值却更低。从纯数据上看，科创50相对于科创板整体，性价比略高。

再看持仓情况：

指数中信息技术行业占比最大，为近54%，第二大的是医药卫生，占比25%，符合科创板高新创的调性。



前十大重仓股如下图所示, 根据我个人初步判断, 质量也还可以:

十大权重股

截止日期:2020-11-13

代码	简称	行业	权重
688111	金山办公	信息技术	8.91
688036	传音控股	电信业务	6.16
688029	南微医学	医药卫生	5.05
688188	柏楚电子	信息技术	4.84
688012	中微公司	信息技术	4.62
688009	中国通号	信息技术	4.27
688363	华熙生物	医药卫生	4.21
688139	海尔生物	医药卫生	4.12
688008	澜起科技	信息技术	3.77
688266	泽璟制药	医药卫生	

雪球: 303 赢君

总的来说，指数质量不错。眼下存在的风险在于科创板本身创立时间还不够长，从前面编制里上市 12 个月的股票还不够多也能看出来。

新事物大家总是容易过度追捧，但它的发展总是有些不确定性，按经验来说是要观察一段时间，看看它怎么变化的。

另一个就是其实估值上看也不便宜，加上过去一年被大家热捧，此时需要冷静一些看待。当然，如果长期看好，可以考虑分批定投。

最后来说下投资科创 ETF 的细节问题：

1. 费率和规模

这个是无论你买什么指数基金都需要首先注意的。

费率当然是越低越好。

规模一般而言在 2 亿~10 亿之间为佳，涉及到打新收益太大了收益被摊薄，涉及到基金运行费用，规模太小费用摊到每一份太大，这两种情况都会影响收益。

我把今天上市的 4 只 ETF 的费率和规模情况列在下图中，可以看到，4 只没有本质区别。

代码	简称	规模 (亿)	管理 费率
588000	华夏上证科创板50成份ETF	52.8	0.5%
588050	工银瑞信上证科创板50成份ETF	54.3	0.5%
588080	易方达上证科创板50成份ETF	53.1	0.5%
588090	华泰柏瑞上证科创板50成份ETF	57.0	0.5%

数据：choice/躺赢君

2. 注意场内溢价

所谓场内溢价就是指 ETF 会在场内/场外同时交易，有时候同样的份额，在场内因为被大家追捧，价格会比场外高。（注：场内指交易所内，也就是用股票账户来买卖的场所）

当这种价差大到一定程度就会出现套利者，也就是有人会从场外把便宜的份额拿到场内卖高价，赚这个价差，出现这种情况会导致场内份额价格下跌，导致投资者损失。

同样的东西，付出太大的溢价去买没必要。

那怎么看场内溢价呢？在雪球对应品种的行情界面就能看到：

科创50ETF(SH:588000)

...

+ 自选

¥1.465

+0.026 +1.81%

已收盘 11-16 15:00:00 (北京时间)

最高: 1.620

最低: 1.451

换手: --

振幅: 11.74%

成立日: 2020-09-28

今开: 1.556

昨收: 1.439

市价: 1.465

溢价率: 1.03%

净值日期: 2020-11-13

涨停: 1.727

跌停: 1.151

单位净值: 1.439

累计净值: 1.000

到期日: --

成交量: 1445.36万手

成交额: 21.19亿

基金份额: 35.58亿

资产净值: 52.12亿

货币单位: CNY

最后，买场内的 ETF 需要股票账户和手动操作，如果没有股票账户的，或者没时间手动操作想设置自动定投的，可以等场外的联接基金上市，正好眼下上市时间还太短，估值也还不低，等待过程中可以再观察下。

就说这么多，希望对你有帮助。

以上内容仅作为个人记录之用，不构成任何投资建议，按此投资后果自负

2. 科创 50ETF 指数基金入坑指南

作者：@因特瑞斯汀_小明

发表时间：2020-11-18

对于科创 50ETF，个人略带夸张的讲，**“有了科创指数基金，我还要股票何用？”**嗯，股票还是得买的，至少还得配打新份额（etf 不计入打新市值），不过意思是那个意思了。

目测诸君会憋着许多疑问，科创三连，已经准备好了：**科创 50 值不值得买？当前的估值水平适不适合入手？四家指数基金怎么选？**

从宏观到细节的认知，推荐阅读笔者科创系列文章。**这里仅用最简洁的方式吹一下，相比于夸夸其谈，反手来聊一聊科创 50 要注意的问题，打个预防针。**

科创吹不墨迹，一句话，**科创 50 比肩纳斯达克 100**。参考纳斯达克 100 指数 ETF（QQQ）的运行，图为 2001 年来指数基金月线图，粗略地说就是 20 年 45 倍，折合年化 21%，嗯？居然跟老巴差不多。



PIA~醒醒，梦做完了来看看注意事项。

科创 50 的波动幅度显著高于其他指数

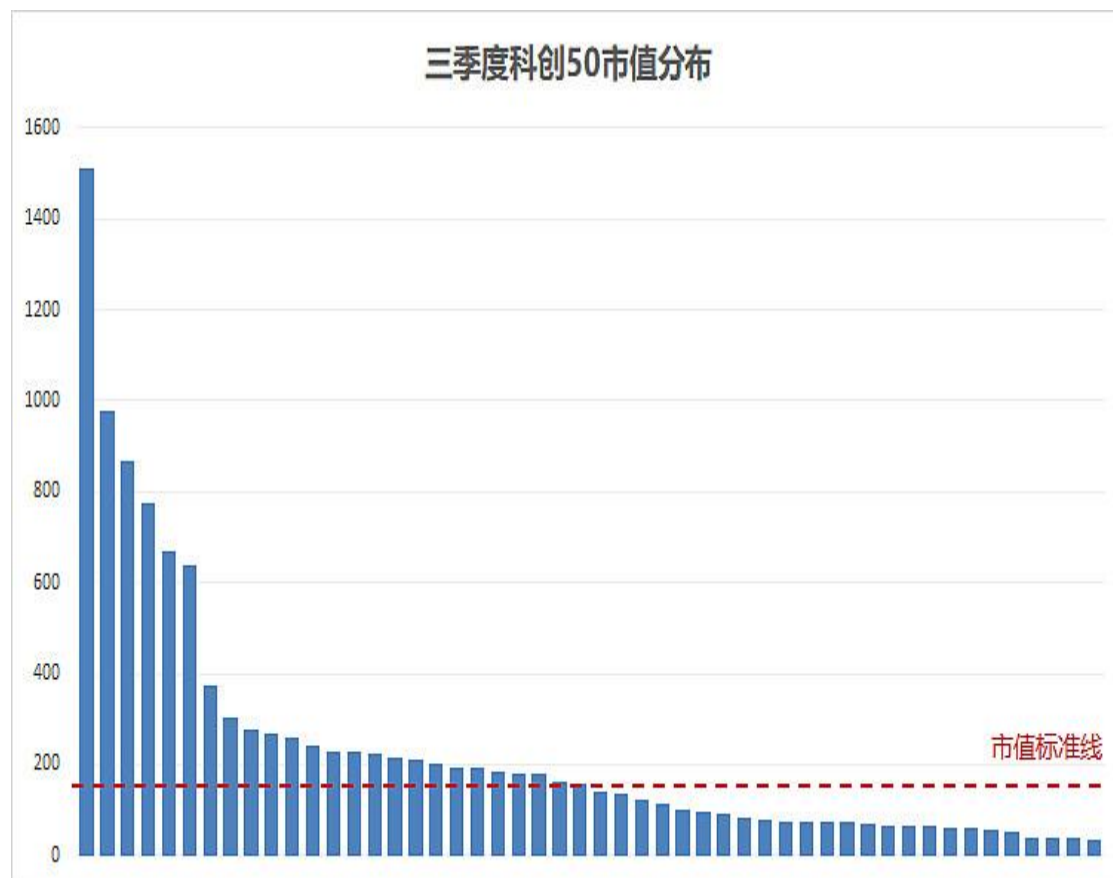
当走出趋势性行情时，逐日的波动幅度积累会放大整段行情的空间，也就是“**涨得更凶，跌得更猛**”，体感来讲比小创来得还要更强烈一些。在配置科创 50ETF 时需要注意，**单日波动对心态的干扰和回撤阶段调整幅度的承受力度**。

当然，对于 t 狗，“**单日高波动+没有印花税**”的科创 50ETF 可能是一个很美妙的组合。没有印花税，五个字值千金，甭管你佣金万 1 万 2 压的多低，印花税是铁打的万 10。

科创 50 当前尚不是真正的科创 50

科创 50 的魅力在于集成了高成长与大市值，尤其是通过高频筛选机制（季度调换）来确保参与分享 50 强的成长，与小创相似但战略定位要高一些。根据海外市场历史经验，**大市值头部成分股贡献了指数大部分涨幅**。

由于科创开板时间仅一年多，初期科创 50 成分股还不能真实反映“科创 50”。就三季度数据来看，50 只成分股中符合市值标准线的仅为 24 只，科创 50 反映市场的基础还不够稳定。



按照 5 进 5 出的调换速度，科创 50 达到预想状态的时间至少还要四个季度。随后即便成分股趋于稳定，各种知名企业的拆分回归以及科技企业高成长性特点，轮换池也会足够优秀。

这里要说的也是配置指数基金时老生常谈的问题了，没有梭哈这一说，没有梭哈！择时或定投始终都是指数基金的经典玩法，**科创 50ETF 提供了一个成长性较高的标的选择，其特性更适合融入择时的主动策略。**

估值的问题，就像哈姆雷特。这里，笔者选择一个基准位，去判断科创丢到市场环境中的相对位置。

以 7 月闪电牛作为市场情绪的极热点；7 月底与主板区间震荡下沿定为常规调整情绪位置；紧接着遭受了小创注册制和蚂蚁预上市的双重爆锤，到达 9 月初的极冰点；接下来是市场大势、指数基金和蚂蚁综合反应的温和反弹。



市场大势的判断仁者见仁了，而科创的相对位置却可以得出大概客观的答案：**科创已经脱离了冰点情绪，尽管超跌修复尚未完成，但基本来到了中规中矩的位置（零轴略偏下，肯定不算高），相较于此前冰点捡钱的感觉，目前没有那么迫切。**

一口气上来四家指数基金（华夏 588000、工银 588050、易方达 588080、华泰 588090），全都要没什么实际意义，选择困难症该怎么办呢？

对比四家 11 月 9 日公布的持仓情况，会发现在十大权重排序上略有不同，这与成立以来的业绩排序意思差不多，跟建仓期的节奏运气有关，被动跟随指数的基金并不考验择时和择股，作业都是一样的，**建仓完成上线二级市场后不需要 care 这些问题。**

真正影响指数基金产品质量的，是跟踪指数的能力和流动性。跟踪指数的能力比较玄幻，大家都是专业的，一般来讲不会出现太大的问题。所以**最为直观的选择标准就落在了流动性上，也就是成交量。**

流动性会让交易体感更加丝滑，高成交量能够提升交易价格的连续性，不过与波动幅度没有必然联系。对比目前几个同类 ETF 的运行，**除非有流动性特别拉胯的要用脚投票，差别基本可以忽略。**

Anyway，看缘分随便选问题不大，四选一放飞自我，选成交量高的一定不会错。

END

3. 科创 50ETF 跳过这些坑，就是机会

作者：@无声

发表时间：2020-11-25

4 支科创 50ETF 终于要上市了，下周一，也就是 11 月 16 日，他们就将集体亮相。面对铺天盖地的宣传，面对众口铄金的一致性看涨，你是不是恍惚间有种要一把梭哈，瞬间满仓的冲动，是不是感觉有种不买就错过了金矿的感觉？恭喜你，你通过了韭菜测验，是一名合格的韭菜。开个玩笑，总的来说作为一名资深股民基民我深深的期待科创 50ETF 的上市，它的标志性意义是非常巨大的，这对于鼓励科技创新、引导科技创新都很有巨大的价值，但是不是上市就要买，那可是要想想了。既然大家都说好，我就说几个坑的地方，大家注意吧。

一、ETF 溢价要小心

首先第一个要小心的就是 4 支科创 50ETF 千万不要溢价投资。什么是 ETF 的溢价呢？简单来说，就是我们投资 ETF 的价格可能跟净值有差异，买的高了叫溢价交易，买的便宜了叫折价交易；我们都知道，一旦一个商品的价格跟价值产生偏离，那么就有了套利空间，比如：一个意大利的梨在意大利卖 10 块，但在法国可以卖到 15 块，那么就会有人把意大利的梨从意大利转卖到法国，这样一个意大利的梨就可以多赚 5 块。所以，ETF 溢价和折价，也早已经成为了机构和游资机器单等惯用的手法；可能大家说，基本是溢价，可是 ETF 溢价也就是几个点吧，应该没有什么搞头吧？情况往往跟你想的不一

样，再扣除各种成本之后，实际上溢价或者折价超过 1.5%，就有套利空间了，几千万来回套利几次，利润可就很大了！我在文章《ETF 投资策略的唯快不破之短线交易》有介绍具体的套利手法。当然，随着监管的越来越到位，这种套利逐步被监管认定违规，但是实际操作中，这种操作的空间和行为，非常之多。所以，科创 50ETF 如此火爆，那么下周一上市的一个坑，就是千万不要溢价投资，千万不要盲目的直接就买了，有可能指数涨了 2%，到收盘一算净值，你还亏了 2%。

有朋友要问，那么如何知道他有没有溢价和折价呢？很简单，在雪球输入他们的代码，在他们的主页上方就可以看到溢价率，正的就代表溢价，负数就代表折价。



二、成交量的陷阱

周一上市的科创 50ETF，有四支，分别是：华夏基金公司，华夏上证科创板 50 成份 ETF(588000)，工银瑞信基金公司，工银上证科创板 50 成份 ETF(588050)，易方达基金公司，易方达上证科创板 50 成份 ETF(588080)，华泰柏瑞基金公司，华泰柏瑞上证科创板 50 成份 ETF (588090)，那么我们应该买哪个呢？\$科创 50(SH000688)\$

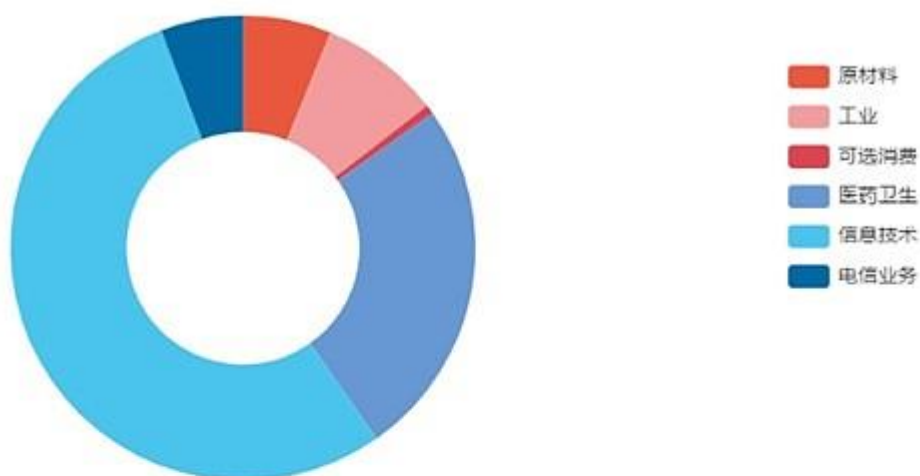
目前看，买哪个其实都一样，因为 ETF 的规则是明确的公开的，大家都是按照规则办事，如果说有差异，那么差异，体现在各家系统能不能够紧密跟踪科创 50 指数并做到误差最小。但我今天跟你聊的不是这个，我是想告诉你，你知道有一种额外的收益是打新收益吗？作为同样 50 亿起步的 4 家 ETF，如果某一家 ETF 规模达到另一家的两倍，那么他们的打新收益预计可以差 2-10%；在总体规模都很大的情况下，差异会小一些，在总体规模都在几十亿之间，差异会很大。所以，这第二个坑就是不要盲目的购买规模大的 ETF，同样的指数基金，其实这 4 家在跟踪实力上差异并不大的，都是国内最好的。

三、短期风格不在成长

从目前的市场走势看，未来 3 个月的时间，大概有四个方向，第一个方向是成长股调整一下，然后继续涨；第二个方向，成长股盘整，价值股补涨；第三个方向，市场走完，歇菜，回家种地；第四个方向，价值股补涨，成长股继续涨，大家一起疯，然后，回家种地。按照我的分析，第三和第四个方向几乎不可能，站在当下看，整个市场和监管可以打的牌还很多，歇菜和疯牛，几乎都不可能；那么剩下两种情况（第二方向的可能性最大），成长股都不会有太好的表现。在这种情况下，面对科创板 69 倍的估值，面对今年 40%以上的涨幅，适当的保持一点理智和克制，不要一上市就急吼吼的满仓重仓科创 50ETF，就是要避免的第三个坑。

四、长期来说，科创 50ETF 价值连城

当然，我要说一句，站在未来看当下，科创 50ETF 还是价值连城的，从注册制落地以来上市的公司质量可以看出来，总体上是非常优秀的，各种度过了 PE 投资阶段的公司都有，而且经过科创 50 指数的筛选，能够入围的成分股大部分都是比较优秀的行业代表，从前 10 大成分股就可以看出来，包括金山办公、传音控股、南微医学、中微公司等等；从行业占比来看，从科技到医疗、科技原材料等等，覆盖了新兴产业的主要行业。



十大权重股

截止日期: 2020-11-12

代码	简称	行业	权重
688111	金山办公	信息技术	9.10
688036	传音控股	电信业务	5.72
688029	南微医学	医药卫生	4.87
688188	柏楚电子	信息技术	4.73
688012	中微公司	信息技术	4.63
688009	中国通号	信息技术	4.35
688363	华熙生物	医药卫生	4.30
688139	海尔生物	医药卫生	4.15
688008	澜起科技	信息技术	3.74
688266	泽璟制药	医药卫生	

雪球 无声

再结合科创 50 指数每个季度更新一次成分股，这个 ETF 值得特别留意，它也会是我悄悄盈未来定投方向之一，只不过我要等合适的时机和他们的联接基金上市。

4. 科创 50ETF 投资价值解析

作者: @ETF 先锋团

发表时间: 2020-12-2

科创板作为中国未来科技竞赛的主赛场,科创 50 指数是 A 股非常重要的宽基指数。

A 股目前核心的宽基指数主要有：上证 50、沪深 300、中证 500 以及创业板指。

上证 50、沪深 300 分别代表的是沪深两市市值排名前 50 名\前 300 名的大盘股；中证 500 代表的全部 A 股中剔除沪深 300 指数成份股后，总市值排名靠前的 500 只股票组成的中盘股。

创业板设立的初衷，是为那些处于发展期的创新创业型公司提供发展资金，但制度设计上过高的门槛导致违背初衷。即便如此，创业板指相较传统指数，也取得了不错的超额收益。

以阿里、腾讯、京东、百度等为代表的互联网经济，是带动中国经济过去十多年快速发展的重要引擎，但遗憾的是 A 股的投资者却没有分享到这场盛宴，可以说是中国资本市场一大遗憾。



图 1. 腾讯控股近十年录得 19 倍涨幅

反观美股纳斯达克，凭借其自身完善的机制，一直以服务高科技行业为宗旨，为美国及全球培育了一大批顶尖的高科技企业，比如亚马逊、苹果、谷歌、FB 等等，同时，这些头部科技公司也带动了美股 10 年长牛走势。

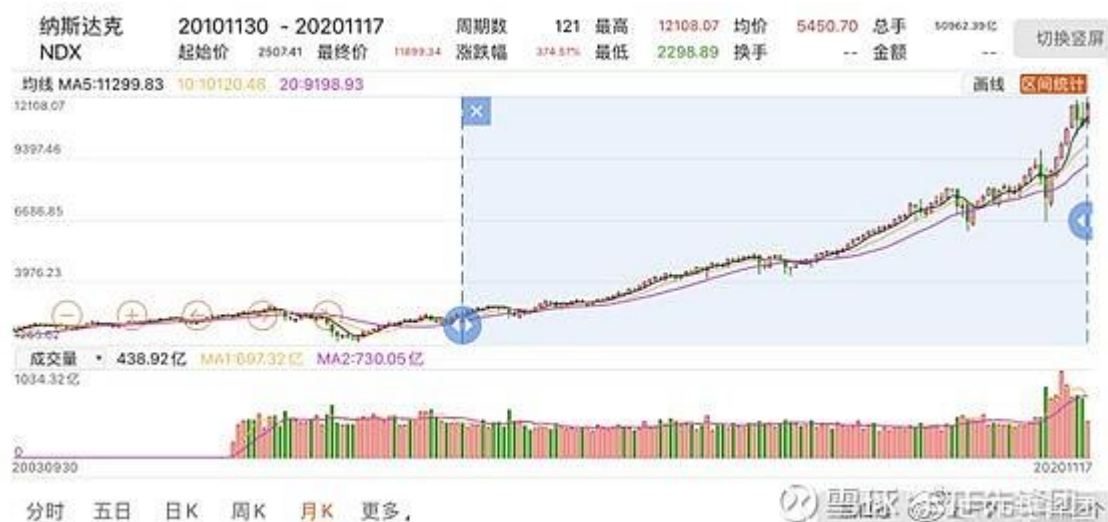


图 2. 纳斯达克指数近 10 年录得近 4 倍涨幅

随着科创板的推出，让 A 股投资者看到了中国版纳斯达克的希望。

1. 科创 50 的编制方案

科创 50 指数编制方案

划重点：

指数样本按照总市值大小编制，同时剔除掉流动性极差的，取排名前 50。

指数样本及权重每季度调整一次，调整时间为每年 3 月、6 月、9 月、12 月的第二个星期五的下一交易日。

目前新股纳入指数，需要满足上市 6 个月；来个股数量达到 100-150 只时，需要满足上市超过 12 个月；针对巨无霸上来后，总市值排名前 5 位的，需要满足上市时间超过 3 个月；总市值排名前 3 位的，满足上市时间超过 1 个月即可，但需要专家委员会通过。

单个股权重不超过 10%，前五大股权重合计不超过 40%。

总的来看，科创 50 指数的编制相较传统指数，新陈代谢速度更快。同时对总市值越大、流动性越好的头部公司，支持也越大。

这和纳斯达克模式是差不多的。

纳斯达克 100 指数中，苹果微软亚马逊等前 5 大成分股的总市值占整个指数的 57%，成交额占 43%。指数包含的 100 支成分股中，今年以来只有 33 支成分股跑赢了指数，剩余 67 支都没有跑赢指数，甚至其中还有 33 支是负收益。



图 3. 纳斯达克 100 指数区间统计

这并不影响纳斯达克 100 指数今年以来录得 36% 的收益率，头部公司是带动指数上行的重要力量。

强者恒强，赢者通吃，马太效应是市场的重要法则。

2. 科创 50 的基本面

接着看看科创 50 目前的基本面。

从行业分布来看，科创板 50 指数主要覆盖计算机、电子、医药生物等科技含量较高的行业。

相比较创业板，科创 50 的科技创新属性纯粹。

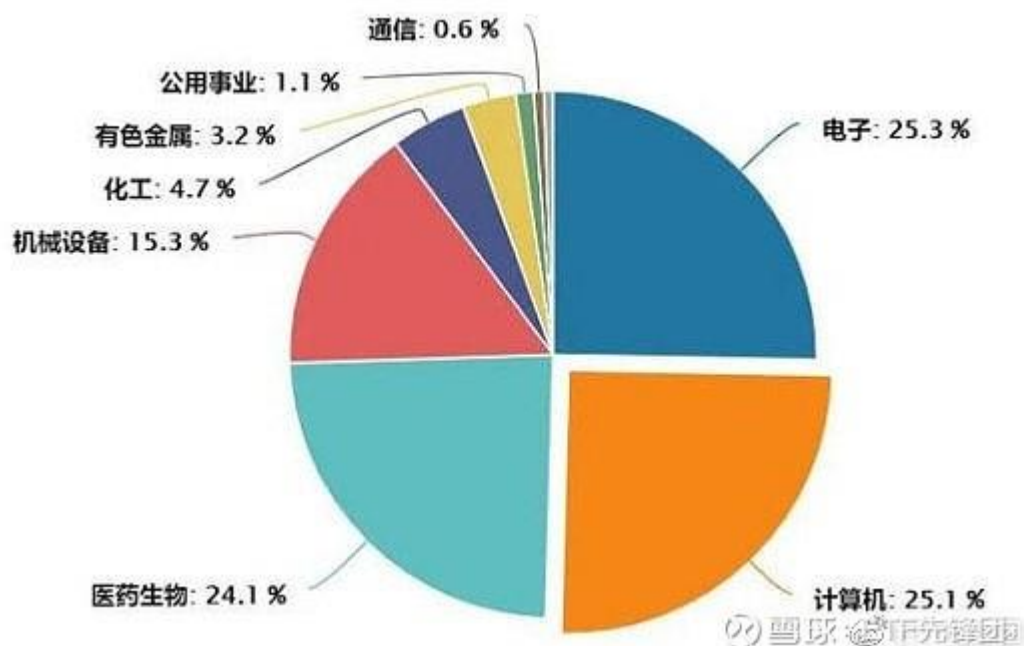


图 4. 科创 50 指数行业分布

目前，科创 50 的 PE 在 75 倍左右，PB 在 7.5 左右，ROE 在 10%左右。

截至 11 月 13 日披露的三季报显示，科创 50 指数成分股三季度实现主营业务收入、净利润分别为 850.82 亿元、114.87 元；其中营业收入、净利润增速双双创了历史新高，单季度营业收入、净利润同比增速分别增长 34%、88%。科创 50 的成长属性突出。

如果单纯从 PE、PB、ROE 这些数值来分析，对科创 50 的评价就是：太贵了，看不出有何投资价值。

但我想要特别说明的是，目前的基本面不重要。

3. 科创 50 是否值得买？

上一篇中我已经说了，不是所有行业都适用于 PE、PB、ROE 这些指标去衡量，这些指标只适用于相对成熟行业，比如消费、医药、成熟互联网产业等等。

因为对一些战略新兴行业，这些指标往往只能作为一个辅助，是无法判断出行业裂变级发展的。

犹如以 BATJ 为代表的互联网产业，即使十多年前当时买贵了，仍然可以获得惊人的回报。

对于科创 50 是否值得买，我主要是从两个角度去思考这个问题。

》一、是否相信国运？

这是老生常谈的问题。如果不相信，也就没必要考虑投资国内资产了，包括 A 股、房地产等等，覆巢之下，焉有完卵。

不管感性的认知还是理性的分析，疫情之后的中国进一步给出了有力的证明，大国崛起虽然不会一帆风顺，但是上升趋势显而易见。

对于这个宏观的问题，我就不班门弄斧去分析了，每个身处其中的人都可以自己去判断。

二、科创板能否成为中国未来科技创新竞赛的主赛场？

没有科创板之前，因为制度上的约束，中国的科技创新型企业大多在美国纳斯达克、中国香港恒生上市。

纳斯达克以中国互联网指数为主，恒生今年也推出了恒生科技指数。

科创板的推出，注册制等制度安排开始向成熟市场看齐，为科技企业回归及 IPO 扫清了制度障碍，这也是吸收好公司的必要条件。

随着中国的崛起，美国对中国科技行业的打压将是常态，也会挤压越来越多中国硬核科技型企业选择在科创板或者中国香港上市。

所以，通过科创板+恒生科技指数的组合，基本可以锁定中国未来科技创新竞赛的主赛场。

恒生科技指数今年刚刚推出，目前国内还没有便捷的购买渠道，不过国内多家基金公司已经开始申报 QDII，应该很快就能看到。

站在当前的历史节点，我国国策对科技自主创新的重视程度前所未有，举全国之力实现关键核心技术的突破攻关，让我们有机会成为引领全球科技进步的开拓者和领头羊。

未来几十年，将是中国战略新兴产业的爆发期。因此科技创新板块，也是资产配置中不可或缺的重要部分。

对于科创 50，犹如一个可以吸引各路身怀绝技豪杰们的竞技场，通过不断的优胜劣汰，最终由胜出的 50 人组成中国科技方阵，是支持国运向上的中坚力量，也是投资者最有可能获得超额收益的板块。

4. 科创 50 的投资风险

讲完了科创 50ETF 配置的必要性，不得不考虑下风险。

对于科创 50 的风险，说大也大，说小也小，怎么讲呢？我们先来回顾下创业板的历史作为参照。

创业板指数基准日为 2010 年 5 月 31 日,基准点为 1000 点。2010 年 12 月份,创业板指最高到 1239.6 点, 然后开始为期两年的震荡下行, 直到 2012 年 12 月份触及历史最低位 585.44 点, 此时相较此前高点已经跌去 50%多!

此后指数一路上行开启牛市, 在创业板成立刚好 5 年的时间, 也就是 2015 年 6 月最高试 4037.96 点, 此时相对基点日上涨 4 倍, 相对最低点上涨接近 7 倍。

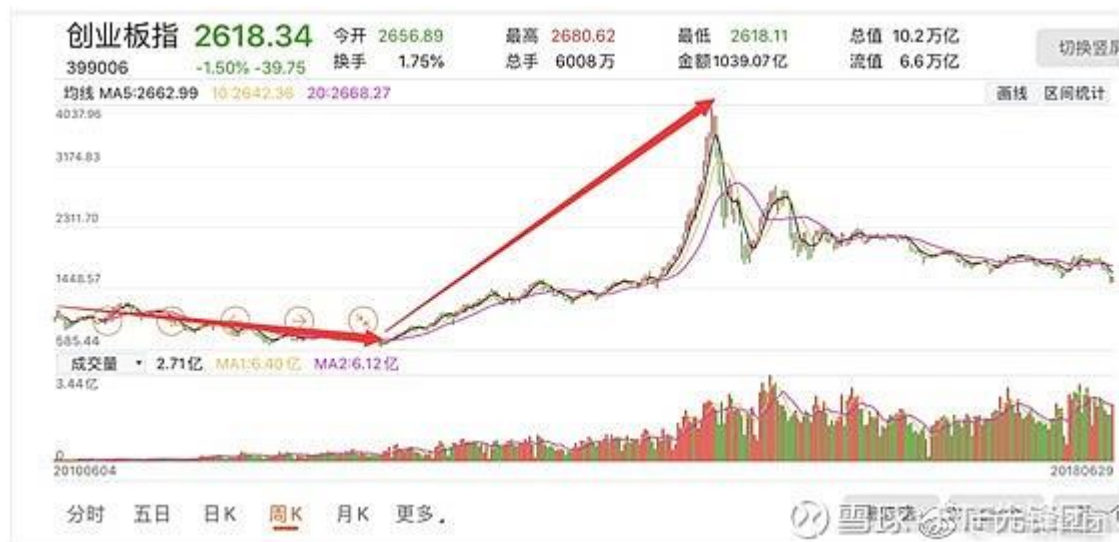


图 5.创业板指数

回到科创 50 指数, 为啥说风险不大?

科创板目前成立不足一年, 以目前的点位, 我相信这不会是未来不可逾越的最高点, 这是模糊的正确方向。

同时类比创业板, 中短期下行风险和时间成本风险仍然不可忽视, 即便我预期科创 50 应该会有比创业板更好的表现, 这也是我们中短期面临的最大风险。

所以我的建议是, 科创 50ETF 是资产配置中不可或缺的一部分, 对其发展前景完全看好, 但是中短期下行风险和时间成本不可忽视。最优的策略是, 放弃择时定投买入, 做好长期资金规划, 根据资金情况适当跌的越多买入越多。

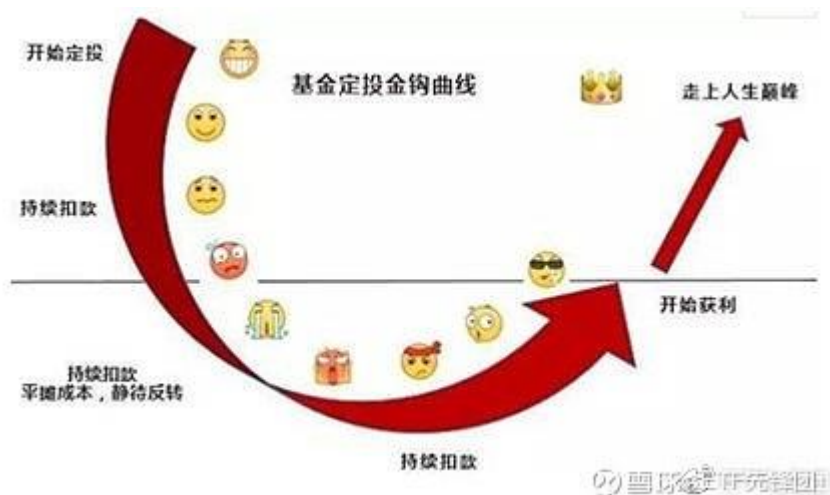


图 6. 定投曲线

最后再强调一遍，这种策略需要有足够的耐心并做好现金流规划，并不适合短线，也不适合一把梭哈型选手。

坚守时间的玫瑰，等待时代给予的馈赠，这是我的选择。

附录：

指数代码	指数名称	场内代码	场外代码
000688	科创50指数	588000-华夏科创50ETF 588080-易方达科创50ETF 588090-华泰柏瑞科创50ETF 588050-工银科创50ETF	*
H30533	中证海外互联网50指数	513050-易方达中概互联网ETF	006327(A类份额) 006328(C类份额)
H11136	中证海外互联网指数	164906-交银中国互联LOF	164906
HSTECH	恒生科技指数	03033-南方东英科指ETF 03088-华夏恒生科指ETF 03032-恒生科指ETF 03067-iShares安硕科指ETF (均需开通港股通或港股账户)	*

重要科技指数一览

免责声明：

以上仅为个人思考记录，不构成任何投资建议。
投资有风险，入市需谨慎

5. 科创板投资机会在哪里？

作者：@一品布衣

发表时间：2020-11-20

科创板是中国资本市场基础制度建设的重要里程碑。

科创板奠定科技创新的金融基础

科创板为中国科技创新转型提供金融基础。科创型企业投资具备投资风险大、投资周期长、投资回报高的特征，股权投资和融资将能够提供资金需求。科创板成为金融体系支持实体经济，特别是支持实体经济向科技创新发展的重要载体。

科创板多层次标准注册制的上市制度，将有利于科技创新型企业上市，推动中国资本市场改革，改善和提高投资者回报，使中国投资者将能够分享到中国成长的红利。

科创板接受 VIE 架构，允许海外红筹企业通过 CDR 的方式登陆科创板。包容性的制度安排有利于科创型企业的长期发展。

科创板将重塑中国科创型企业的估值体系。由于科创板强调拟上市的公司要拥有核心技术、系细分行业龙头，同时并未要求拟上市公司必须盈利。科创板将为这类企业提供一个估值标杆，现有的 A 股拥有核心技术的公司会获得估值溢价。

科创板本身估值来看，科创板也会改变市场目前简单以 PE 估值的模式可能需要重视 PS、PEG 的估值方法，此外，考虑到高科技企业的研发投入大，降低了公司报表呈现的利润，因此我们也可以尝试将费用化的研发支出加总到净利润中，再按 PE 的方式给予估值。

但长期来看，伴随着科技创新型企业在 A 股的供给体系中大幅增加，估值分化将成为相关板块的核心趋势。科技行业龙头有望获得更高的估值溢价，而过去科技类企业稀缺的板块溢价将逐步消失，没有基本面支撑的概念类公司将逐步被边缘化。

科创板将如何影响五大科技行业？

1、通信行业

从 1G 到 5G 标准的制定，中国实现了从学习到全球主导。在标准和技术获得更强话语权，主要表现在通信基础框架、标准专利等方面。在通信设备制造、手机制造等产业链中，中国通信行业也逐步脱颖而出，实现了从追赶到超越的过程。

科创板肩负着中国科技创新和资本市场对外开放的重要使命，因此对于高科技企业的发展是重大利好。通信行业作为科技行业中的一部分，自然也会受益于科创板的推出：

一是科创板可能将会重点支持具有核心竞争力的芯片类企业上市，这将有助于解决通信设备中一些高端芯片依赖进口的问题；

二是科创板有望带动中国新一轮的技术创新，这将有望进一步带来数字经济的繁荣，进而激发通信行业向前发展。

通信行业估值体系的重塑

由于科创板强调拟上市的公司要拥有核心技术、系细分行业龙头，同时并未要求拟上市公司必须盈利。一方面，对于科创板上市公司的估值体系就需要调整，从相对估值的角度来看，可能会比较高。而在 A 股存量上市公司之中，拥有类似核心技术的公司，可能估值会向科创板看齐，至少将其类似业务板块单独出来做分部估值是存在可能性的，可能让现有的 A 股拥有核心技术的通信公司拔估值。总体来看，科创板的推出，对于通信行业现有的上市公司，总体存在估值重塑的可能。

从估值体系构建上来看，可能会改变市场目前简单以 PE 估值的模式，毕竟很多科创板高科技公司可能初期盈利能力并不强。需要重视 PS、PEG 的估值方法，例如海外投资者对于云计算的估值往往采用 PS 模式，对于一些高成长的公司，采用 PEG 估值方法。此外，考虑到高科技企业的研发投入大，降低了公司报表呈现的利润，因此可以尝试将费用化的研发支出加总到净利润中，再按 PE 的方式给予估值。

当然，资金如果流向科创板以及与之相类似的 A 股公司的情况下，可能对于一些技术含量不够，或以人力外包为主要业务类型的领域或公司可能会受到冲击，例如网络工程建设与运维类公司。

2、计算机行业

中国计算机行业与美国的差距非常的明显。国内软件厂商研发投入仍远远小于美国。在系统、应用软件等领域，都是由美国占据主导地位。持续的研发投入保持了美国计算机行业的领先优势。中国有望在云计算、消费互联网、超算等领域实现超越。

预计科创板会涉及到的计算机板块的行业主要分为网络安全和内容安全、视觉方案提供、企业 IT 服务等三大类：

第一类：网络安全和内容安全类企业。

为什么今年会出现信息安全类公司上市潮呢？2015 年以后随着企业和政府大规模上云，网络安全市场得以迅速扩大，网络安全新产品层出不穷，尤其是以云安全、态势感知、威胁情报、数据安全、合规审计等产品为代表的新的网络安全产品增长迅速，因

此以新一代产品为核心的网络安全厂商迅速崛起，增速超过行业增速，这些网络安全公司高增长进一步确定。

因此网络安全板块成为在科创板上市的重点主题。会对现有同板块上市公司产生的影响：短期看有一定的带动作用，带动同板块上市公司估值有一定提升，但是由于新的公司发展前景更好，对新产品研发投入更大，增长速度更快，因此资金未来会更加倾向于聚集新产品占收入占比高、增长速度更快的网络安全公司，因此板块估值和出现明显分化，到了云安全市场起来后大家估值上差异会更明显。

第二类：计算机视觉方案提供商、下一代视频技术提供商。

人工智能从基础架构到通用算法到顶层应用近年增长都很迅速，且一级市场融资火爆，不断刷新估值和融资额记录。

有望看到计算机视觉类的相关公司登陆科创板。计算机视觉是目前机器感知中最突出的形式也是受到深度学习崛起影响最大的人工智能子领域。计算机视觉又分为人脸识别、图像识别和人机交互几个方向。中国目前人脸识别技术和应用场景是最丰富的，且下游市场也是最广阔的，由于我国的视频监控系统是全球最完善投资最大的。人脸识别尤其在安防、大交通、金融和零售领域应用场景最多且产生收入也是最多的，目前人脸识别企业在一级市场估值采用“头部估值”或者“可比公司估值方法”进行估值，更看重3~5年以后的市占率和远期产生的收入利润。AI辅助的图像处理与识别、人机交互目前在消费领域如手机拍照、视频直播和短视频有广泛的应用。

由于A股具有AI技术的公司无论是语音识别还是自动驾驶算法的公司估值已经比较高，且所处领域和下游应用并不相同，因此我们判断这类公司上市后对A股现有同行业公司影响不大。而下一代视频技术我们也会看到相应的公司上市，对现有视联网领域上市公司也是有带动作用的。

第三类：企业IT服务和偏传统的软件公司。

由于今年交易所更鼓励报送公司登陆科创板，一部分原来计划报送主板的公司可能会选择报送科创板，因此科创板还是会看到一些偏传统一点的企业服务、软件类公司，这类公司其实在科创板和主板的区别并不大，定价层面也和主板区别不大，但是信息披露上会更严格，对现有A股同行业已经上市的公司影响并不大。

3、电子行业

中国电子行业产值位居全球第一，现阶段电子产业具备核心技术的部件主要仍靠进口，高额利润被国外厂商夺取，部分核心细分产业如集成电路设计处于国际分工下游，产品附加值偏低，与发达国家相比竞争力偏低。我国电子产业在一些技术核心领域与欧美发达国家相比仍然缺乏竞争力，核心技术领域仍需突破。

目前中国大陆电子产业在中下游的终端品牌、零组件环节已经具备相当竞争力，向上游核心元件环节延伸势在必行；5G、物联网、AI 等新技术带来增量，但市场空间尚需打开，提前布局占据先发尤为重要。从产业转移周期以及技术创新周期来说，科创板对电子行业都有非常重要的意义。

从细分领域角度来看，科创板对电子行业影响主要可分为两大类：

第一大类是国产化率较低，亟待追赶国外先进水平的核心元器件领域。

包括半导体的设计/制造/先进封测，以及上游的设备与材料环节，这些领域属于资本密集型，研发与制造前期投入大，尤其是中高端产品，当下国内厂商以技术和市场份额突破为主，话语权较弱，投资回报周期较长。

第二大类是属于前沿应用新趋势，国内具备一定技术先发优势，但市场生态尚未成熟。

包括人工智能、自动驾驶、物联网等领域，主要特征是技术落地尚需时间，生态需要培育，短期内实现盈利有较大困难，但技术又需要持续更迭与投入。而科创板的推出能有效促进这类企业的创业热情，打开直接融资渠道，方便创投机构资金的参与与退出，为半导体核心技术的国产自主可控及未来现金技术的卡位提供支持。

科创板对存量 A 股公司的影响主要可分为三大类：首先是产业发展与配套扶持。科创板企业将在二级市场支持下发展企业，突破芯片、设备、材料等核心环节，为 A 股公司提供相关产业配套，实现整个国产替代供应链的打造与协同，增加国内电子产业整体竞争力。**其次是并购整合。**科创板企业与存量 A 股公司将可能实现相互并整合，同时提供更为市场化的定价参考。**第三是估值方式的改变。**电子上市公司的估值体系将进一步分化，A 股成熟期的存量电子公司着重 PE、PB、现金流等，而科创板上市的萌芽期/快速发展初期的公司估值将更看重技术储备、增速以及长期空间等指标。

电子行业估值体系的重塑

科创板对拟上市企业的财务指标较 A 股更为包容，根据企业市值，给出了五套标准，对持续盈利能力（净利润指标）有所放宽，增加了对营收、研发投入占比（近三年研发投入占比不低于 15%）、经营现金流、技术优势等标准的考察避免了利润指标对企业上市的一刀切。科创板上市的萌芽期/快速发展新增考核指标对于芯片、设备、原材料等领域尤为关键，因为这些领域前期投入巨大，盈利回报周期较长，需要连续投入。

科创板开通后：

- ① 将给研发和市场拓展风险较大的高科技公司带来融资渠道；

② 将增加创投机构快速退出通道，提升资金利用效率，投资从 pre-IPO 轮更多地向 A、B 轮前移，扶持技术；

③ 留住原来只能在中国香港和海外上市的高科技企业，让国内投资者分享企业成长红利。

电子行业中的受益标的

科创板推出后，对电子行业形成利好的主要方向有：

① 国产化率较低，亟待追赶国外先进水平的核心元器件领域，包括半导体的设计/制造/先进封测，及上游的设备与材料环节；

② 属于前沿应用新趋势，国内具备一定技术先发优势，但市场/生态尚未成熟，包括人工智能、自动驾驶、物联网等领域。

4、医药行业

中国医药企业研发投入显著低于美国，在创新药的审批、医疗方法、医疗器械等各个领域都有明显的差距。中国有望在创新器械、创新药两个方面逐步学习和积累。

科创板加快创新药械研发进程，推动产业升级。医药行业的产业升级核心动力来自于创新，创新主要来自于三个维度的支撑：

① **政策**：新一轮医改以来，我国在医药产业链各个环节基本都出台了改革政策或举措，随着中国加入 ICH 更是标志着我国医药产业全面向国际一流水平看齐，在鼓励创新的角度更是出台了全套扶植政策，打造了国内创新药械的一片沃土；

② **资本**：医药行业的投资技术壁垒高、周期长，产业资本大多聚焦细分赛道投资创业企业，科创板无疑为产业资本提供了全新的退出渠道，加速产业资本周转效率，降低了新兴技术的融资难度；

③ **技术**：优良的技术孵化优质产品，科创板为优质企业提供了新的融资渠道，加速企业发展进程，缩短产品的研发周期，加速产品上市进程，推动产业升级。科创板的推出在资本、技术的维度推动了医药行业的产业升级，长远看有望助力改善我国用药结构，对医药行业的发展具有战略意义。另一个角度，科创板将扶持出一批优质的创新企业，在资本推动下有望加速行业并购整合，提高行业集中度。

医药行业估值体系的重塑

科创板对医药行业 A 股医药行业公司的长期影响体现在两个方面：

① **激发创新动力**：科创板医药公司将是一批具备强大研发及创新能力的优质企业，孵化成功后将成为存量 A 股医药公司的有力竞争对手，倒逼存量 A 股公司聚焦赛道更加重视创新；

② **估值重构**：科创板医药公司属于处于研发阶段的创新公司，针对科创板标的得估值体系将由重视业绩转换为重视管线，针对标的公司的研发管线进行合理估值，拥有优质研发管线的 A 股上市公司将迎来估值重构。

医药行业科创板的估值体系主要有两方面变化：

① **DCF 估值成为主流**：目前医药行业公司估值多重视业绩，导致尚处于研发早期的管线基本不给估值。科创板标的多为未盈利企业，针对此类企业估值更应该转化为针对研发管线产品的 DCF 估值法，估值方法由传统重视业绩转化为重视管线；

② **估值体系国际化**：港股和美股都已经具备创新能力但未盈利的生物医药公司上市，因此科创板的估值应该更多参考港股和美股，迎来估值体系国际化，并逐步映射至 A 股市场。

医药行业中的受益标的

科创板政策出台，应该从三个维度寻找受益主线：

① 港交所允许未盈利生物科技公司上市的要求及现状，我们看到挂牌公司以创新药为主，管线和平台评估是关键；

② 从产业资本追逐的热度及行业景气度看，我们认为应重点关注创新药械产业链的相关公司；

③ 参股科创板公司的 A 股标的公司。

港交所对未盈利生物科技公司的要求及挂牌情况是重要参考线索之一。针对生物科技公司赴港上市，港交所建议生物科技公司上市时的预期市值不少于 15 亿港元，申请人必须展示外购许可技术或外购所得核心产品的研发进度，而核心产品研发至少要有 12 个月，如果公司从事药剂或生物产品研发，必须拥有多项潜在产品，而从事医疗器械就允许只拥有一种设备产品。

港交所还建议，规定申请上市的生物科技公司在上市前的最少 6 个月需要得到 1 名资深投资者提供相当数额的第三方投资，不得在公开招股前撤回；同时，香港联交所正招揽业界专家组成生物科技咨询小组，有需要时提供意见。

目前已在中国香港和纳斯达克挂牌的生物医药公司主要是创新药为主。港股包括歌礼、百济、信达、君实等，美股包括再鼎医药、百济神州、和黄医药等公司，表现有所

差异，核心在于管线和平台的评估。但不容忽视的是，研发和创新驱动型的创新药公司受到非常多关注。

从产业资本追逐的热度及行业景气度看，应重点关注创新药械产业链的相关公司。

5、高端制造业

光伏领域中国已经完成了追赶超越，实现了全球领先，新能源车领域中国和海外差距逐步缩小。但是在军工、机器人制造等核心领域，中国还有明显差距。

在军工领域，科创板有望促进军工央企先进技术产业化发展，推动民企从商业模式创新转向技术创新。首先，科创板促进军用先进技术向民用领域转化。科创板的推出将有助于帮助军工企业实现军转民融资、员工激励等问题。其次，科创板推动民参军企业从商业模式创新向技术创新迈进。当前，多数民参军企业的主要优势在于利用灵活的体制实现比体系内更低的成本，而科创板更注重技术创新而非商业模式创新，将引导民参军企业更加注重前沿尖端技术的布局。

在机械领域，科创板有望丰富装备制造企业融资渠道，提升研发能力。科创板能部分解决机械装备企业高研发投入的融资需求。在当前以银行体系为主的间接融资体系下，相当一部分机械装备企业因研发投入的高风险性，面临一定的融资局限性，阻碍了研发投入力度。随着科创板的推出，将提升直接融资比例，丰富相关企业的融资渠道，提升研发投入。其次，科创板提升机械装备企业市场拓展能力。机械装备企业在市场开拓前期，面临要为下游客户垫资的问题，往往在市场开拓的前期，其经营现金流处于流出的状态。科创板将丰富相关企业的融资能力，为经营现金流提供融资，提升市场开拓能力。

在汽车领域，科创板有望促使车企加速推动新能源汽车业务发展，促进新能源汽车和智能驾驶的深度融合。当前，我国新能源汽车已有一定发展成就，但车型结构整体尚偏经适，对补贴依赖程度较强。传统车企在新能源汽车电机、电控、减速器、电空调、电转向、电刹车等方面的技术积累较强，在智能驾驶方面的研究工作上处于起步阶段。科创板的推出有助于促使传统车企加速推动新能源汽车业务发展，并促进新能源汽车和智能驾驶的深度融合。

在电新领域，科创板有望拓宽优质企业融资渠道，加快新兴技术培育发展。一方面科创板的推出为众多还未上市优质公司提供新的融资渠道解决资金问题，比如助力优质产能加速扩张以跟上新能源汽车行业的高速发展。另一方面锂电池及材料产业众多领域在技术上仍在高速迭代，新型技术的培育需要持续资金投入，产业化应用尚待时日，科创板的推出放宽对盈利条件要求，有望使一批技术引领作用的企业获得更多资本助力，加快中国新能源汽车产业创新技术的发展。

高端制造业估值体系的重塑

科创板的开启将对尚未盈利企业重新构建估值体系，区别于传统盈利企业的 PE、现金流折现等方法，科创板的估值将更加注重对能够带来未来盈利的核心价值的衡量，如技术水平、研发团队、管理团队等等。**科创板的估值体系可参考一级市场的估值体系**，即建立起基于对未来盈利最有价值的核心竞争力有效评价的估值体系。对于高端制造领域，最主要的竞争力是其核心技术能力，可通过其研发人员数量和水平、已有产品技术实力、未来技术路径等进行定性分析，并与竞争对手做横向比较。最后综合考虑其下游市场渠道等方面，对该公司在未来行业竞争格局上的地位予以判断，结合该行业的市场空间和具体标的的市场地位进行估值。

科创板估值体系的建立对于资本市场的影响主要有以下两点：

科创板估值体系的建立反过来影响 A 股标的的估值重塑，或将推动对存量上市公司价值的重新发现。目前 A 股市场对于尚未盈利的业务板块没有建立有效的估值体系，而科创板估值体系的建立将反过来帮助 A 股完善、重塑估值体系。A 股标的如果发展科创板涉及的新兴领域，可对比科创板进行分板块估值。

科创板引导高端制造行业更加注重核心技术布局。目前市场对于存量 A 股上市公司估值常采用 PE、PEG 等方法，重视利润的体量和利润的短期成长性，忽略了企业在科技创新方面投入较大且见效相对较慢的这一部分，这一部分二级市场往往给其估值是很低的。科创板对于技术的定价也将引导资本市场更多关注企业的技术实力和研发投入，引导资金投入到高技术研发中，有效促进企业重视核心研发能力的布局，从而提升其技术实力和长期盈利能力。

对于汽车行业，科创板涉及板块主要分为三类：

- ① 在纯电动/增程式混动方面布局的造车新势力以及以新能源为主的出行公司；
- ② 智能驾驶产业链的零部件供应商及解决方案提供商；
- ③ 燃料电池电堆系统集成-氢发动机企业，目标为燃料电池汽车产业链。

看好龙头公司的投资机会

从宏观驱动的角度来看，我们在《宏观对冲投资策略中的成长股》中，采用 AK 型生产函数刻画了以科技股为代表的成长股，在产出水平下降和利率水平下降的过程中更有利于资本的形成。因此成长行业会在这种条件下占优于成熟行业。

从科技创新的条件来看，创新驱动的政策环境给科技创新带来更多的机会。科创板的设立构建了多层次的金融支持，提供了丰富的资本、技术和市场，对企业家实现了有效的激励。中国高等教育的普及、自由的人口流动，完善的商业基础设施，使得中国开始具备科技创新推动经济内生增长的基础。

因此，**持续看好科技行业龙头公司在此轮经济结构转型中的投资机会**，以通讯设备、云计算、超算、半导体及集成电路、军工新材料、机器人、创新药及创新器械为代表。

6. 从中美资本市场对比看我国科技股的未来空间

作者：@ 大马哈投资

发表时间：2020-12-10

业绩和政策的双驱动使得科创板这两年表现得气势如虹。对于当前的科技股，有人表示继续看好，有人表示太贵了。不管怎么说，大家有个共识就是：我国科技产业的发展空间非常大。

这个发展空间到底有多大，很多人会从技术角度看中美在各个领域的技术差距，也会看各个领域国产替代的空间等等。可作为一个二级市场投资者，对各个领域的技术也知之甚少，对此很难感同身受。

我在想，与其花这么多心思去了解技术，了解国产替代空间，倒不如**直接把中美相关领域的上市公司市值整体做一个直观的对比，也能对我国在科技领域的差距（也就是发展空间）有个深刻的了解**。毕竟市值在很大程度上反映了公司的核心竞争力及盈利能力。

话不多说，我们一项一项的来吧。

(1) 互联网：

我国发展最引以为傲的领域便是互联网了，很多商业模式从我们借鉴美国开始转变为美国借鉴我们。可哪怕在这个领域，我们上市公司的市值相比美国仍存在着显著差距。美国的 FANG+推特的市值合计高达 3.9 万亿美金，而我国所有主流互联网公司的市值合计仅 2.18 万亿美金左右，仅约美国这五个上市公司市值的 1/2。再说互联网行业中的电商，中国的阿里+拼多多+京东三者合计的市值在 1 万亿美金左右，而美国仅仅一个亚马逊就 1.6 万亿美金了。利润方面，美国这五家公司 2019 年的净利润合计 677 亿美元，我国这些所有代表性的互联网公司净利润合计 395 亿美元。

美国代表性互联网公司(单位:亿美元)

股票代码	股票简称	市值	净利润
AMZN.O	亚马逊	15942	116
GOOG.O	谷歌	12301	343
FB.O	FACEBOOK	8072	185
NFLX.O	奈飞公司	2265	19
TWTR.N	推特	377	15
合计		38957	677

中国代表性互联网公司(单位:亿美元)

股票代码	股票简称	市值	净利润
0700.HK	腾讯控股	7210	134
9988.HK	阿里巴巴	7143	211
3690.HK	美团点评-W	2183	3
PDD.O	拼多多	1931	-10
9618.HK	京东	1315	17
NTES.O	网易	633	30
BIDU.O	百度	495	3
BILI.O	哔哩哔哩	247	-2
601360.SH	三六零	173	9
IQ.O	爱奇艺	159	-15
ATHM.N	汽车之家	117	5
WB.O	微博	92	5
YY.O	欢聚	70	5
合计		21769	399

(2) 软件:

相对于我们引以为自豪的互联网领域,在其他科技领域我们的市值差距就更大了。中国代表性软件公司的市值合计仅 1781 亿美金,利润合计 18 亿美金。可美国单单一个微软公司,其市值便达到了 1.6 万亿美金,净利润 392 亿美金,一个公司的市值差不多是所有中国软件公司市值的 9 倍,净利润更是所有中国软件公司的 21.8 倍。

而且美国除了微软外,还有我们所熟知的 Adobe(pdf 阅读器)、salesforce (CRM 软件)及甲骨文(数据库软件),这三家公司的市值合计达 6000 亿美金,净利润也高达 132 亿美金(2019 年的数据)。除了这三家公司外,美国还有 9 个市值在 250 亿美金上的软件公司。而中国最大的软件公司金山办公,其市值也才区区 247 亿美金。

中美公司在软件行业竞争力的差距之大由此可见一斑。

美国代表性软件公司(单位:亿美金)

股票代码	股票简称	市值	净利润
MSFT.O	微软公司	16331	392
ADBE.O	ADOBE	2376	30
CRM.N	SALESFORCE	2085	1
ORCL.N	甲骨文	1775	101
NOW.N	SERVICENOW	1058	6
INTU.O	财捷公司	979	16
ATVI.O	动视暴雪	646	15
ADSK.O	AUTODESK	625	2
EA.O	艺电	383	30
SNPS.O	新思科技	362	5
CDNS.O	铿腾电子	330	10
ANSS.O	安西斯	293	5
PAYC.N	PAYCOM SOFTWARE	257	2
FTNT.O	飞塔(FORTINET)	214	3
TTWO.O	TAKE-TWO互动软件	211	4
CTXS.O	CITRIX SYSTEMS	161	7
NLOK.O	NORTONLIFELOCK	114	39
合计		28203	668

中国代表性软件公司(单位:亿美金)

股票代码	股票简称	市值	净利润
688111.SH	金山办公	247	1
600588.SH	用友网络	232	2
600570.SH	恒生电子	157	2
002230.SZ	科大讯飞	130	1
002410.SZ	广联达	128	0
0268.HK	金蝶国际	118	1
600845.SH	宝信软件	113	1
002555.SZ	三七互娱	95	3
002602.SZ	世纪华通	91	3
002624.SZ	完美世界	85	2
3888.HK	金山软件	74	-2
600536.SH	中国软件	57	0
300253.SZ	卫宁健康	57	1
002153.SZ	石基信息	56	1
002558.SZ	巨人网络	54	1
603444.SH	吉比特	45	1
688088.SH	虹软科技	44	0
合计		1781	18

(3) 半导体:

再来看看现在最受关注的半导体公司。下述美国的半导体公司为归属于标普 500 指数且同时归属费城半导体指数的成分股,同时剔除了台积电及阿斯麦(ASML) 两只股票。

从下述对比中,可发现中国代表性半导体公司的市值约美国这些公司市值的 1/7。可在利润层面,则差距非常之大,中国所有这些公司的利润合计为 19 亿美元,仅为美国这些公司 525 亿美元的零头。美国英特尔一家公司就赚了 210 亿美金的净利润。对照市值和利润的差距,也可以间接说明 A 股的半导体公司估值显著要高于美国同行。

美国代表性软件公司(单位: 亿美金)

股票代码	股票简称	市值	净利润
INTC.O	英特尔	2077	210
NVDA.O	英伟达	3305	28
AVGO.O	博通	1713	27
TXN.O	德州仪器	1530	50
QCOM.O	高通公司	1796	44
AMD.O	超威半导体	1118	3
MU.O	美光科技	815	63
AMAT.O	应用材料	820	27
LRCX.O	拉姆研究	737	22
ADI.O	亚德诺(ANALOG)	540	14
KLAC.O	科天半导体	412	12
XLNX.O	赛灵思	358	8
MCHP.O	微芯科技	377	6
SWKS.O	思佳讯解决方案	259	9
QRVO.O	QORVO	194	3
合计		16050	525

中国代表性半导体公司(单位: 亿美金)

股票代码	股票简称	市值	净利润
601012.SH	隆基股份	419	8
603501.SH	韦尔股份	288	1
0981.HK	中芯国际	220	2
600703.SH	三安光电	196	2
603986.SH	兆易创新	154	1
688008.SH	澜起科技	144	1
688126.SH	沪硅产业-U	137	0
002371.SZ	北方华创	131	0
688396.SH	华润微	129	1
688012.SH	中微公司	124	0
603160.SH	汇顶科技	114	3
002129.SZ	中环股份	110	1
600584.SH	长电科技	108	0
002049.SZ	紫光国微	103	1
688256.SH	寒武纪-U	99	-2
合计		2476	19

(4) 医药:

最后看看医疗保健板块, 美国 800 亿美金以上的医疗保健公司共有 14 家。而中国市值最大的医药公司为恒瑞医药, 市值仅 735 亿美金。剩余公司的市值都是 500 亿美金以下。

合计来看, 美国代表性医药公司的市值合计为 3.25 万亿美元(标普 500 的医疗保健成分股), 净利润合计为 1223 亿美元。中国这些代表性医药公司的市值合计达 5000 多亿美元, 差不多为美国 1/6, 净利润合计为 44 亿美元, 还不及美国医药公司净利润的零头。而且像美国的强生, 辉瑞, 一家公司赚的钱都比中国所有代表性医药公司合计赚的钱还要多得多。

市值和利润的巨大不对称差距，也表明了 A 股医药公司的估值要显著高于美股。

美国代表性医药公司(单位: 亿美金)				中国代表性医药公司(单位: 亿美金)			
股票代码	股票简称	市值	净利润	股票代码	股票简称	市值(亿美金)	净利润
JNJ.N	强生公司	3990	151	600276.SH	恒瑞医药	735	8
UNH.N	联合健康集团	3301	138	300015.SZ	爱尔眼科	420	2
PFE.N	辉瑞制药	2366	163	0241.HK	阿里健康	415	0
MRK.N	默克集团	2104	98	603259.SH	药明康德	415	3
ABBV.N	艾伯维	1901	78	300122.SZ	智飞生物	341	3
ABT.N	雅培制药	1893	37	3692.HK	翰森制药	262	4
TMO.N	赛默飞世尔科技	1879	37	000661.SZ	长春高新	240	3
MDT.N	美敦力	1497	48	600436.SH	片仔癀	211	2
LLY.N	礼来公司	1428	83	600196.SH	复星医药	210	5
BMJ.N	百时美施贵宝	1381	34	6160.HK	百济神州	205	-9
AMGN.O	安进	1333	78	000538.SZ	云南白药	195	6
ISRG.O	直觉外科手术	900	14	300347.SZ	泰格医药	181	1
SYK.N	史赛克	885	21	1177.HK	中国生物制药	168	4
ANTM.N	ANTHEM	803	48	1833.HK	平安好医生	135	-1
CI.N	信诺保险	790	51	002007.SZ	华兰生物	122	2
GILD.O	吉利德科学	767	54	1093.HK	石药集团	117	5
ZTS.N	硕腾公司	756	15	600763.SH	通策医疗	115	1
BDX.N	碧迪	697	11	002001.SZ	新和成	108	3
AGN.N	艾尔建医疗	637	-53	688363.SH	华熙生物	104	1
VRTX.O	福泰制药	598	12	1801.HK	信达生物-B	102	-2
HUM.N	哈门那(HUMANA)	542	27	002821.SZ	凯莱英	102	1
HCA.N	HCA HEALTHCARE	539	35	ZLAB.O	再鼎医药	96	-2
EW.N	爱德华兹生命科学	532	10	300142.SZ	沃森生物	87	0
REGN.O	再生元制药	530	21	601607.SH	上海医药	85	6
ILMN.O	ILLUMINA	500	10	002252.SZ	上海莱士	85	1
合计		32546	1223	合计		5256	44

以上即是我对中美在互联网、软件、半导体和医药等领域上市公司的市值进行的简单对比。相信大家对中美各个领域的巨大差距有了更为直观的感受。而且，这只是中美科技行业发展差距对比的一角，像新能源车、手机等领域，中美上市公司的市值差距同样是巨大的。苹果一家公司的利润就高达 500 亿美元以上，已上市的小米，其净利润则不到 20 亿美元。

如果你相信有朝一日中美在科学技术领域能并驾齐驱的话，那么差距多大则意味着发展空间多大。上述市值和利润展示的巨大的差距则意味着巨大的发展空间。

空间是很大，但到底能否实现，这是不一定的。投科技股很讲究“因为相信，所以看见”，如果你相信中国科技行业未来能与美国看齐，那么当前哪怕科技股贵一点，自己去买一点问题也不大，未来大概率是输了时间（消化估值）但不输钱（成长性还在）。如果你不相信中国科技行业的未来，那么现在参与科技股则很没必要，因为估值又高，成长性也不确定。如果等到“因为看见，所以相信”才去投科技股会有点晚了。

至于说要通过什么方式参与科技股，客观来说，对于大部分普通投资者而言，指数化投资是最好的选择。因为科技行业瞬息万变，美国市场留下来的公司也是大浪淘沙，刚开始大家很难看得准谁胜出，只对大方向有个模糊的概念。这时候指数投资分散风险同时获得市场平均回报的优势就可以体现得淋漓尽致，从美国市场可以看出，谷歌及苹果这些胜出的公司表现是相当好，但纳斯达克指数表现也并不差。

至于 A 股的科技类 ETF 产品，随着这两年 ETF 市场的大发展，供给已经非常丰富了。比如像中概互联网、半导体、创新药、计算机等各类 ETF 产品应有尽有，产品可谓是令人眼花缭乱，大家可以根据自己的需要进行选择。

除了这些科技 ETF 外，大家还可以多留意下科创 50ETF 的投资价值。科创板坚持硬科技的战略定位，能进入这个板块的公司相当于监管层为我们做了一次人工筛选。我觉得**只要科创板坚持定位不走样，那么科创 50ETF 就是一个非常好的参与分享中国科创行业发展的利器。**

7. 堪称大国重器的国产刻蚀机之王——中微公司

作者：@前浪大潘

发表时间：2020-11-19



一、政策背景。

在本世纪初期，我国的发展目标尚且是满足人民物质生活需要。21 世纪以来，随着人民对美好生活的向往不断提升，我国挖掘自身经济发展潜力，同时也是出于技术安全可控考虑，国家逐渐将目光聚焦在以往制造业薄弱的环节，最典型的一个是国产大飞机，另一个就是半导体。从进口金额来看，半导体甚至超过了原油，成为了进口金额最大的品类。上半年在疫情的严峻考验之下，据中国海关统计，中国的集成电路进口额达 1546 亿美元，增长 12.2%，中国高端制造业的发展态势有目共睹。

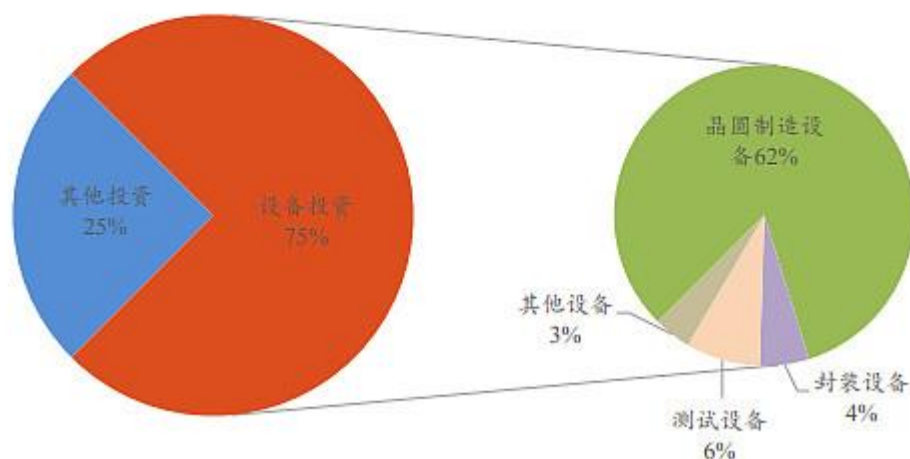
国家陆续通过两期大基金的方式对半导体关键环节公司进行投资，并通过协助并购的方式帮助国内产业链企业快速做大做强，诞生了一批像韦尔股份、闻泰科技 (SH600745) 的行业龙头公司。

同时党的十九届五中全会提出，“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”。美国特朗普时代，一直将半导体出口视作抑制国内科技发展的重要砝码，经此一役，国内半导体产业发展的动能更足了。

二、半导体设备简介。

半导体设备分为硅片制造、晶圆制造、测试三大类。其中晶圆设备占半导体设备比重最高。

2019 年半导体产线投资中设备占比



我国的半导体设备产业链此前一直被应用材料 (AMAT)、阿斯麦 (ASML)、泛林半导体 (LAM) 所占领，外国巨头对我国半导体设备的市占率一度达到 95% 以上 (目前依然在 85% 左右)。国内只有中微公司、北方华创、长川科技等公司可以提供半导体设备产品。

	硅片制造		晶圆制造								测试					
	长晶炉	磨切抛设备	热处理设备	光刻机	刻蚀机		薄膜沉积设备			CMP	清洗设备	测试机			分选机	探针台
					CCP	ICP	CVD	PVD	ALD			数字	模拟	混合		
中微公司					✓	✓										
北方华创			✓			✓	✓	✓	✓		✓					
上海微电子				✓												
沈阳拓荆							✓		✓							
华清海科										✓						
盛美半导体											✓					
长川科技												✓	✓	✓	✓	✓
华峰测控													✓	✓		
晶盛机电	✓	✓														
至纯科技											✓					
南京晶升能源	✓															

我国大陆地区半导体设备市场近年来一直保有着强劲的市场需求，市场规模已经达到了 134.5 亿美元，是全球第二大市场，占比高达 22.51%，长年领先全球半导体设备市场增速，甚至在 2019 年全球半导体设备市场景气走低的情况下，中国大陆半导体设备市场仍旧保持着 3% 的增长速度。

而此前中芯国际花费 1.2 亿美元进口荷兰 ASML 光刻机事件言犹在耳，光刻机毋庸置疑是半导体晶圆制造中最昂贵的设备。但**由于每条生产线上刻蚀机的数量更多，所以光刻机、刻蚀机两大主流设备各占半导体设备开支的四分之一左右**。今年文中的主人公——中微公司，正是国内刻蚀机设备领域的佼佼者。

三、中微公司的两大主营业务。

刻蚀可以分为湿法刻蚀和干法刻蚀，湿法刻蚀各向异性较差，侧壁容易产生横向刻蚀造成刻蚀偏差，通常用于工艺尺寸较大的应用，或用于干法刻蚀后清洗残留物等。因此，干法刻蚀是目前主流的刻蚀技术，其中以等离子体干法刻蚀为主导。

根据产生等离子体方法的不同，干法刻蚀主要分为电容性等离子体刻蚀和电感性等离子体刻蚀；根据被刻蚀材料类型的不同，干法刻蚀主要是刻蚀介质材料（氧化硅、氮化硅、二氧化硅、光刻胶等）、硅材料（单晶硅、多晶硅、和硅化物等）和金属材料（铝、钨等）。电容性等离子体刻蚀主要是以高能离子在较硬的介质材料上，刻蚀高深宽比的深孔、深沟等微观结构；而电感性等离子体刻蚀主要是以较低的离子能量和极均匀的离子浓度刻蚀较软的和较薄的材料。

中微公司的介质刻蚀技术已达到国际同类产品的标准，并已应用于全球最先进的 7 纳米和 5 纳米生产线。硅刻蚀领域在 28nm-14nm 已有量产能力，14nm-7nm 也进入客户端验证阶段，硅刻蚀市场未来有望突破。

刻蚀设备产品中外对比

		泛林半导体	中微公司	北方华创
技术路径	CCP	量产	量产	客户端验证
	ICP	量产	客户端验证	量产
代表产品	介质刻蚀	2300 FLEX	AD-RIE	
	硅刻蚀	Kiyo	nanova	NMC612D
	金属刻蚀	Versys Metal	nanova	NMC612M
应用领域	介质刻蚀	量产	量产	客户端验证
	硅刻蚀	量产	客户端验证	量产
	金属刻蚀	量产	客户端验证	量产
制程工艺水平	5nm	客户端验证	客户端验证	客户端验证
	7/10nm	量产	量产	量产
	14/16nm	量产	量产	量产
	28nm	量产	量产	量产
主要客户	国际一流晶圆厂	量产	量产	
	国内一流晶圆厂	量产	量产	量产

（一）刻蚀设备。

公司自 2007 年起进入刻蚀设备赛道，量产设备已进入全球最先进的 7/5nm 先进制程产线，全面覆盖台积电、SK 海力士等海外及中国台湾地区客户，以及长江存储、中芯国际、华力微电子等中国大陆客户。

值得一提的是，中微半导体也是唯一进入台积电 7nm 制程蚀刻设备的中国大陆本土设备商。

根据对中国国际招标网公开数据的整理，中微公司前三季度中标长江存储订单达 29 台（均为刻蚀设备）。

长江存储：设备中标信息汇总

招标机台	国产中标	国外中标
光刻机：19 台	0	荷兰 ASML：13 台 日本 Canon：6 台
刻蚀机：198 台	中微公司：29 台 北方华创：6 台	Lam：114 台 AMAT（应材）：16 台 TEL（东京电子）：15 台
CVD：221 台	沈阳拓荆：4 台	AMAT：81 台 Lam：76 台 TEL：39 台
PVD：14 台	北方华创：3 台	AMAT：11 台

从设备种类来看，8 月底中微中标了沟槽刻蚀设备，打破了先前国外竞争对手在该环节的垄断。目前，我国本土晶圆厂的介质刻蚀设备市场上，国产化率仅 29%，有非常广阔的国产替代空间。

刻蚀设备类型	招标数量	中标公司	国家
接触孔刻蚀	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
顶层通孔刻蚀设备	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
穿通阵列区接触孔刻蚀	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
氧化硅刻蚀	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
超深接触孔刻蚀	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
通孔(via)刻蚀设备	5	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
等离子蚀刻机	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
介质等离子蚀刻设备	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
介质等离子蚀刻设备	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
接触孔刻蚀设备	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
氧化硅刻蚀	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
超深接触孔刻蚀	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
通孔(via)刻蚀设备	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
氧化硅刻蚀 CPL Etch	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
超深接触孔刻蚀 V1 oxide ETCH	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
通孔(via)刻蚀设备	1	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
介质等离子孔洞蚀刻设备	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
介质等离子掩膜蚀刻设备	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
介质等离子氧化层蚀刻设备	2	中微半导体设备(上海)股份有限公司	中国
硅槽刻蚀设备	2	北京北方华创微电子装备有限公司	中国
硅槽刻蚀设备	3	北京北方华创微电子装备有限公司	中国

(二) 金属有机化合物化学气相沉淀(MOCVD)设备。

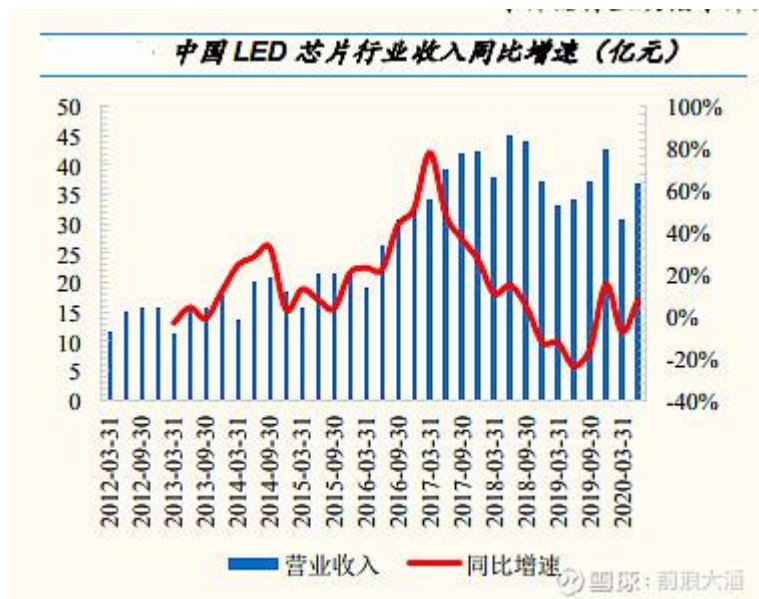
LED 产业链由衬底加工、LED 外延片生产、芯片制造和器件封装组成。该产业链中主要涉及的设备包括：衬底加工需要的单晶炉、多线切割机，制造外延片需要的 MOCVD 设备，制造芯片需要的光刻、刻蚀、清洗、检测设备，封装需要的贴片机、固晶机、焊线台和灌胶机等。LED 外延片的制备是 LED 芯片生产的重要步骤，与集成电路在多种核心设备间循环的制造工艺不同，外延片主要通过 MOCVD 单种设备实现。

MOCVD 设备作为 LED 制造中最重要的设备，其采购金额一般占 LED 生产线总投入的 50%以上。

1.天时、地利助中微 MOCVD 称王。

2016 年前 MOCVD 设备主要还是维易科和爱思强的天下，两家公司加起来全球市场占有率达 90%

2016 年受补贴政策以及国内 LED 芯片产能吃紧影响，如 \$ 三安光电(SH600703)\$ 、华灿光电等厂家纷纷开始扩产能，目前我国已经成为世界最大的 LED 芯片生产地区，市场占有率超 50%。



2016年后LED产能过剩的情况开始出现，中微公司反其道而行之，在2017年推出第二代MOCVD设备Prismo A7（配合压低价格策略）后营收快速增长，超过刻蚀机成为公司营收占比最高的业务。

从三家MOCVD设备厂商2019年的业绩来看，维易科的营收大幅下滑，亏损严重；爱思强业绩则“平平无奇”，与去年基本持平。反观中微公司，无论是营收还是净利润，都实现大幅增长，打破了此前维易科和爱思强的垄断格局。

目前在中国，由于中微的交付时间更短，产品更加质优价廉，商业级LED业务的MOCVD设备已经由中微主导。而在国际上，2019年在全球氮化镓基蓝光LED MOCVD设备市场份额已超过60%。

2.定增助力公司技术持续保持优势地位。

随着国内对8K高清显示屏的政策支持，以及在手机和汽车智能屏上的应用，MicroLED/MiniLED技术应运而生（LED结构设计进行薄膜化、微小化与阵列化形成微型化LED阵列的结构，其体积约为目前主流LED大小的1%，每一个像素都能定址、单独驱动发光，将像素点的距离由原本的毫米级降到微米级）。

LCD、OLED和MicroLED对比

显示技术	LCD	OLED	MicroLED
技术类型	背光板/LED	自发光	自发光
对比度	5000:01:00		
寿命	中等	中等	长
反应时间	毫秒 (ms)	微秒 (μs)	纳秒 (ns)
运作温度	-40℃至100℃	-30℃至85℃	-100℃至120℃
成本	低	中等	高
能耗	高	中等	低
可视角度	低	中等	高
PPI (穿戴式)	最高250PPI	最高300PPI	1500PPI以上
PPI (VR)	最高500PPI	最高600PPI	1500PPI以上

MicroLED/MiniLED 方案在性能上具有显著优势，但同时价格也更贵。目前三星、京东方已经具备了 OLED 的量产能力，考虑到性价比因素，只有在目前大尺寸面板等改善型需求的领域，MiniLED 方案价格压力较小（如小米的 82 英寸 8K Mini LED 使用 15360 颗灯珠，售价 49999 元）。

主流厂商 Mini LED 背光产品推出计划梳理			
品牌	产品类型	产品状态	售价
微星	平板	在售	¥24999
苹果	显示器	预计 2021 年 Q1 推出	未知
华为	显示器	或将推出	未知
华硕	显示器	在售	27 英寸-\$2957.96 32 英寸-\$4599.99
戴尔	显示器	在售	32 英寸-\$4999.99
宏基	显示器	发布	32 英寸-\$3599
联想	显示器	发布	27 英寸-\$2499
TCL	电视	在售	6 系: 55 英寸-\$649.99 65 英寸-\$899.99 75 英寸-\$1399.99 8 系: 65 英寸-\$1999.99 75 英寸-\$2999.99
小米	电视	4k 在售; 8k 预售	4k: ¥9999; 8k: ¥49999
康佳	电视	发布	未知
三星	电视	预计 2021 推出	未知
LG	电视	预计 2021 推出	未知
长虹	电视	预计 2021 推出	未知

从海外厂商来看，均有致力于 MiniLED 产品发力高端的野心。

值得注意的是，爱思强宣布，康佳已订购了多个 AIXG5+C 和 AIX2800G4-TMMOCVD 系统，以建立该公司基于 GaN (氮化镓) 和砷磷材料的 Mini/MicroLED 的批量生产能力。

而中微用于MiniLED生产的MOCVD设备的研发工作正在有序进行中,制造MicroLED、功率器件等需要的MOCVD设备处在开发初期。**就在此时公司抛出了百亿定增方案,预计将有效缓解公司研发的现金流问题。**

四、中微公司的股权投资。

(一) 沈阳拓荆。

沈阳拓荆是国内领先半导体薄膜设备供应商,主要产品包括8英寸和12英寸PECVD(等离子体化学气相沉积)设备、ALD(原子层薄膜沉积)设备、3D NAND PECVD(三维结构闪存专用PECVD)设备等,产品广泛应用于集成电路前道和后道、TSV封装、光波导、LED、3D-NAND闪存、OLED显示等领域的生产制造。

下游客户覆盖晶圆制造、芯片封装、显示面板等多个领域。公司CVD设备在长江存储中标3台,市占率1%,华虹无锡中标2台,市占率6%,上海华力二期中标3台,市占率4%。目前中微持有沈阳拓荆11%股权。

(二) 上海睿励。

上海睿励致力于集成电路生产前道工艺检测领域设备研发和生产,是国内少数几家进入国际领先的300mm生产线的高端装备企业之一,并且是国内唯一进入某韩国领先芯片生产企业的国产集成电路设备企业。

睿励科学仪器(上海)有限公司1月7日发生投资人变更,新增投资人为国家集成电路产业投资基金股份有限公司,大基金的加持体现了睿励在半导体产业链中的重要性。睿励与中微公司客户和供应商有高度重叠,公司对睿励仪器也有500万元的投资。

(三) 昂坤视觉。

昂坤视觉致力于为LED、宽禁带半导体和集成电路产业提供光学测量和光学检测设备及解决方案,具备先进的光学系统设计、光学成像技术和机器视觉算法研发能力。

昂坤视觉主要自主研发生产销售MOCVD温控系统和AOI自动光学检测设备两大类产品。其中MOCVD温控系统,占据国产MOCVD设备大部分市场;AOI自动光学检测设备则采用了公司自主设计的光学镜头、系统和算法,配备了自动聚焦功能,设备带有深度学习功能,已经应用在国内主要化合物半导体制造厂商。中微也拟对昂坤视觉进行1500万元的投资。

(四) 通过投资基金持股中芯国际。

国内澜起科技、中微公司、安集科技公告，三公司分别投资 2 亿元、3 亿元和 1 亿元参与中芯聚源股权投资管理(上海)有限公司发起设立的专项股权投资基金，基金名称为青岛聚源芯星股权投资合伙企业。

聚源芯星作为战略投资者认购中芯国际在科创板首次公开发行的股票。

中微通过持股/间接持股上下游产业链的公司，增加自己在半导体设备领域的技术优势，增添了在议价/获得订单方面的话语权。

五、中微公司卓越的技术来自于强研发投入。

2019年世界半导体公司研发投入排名（亿美元）			
公司	2019研发投入	2019年营收	研发占营收比
英特尔	13362	71965	19%
高通	5398	24273	22%
博通	4696	22597	21%
三星半导体	4100	56189	7%
台积电	2959	16291	18%
英伟达	2829	11716	24%
SK海力士	2473	23356	11%
美光	2442	23406	10%
华为海思	2439	11550	21%
联发科	2064	8066	26%

从国际半导体巨头公司来看，多数公司研发占营收比都在 20%左右。

国内半导体公司研发投入占营收比			
	2017	2018	2019
兆易创新	7.07%	9.25%	11.35%
紫光国微	4.53%	9.09%	5.88%
韦尔股份	3.53%	8.40%	9.42%
圣邦股份	12.25%	16.20%	16.58%
中环股份	3.90%	3.60%	3.40%
通富微电	5.97%	7.79%	8.32%
扬杰科技	4.92%	5.20%	4.96%
中微公司	34.00%	24.00%	21.80%

而国内半导体制造各领域（上述为存储、FPGA、CMOS、晶圆、封测、功率器件的各龙头公司），研发占营收比与世界半导体巨头存在着明显的差距。

其中中微公司是少数研发占比可以与海外匹敌的公司。2019 年，全球半导体设备龙头应用材料和泛林半导体研发投入分别为 20.5 亿美元和 11.9 亿美元（研发占营收比分别为 14.03%、12.34%），而公司研发投入 4.25 亿人民币（占比 21.8%）。

如果考虑到本土的工程师红利，中微的研发效能甚至要更高。（2017 年研发占比较高主要是 MOCVD 设备出货较少，营收较低所致）。

六、打破技术瓶颈不只体现在工艺的突破。

2015 年以前，美国限制出口等离子体刻蚀设备，中微公司研发量产了技术水平和美国厂商相当的设备，导致美国于 2015 年取消对中国的出口管制。



但科技公司的“卡脖子”问题却远不止技术一个层面。

此前科技的话语权掌握在西方发达国家手中，经过长时间的竞争，各大科技巨头已经形成先发优势。为了保住其市场份额，巨头们也经常使用诉讼侵权的方式来封杀竞争对手的发展。如华为、中兴通讯们每年都要接到为数不少的官司。

中微公司的发展，也同样遭遇了诸多国际老前辈们的围堵。中微公司分别在 2007 年、2009 年以及 2017 年遭遇了国际同业竞争对手美国应用材料、美国泛林半导体以及美国维易科公司的专利诉讼。不过中微公司凭借业界认可的技术以及多方举证都自证清白了。**国内企业在专利诉讼上能与国际厂商抗衡而立于不败，这对于大部分专利技术知**

识产权都集中在国外的半导体行业，可以说是非常罕见的。与国外科技巨头的专利交锋不落下风，足见公司在技术、知识产权管理上已经具备破冰的实力。

七、拜登当选后对中微公司的影响。

有消息称拜登当选后会放松美国半导体公司对华的出口，这样一来国产半导体技术研发的迫切性会降低，叠加高层本身就有“防止半导体烂尾项目”表态，市场有对“国产替代”逻辑趋弱的担忧。

但大潘认为，从“十四五”规划的措辞中可以看出，对“真科技”的支持决心还是很大的。如果未来美国再上台一位鹰派的领导人，届时技术卡脖子依旧问题，同时加速国产替代也是出于信息安全的考量。

中微公司的刻蚀机已经达到世界先进水平，不受美国半导体出口管制政策变化影响。另外从美国 2018 年 8 月公告的对华第二批关税目录可见，中微公司生产的等离子体刻蚀设备和 MOCVD 设备被列入该目录内，税率为 25%，属于美国对华征税的领域范围。若未来美对华半导体政策有所放松，关税目录上产品的税率也将有一定的下调预期，或有助于公司的 MOCVD 设备获得更高的份额。

8. 传音的市值会无限趋近小米

作者：@星辰大海的边界

发表时间：2020-12-10



传音创建于2006年，脱胎于本地手机团队波导，和深圳同时期诞生的一系列硬件公司一样，他们也希望能在海外市场一展身手。有趣的是，传音并没有像同时期的很多企业一样，对发达国家市场趋之若鹜；他们的选择是“地球的南端”——经济发展相对滞后的非洲地区。

十四年弹指而过，当初被迫出海的传音，已经如其字面所寓意，将其音名传遍了第三世界的每一个角落。

非洲 13 亿人口，份额第一，52.5%市占率；

巴基斯坦 2.2 亿人，份额第一，20.9%市占率；

孟加拉国 1.6 亿人，份额第二，15.6%市占率；

印度 14 亿人口，份额第五，3.6%市占率.....

2019 年出货 1.37 亿部手机的传音，已于去年中登陆科创板，如今 1100 亿市值，位列科创 50ETF 第二大权重股。

看好传音的逻辑，可以有很多。我前两天在雪球上也随便列了 9 条：



星辰大海的边界

修改于12-07 16:07 · 来自雪球

阅读
1.6万

[\\$传音控股\(SH688036\)\\$](#) 契合价值+趋势模型，选择传音的9点理由。

1. 非洲手机渗透率40%，每年提升6%，量会增长；
2. 非洲功能机升级到智能机将自然带来7倍以上的ASP增长空间，价也会增长；
3. 打开非洲以外新兴市场，收入占比一年从23%提升到38%；
4. 除手机外拓展家电品类，提供第二曲线，通过时光机器复制小米生态的故事；
5. 收入质量很高，收的都是现款，今年前三个季度利润19.5亿，经营性净现金流却达到了28.3亿；
6. 传音在非洲的生态根基强大，已经孵化出5款月活千万以上的app，互联网提供期权价值；
7. 强议价能力的消费电子生态平台，对应今年PE仅仅40倍，明年PE30倍，后年PE22倍。
8. 趋势向上，科创板中极其少数持续创历史新高的个股，大资金运作痕迹明显。
9. Q3业绩大超预期，40%的利润增长预期，实际做到了78%，跳空缺口都没补，净利润断层。

雪球：星辰大海的边界

但弱水三千，只取一瓢，投资的本质应该是简单的，第一性的。

本文只讲一点投资传音的核心逻辑，那就是：**这是一家有基本盘的公司。**

纵观整个消费电子产业链，时间的朋友寥寥无几，因为科技的迭代速度太快，总把旧貌换新颜。

所以大多数消费电子公司是没有所谓基本盘的，它们只是随风飘荡，跟着终端创新的那几个巨头亦步亦趋，份额干到一定水平就会被强行按下去。

但是有一类企业有希望打造基本盘，**有品牌的终端渠道**：比如小米、传音、安克。这类企业以前给的估值并不高，比如小米曾长期处于 20 倍 PE 以下，因为两点：

1) 没有生态：用户没有切换成本和品牌忠诚，只是买你的硬件，说换就换了。

2) 竞争激烈：说不定哪里就冒出个新玩家，带着新品抢走了你的份额。

随着智能手机形态的定型，大的创新越来越少，第 (2) 点压制因素已经逐渐消失，所以我们看到手机市场竞争格局的逐步优化，OV、小米、传音等手机厂大概率会复制格力电器的净利润提升之路。

但是第 (1) 点，形成自己的生态，这实在太难了，毕竟上一个做成的是苹果。

难虽难，每个消费电子品牌都梦想着自己的生态，只有形成生态，才能把市场份额的暂时领先，转化为对手无法攻破的强大壁垒，从而守着金山，不愁吃喝。

巧的是，在我看来，**传音最有可能成为下一个打造出自己生态的玩家。**

因为传音在非洲的基本盘太稳了，“**非洲之王**”当之无愧：

1. 份额绝对领先：10 部功能机里，8 部是传音的；10 部智能机里，4 部是传音的。

2. 品牌占领心智：传音在非洲有 2000 多家网点，四处刷墙，手机在用户心智中属于高端产品。

3. 生态抢先布局：已合作开发出 5 款月活超过 1000 万的 APP，其中音乐 APP 日活超过 1000 万，要知道，这是在网络覆盖率还很低的非洲。

4. 议价能力强劲：经销商都是先款后货，100%预收款，现金流极好。

我再举个例子说明下传音的基本盘：

假设某家国内互联网公司出了一款浏览器产品准备投放非洲，那么有两个选择，第一是预装，第二是投放 app store。

如果走预装，传音占了 50%的量，无可避免；如果投放 app store，传音占有 1/3 的份额，无可避免。

如果你的产品跑出来数据很好，传音分分钟就可以做出一款同样的产品，依靠本地化优势把你打得落花流水。

小米、甚至华为，都没有这样一块垄断的基本盘作为依靠，所以面对外界冲击，难免手忙脚乱。

基本盘的意义包括：提供源源不断的现金流养兵；提供一个广阔的练兵场练兵；培养一个属于自己的生态巩固壁垒。

有钱、有人、有生态——一个企业发展最重要的要素也就凑齐了。

接下来，我们往前推一步，传音凭什么守住这样的基本盘呢？

简而言之，低成本+本地化，构成了传音的两大壁垒。

1) 低成本：传音卖的功能机平均 62 元，智能机平均 442 元。

这样令人窒息的价格带，会让绝大多数有高端机品牌的玩家进退失措。

这也是中国制造强大的表现，传音能在这样的价格带上，仍然赚到 30%的毛利率，比小米在国内高了一倍都不止。

2) 本地化：非洲有 50 多个国家,关税/制度/甚至语言都不一样,本地化非常难做。

如果不是重心一开始就放在非洲，基本过来就是两眼一抹黑，小米来了非洲后也只在一小片区域立稳了脚跟。

值得一提的是，传音的 slogan 叫“**全球化视野，本地化执行**”，后者是它与竞争对手的主要区别。

为了适应非洲特殊的环境，传音**自研了黑人自拍算法，旗下手机都采用四卡槽设计**，甚至还研发了一款叫 youparty 的 app，方便当地黑人们在 party 上一起放歌。

最后，让我们欣赏一下传音的业务版图，如果以下各项业务发展顺利，非洲的互联网渗透进程达到预期，**传音的未来市值应该会趋近于小米，两者必有一战。**

TRANSSION HOLDINGS



手机管家

游戏中心

移动互联网产品



雪球: 星辰大海的边界

9. 受益正版化和自主可控的金山办公

作者：@lanse001

发表时间：2020-11-16

wps 是我日常经常使用的办公软件，在科创 50 成分股中，我比较关注金山办公，金山办公是科创 50 指数的第一权重股，

十大权重股

截止日期:2020-11-1

代码	简称	行业	权重
688111	金山办公	信息技术	9.04
688036	传音控股	电信业务	6.21
688029	南微医学	医药卫生	4.76
688188	柏楚电子	信息技术	4.58
688139	海尔生物	医药卫生	4.39
688363	华熙生物	医药卫生	4.37
688012	中微公司	信息技术	4.32
688009	中国通号	信息技术	4.29
688008	澜起科技	信息技术	3.73
688266	泽璟制药	医药卫生	3.73

雪球: lanse001

下面我谈谈自己对金山办公的一些看法。

一、公司简介：公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。

公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用；公司服务主要包括基于公司产品及

相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。2020 年 9 月，公司主要产品月度活跃用户数（MAU）4.57 亿，其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.76 亿，移动版月度活跃用户数 2.74 亿，领先其他国产办公软件。

四、发行人主营业务经营情况



二、主营业务构成：

金山办公业务构成2019年年报			
	收入	占比	
办公软件授权业务	4.96 亿	31.30%	
办公服务订阅业务	6.80 亿	43.03%	
互联网广告推广业务	4.04 亿	25.57%	
业务收入	15.80 亿	100%	

三、财务情况：

2020年三季报公司营收录得15.03亿同比增长44.25%、扣非净利润录得3.94亿,同比增长145.89%。近几年毛利率在87%左右。前三季度经营性现金流净额8.10亿元,同比增长226.80%。

四、商业模式：C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现，BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔。

五、成长逻辑

- 1、中国基础办公软件市场规模庞大，预计2023年行业市场规模将达到149亿元。正版化浪潮和自主可控政策为国内办公软件的增长动力。
- 2、WPS在国内市场上占据一定份额，是国产厂商中的龙头；有本土化优势、价格优势。
- 3、疫情催熟云化办公，金山文档发展前景广阔。
- 4、在商务及政务应用方面：在政府和大型企业中应用方面，受益于自主可控和正版化，业务发展前景较好；WPS+集成公司所有云服务，是商业化变现的重点。

六、亮点：

- 1、2020年三季报公司营收录得15.03亿同比增长44.25%、扣非净利润录得3.94亿，同比增长145.89%。公司单三季度营收和归母净利润分别为5.87亿元和2.38亿元，同比分别增长64.62%和313.61%，增速相比一、二季度进一步提速，公司经营效益持续向好。
- 2、公司毛利率同比有所提高，期间费用率同比有所下降：公司2020年前三季度毛利率为86.85%，同比提高2.89个百分点；期间费用率为62.31%，同比下降9.25个百分点。
- 3、公司研发投入持续增长，研发费用为5.24亿元，同比增长19.60%。
- 4、公司订阅业务保持良好增长势头：在收入方面，公司2020年三季度末合同负债为6.10亿元，同比增长92.17%，订阅业务是合同负债的主要来源，公司订阅业务收入持续高增长。
- 5、公司主要产品月度活跃用户增长较快。报告期末，公司主要产品月度活跃用户(MAU)为4.57亿，同比增长19.63%。
- 6、公司WPS超级会员再次尝试直播带货等创新模式，开辟市场推广及品牌宣传新渠道。

六、风险：

- 1：WPS Office产品体验仍有待提高，广告打扰用户体验。
- 2、估值较高，最新市盈率(动)：175.65倍。

- 3、今年以来涨幅 84.72%，**涨幅较大**。
- 4、国内用户付费意愿提升不快。
- 5、印度等地封杀中国科技产品服务，对公司海外扩张具有不利影响。
- 6、微软等对手实力强大。

10. 投资科创板：以微芯生物为例，聊生物医药股

作者：@二十八畫生

发表时间：2020-11-25

到 2020 年，满打满算，在投资市场已经厮杀小十年了，股票做了不少，但是真正赚到钱的、做得最多的还是医药和白酒。白酒的逻辑比较简单，医药股则就复杂多了！对我而言，相比白酒，我更看好医药股。确切地说，应该是医药股的细分方向生物医药！这是一条全新的赛道，包括美国在内，大多数国家在这条赛道上基本上处于相同的起跑点。我不知道未来科技能否顺利赶超美国（我内心是希望可以），但是，在生物医药方面赶超美国，我看到了希望！这个希望就是科创板的诞生，它给国内的生物医药公司带来了强大的资金活力。

在一次偶然的的机会，我听到了一个词语“**源头创新**”，让我对生物医药行业，有了一个全新的认知！分享给大家，一方面希望和大家交流探讨生物医药股的择股，另一方面也是希望大家可以挑选好的生物医药公司，买入并长期持有，为我们国家的生物制药的发展，贡献我们的一份力量。当然了，毕竟不是专业的医学领域的，所以我们重在分析其投资逻辑。

一般来说，投资企业，是投资人，投资企业的创始人！但是不可否认的是，我们对很多企业的创始人没有认知，基于这种情况，我觉得可以从四个维度进行分析，规避我们的认知陷阱，找到值得投资的源头创新的生物医药公司！

【1】忽略财务指标，看企业的研究方向

这一点很重要！为什么这么说？就是我刚才说的“**源头创新**”，虽然国内的创新药已经有所发展。但是，相比国外还是落后的，这个情况下，国内很多研究新药的人就被带跑偏了，他们的目光聚焦点都是已经有点靶点，而这些靶点往往都是治疗国外一些高发癌症或者肿瘤的靶点。相反，我们国内一些高发的癌症和肿瘤，却很少有人去研究和钻研。

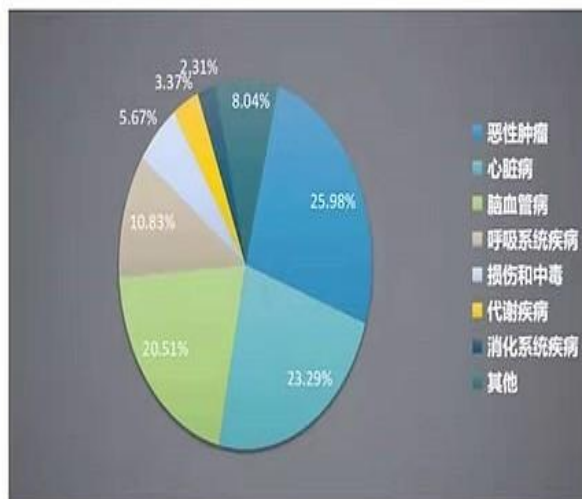
中国占据全球高比例的四大癌种（占全球比例）

鼻咽癌 80%

肝癌 55%

食管癌 49%

胃癌 48%



2018年城市居民主要疾病死亡率及构成

我们姑且不管是什么原因,可能是环境,可能是习惯,可能是身体生理方面的原因,现实情况是,据有关数据表明,我国占据全球高比例的四大癌种分别是鼻咽癌（占比高达 80%）、肝癌（占比高达 55%）、食管癌（占比高达 49%）和胃癌（占比高达 48%）。

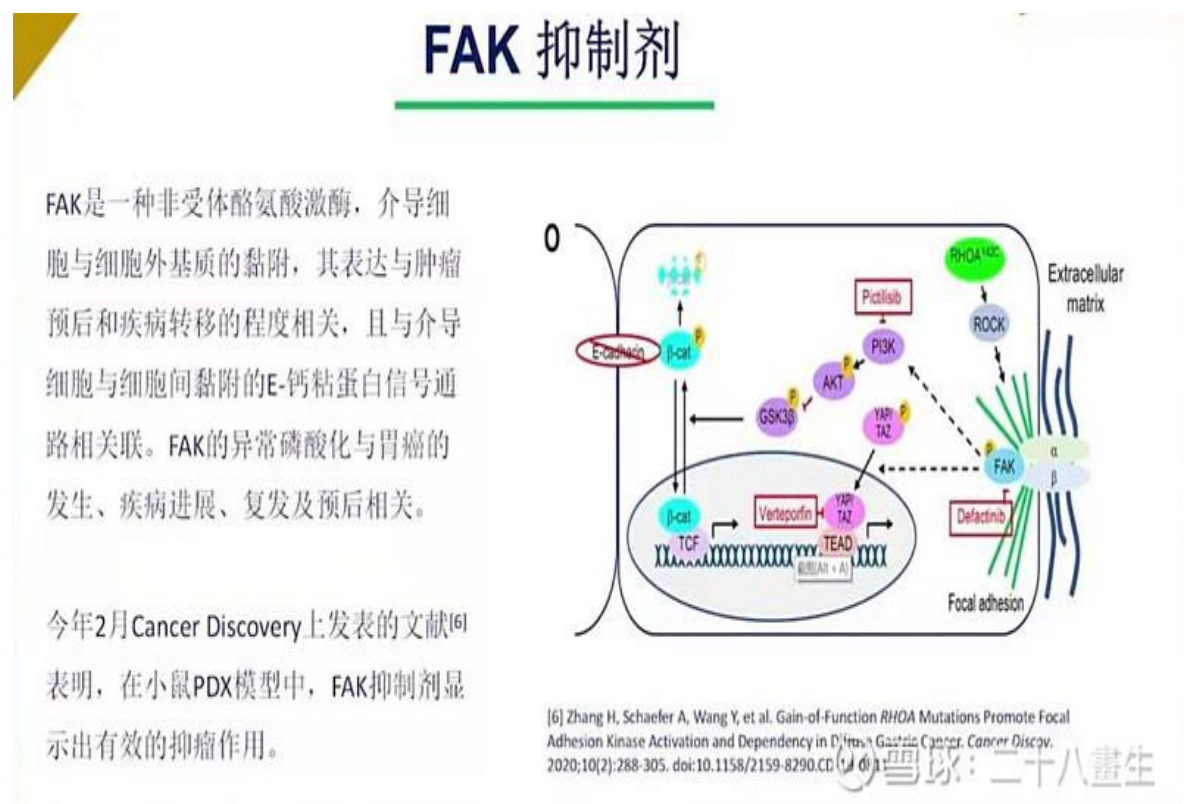


但是实际上，国内目前大多数的新药研究，仍旧聚焦在那些国外高发癌症，鲜有研发机构或者团队聚焦国内本土高发癌症的新药研究。所以，**源头创新**，应该首先体现在对**国内高发癌症新药的研究**上。我们自己如果不研究治疗自己国人癌症的药物，难道还指望国外的研发机构吗？**其次，相比国外高发癌症新药研究，国内高发癌症新药研究还属于蓝海领域**，竞争小，加上国内人口基数大，潜力非常大。所以，如果这方面的新药已经开始研究，或者到了临床，那么可想而知，这款新药有多大的利润空间。

【2】聚焦靶点，她是新药研发的核心基础

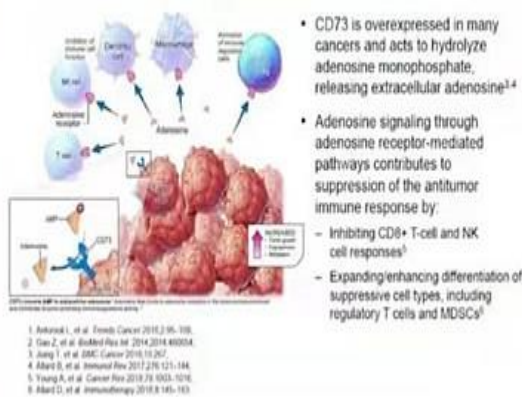
对于靶点，通俗来说，就是癌变细胞和非癌变细胞的不同，把这个点当作靶子，研究药物专门打击这个靶子，从而杀死癌细胞，而不会伤害正常的细胞。对于抗肿瘤和癌症治疗，靶点极其重要，因为靶点选不好，可能在杀死癌细胞的同时，也把好的细胞杀死。再具体的，我们作为非生物学方面的，就不懂了。

但是目前的新药研究，在靶点这块，需要我们关注两个点：

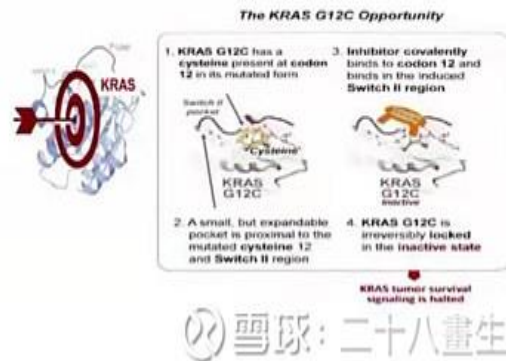


第一，**市场研发泛滥**。目前市场比较热门的、有效的靶点是 PD-1，也正是因为其有效，所以导致市场几乎有所的新药研发都聚焦这个靶点，不夸张地说，国内可能有上千个团队在研究基于这个靶点的药物。但是大家有没有想过一个问题？如果都是这个靶点的研究，最后上市一大堆的 PD-1 药物，一方面这种不良竞争会阻碍国内生物制药的发展，而另外一方面不是患者买药了，而是可以用来洗澡了。所以，我们在选择生物医药股投资的时候，要注意这一点，避免一些被市场过度研发的靶点。

CD 73



K-RAS



第二，**关注新靶点**。这个有效性，我们很难判断。但是我们可以根据一些专家对于靶点的分析。比如复旦大学肿瘤医院临床药物研究机构负责人李进教授强调的几个除了PD-1 以外的靶点，就是 FAK 抑制剂、CD73 和 K-RAS 抑制剂等靶点，同时也可以关注 PD-1、其他靶点共同作用的复合靶点、多靶点的新药。这种新药才应该是未来制药的未来。

【3】临床牵头人或者团队是保障质量的关键！

这一点，对于非生物制药行业的我们来说，真的太难了。我听过复旦大学肿瘤医院临床药物研究机构负责人李进教授科创板路演，他特意强调了国内比较顶尖的临床牵头人和团队！但是很不幸，太模糊了，看不清，我专门请教了我制药方面的同学，大概整理了几个，如果有这方面的专家，欢迎补充完整。

临床牵头人或者团队

- (1) 李进
- (2) 吴一龙
- (3) 陆舜
- (4) 上海市东方医院
- (5) 中国人民解放军第八一医院
- (6) 北京大学附属医院
- (7) 北京大学肿瘤医院

相信大家应该有所了解，新药上市前，临床是必经的步骤！临床团队或者临床的牵头人就变得特别重要，逻辑非常简单，他们都是行业的翘楚，哪个不爱惜自己的羽毛？所以，能够让他们看得上眼的项目，往往也意味着通过临床的概率更大。所以，如果大家能够知道进入临床的新药，是市场这些顶尖临床团队做的，就要多加关注。但是，比较可惜的是，貌似很多科创板医药公司的年报或者招股说明书中并没有体现这一点。对于这一点，希望以后监管机构可以要求企业能够披露，毕竟这个对于我们普通投资者来说还是比较重要的，也有利于市场监督药物研发企业。

【4】专利，是新药研发企业最强的护城河

对于研发企业来说，专利就是最好的护城河。因为拥有了专利，就相当于拥有了合法“垄断”市场的资格。新药研究的时间往往都比较长，从开始到新药上市，差不多平均在 13-15 年才能上市。新冠疫苗研发是个例外，是因为我们国家无私的毒理分享给了全球的机构。正常来说，一款新药顺利上市后，大概也就剩个七八年的专利期，这也是为什么新药特别贵，因为企业投入几千万，甚至几个亿，数年投入，肯定想早点回本，这也是《我不是药神》中慢性粒细胞白血病特效药 40000 一瓶的原因，从百姓来说，确实太贵了。但是从企业来说，这也是没办法的。所以，新药研发，最后就落在专利的数量和范围。**专利数量越多的企业，最后研制成功的概率就越高。**同样的道理，拥有国际专利，就比只拥有国内专利更好。可以说，专利，是生物医药企业的最强护城河。而对

于国内的生物制药公司来说，可能大多数没有上市，大多数在研发，有些可能已经到临床了，越多的专利，则意味着成功的可能性越大，所以我们投资的选择上，应该倾向于选择这种企业。

图 8、中国新药上市所需时间



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

那么，我们就从这几个维度来看看微芯生物为什么值得我们投资？

微芯生物董事长是鲁先平（XIANPINGLU），从其公开的简历来说，其在肿瘤领域应该还是比较权威的。但是，我们大多数是门外汉，对于这些经历，是很难判断其价值的高低，更难判断企业未来的发展前景。所以，对于这些“深居简出”的医药界的高手，我们只能怀着膜拜的心情，但是对于投资，我们需要多方面印证。

XIANPING LU

性别:男	学历:博士	XIANPING LU, 中文名鲁先平, 男, 1963年2月生, 美国国籍, 拥有中国永久居留权, 中国协和医科大学 (现北京协和医学院) 理学博士。现任公司董事长、总经理、首席科学官, 任期自2018年3月24日至2021年3月23日。详细履历如下: XIANPING LU先生1989年1月至1994年6月在美国加州大学圣迭戈分校从事博士后研究; 1994年6月至1998年4月参与创建美国Marisa药物公司和GaldernaResearch生物技术公司; 1998年5月至2000年9月任美国Galderna药物公司北美研发中心研究部主任; 2000年10月至2001年10月任清华大学生物膜与膜生物工程国家重点实验室高级访问学者; 2001年3月至2018年3月历任微芯有限首席科学官、总裁和副董事长。2018年3月至今任公司董事长、总经理、首席科学官。XIANPING LU先生具有全球药物研发及管理经验, 在分子医学、肿瘤、神经内分泌、免疫、代谢及皮肤病等方面具有较深造诣。XIANPING LU先生作为主要负责人承担3项国家“重大新药创制”重大科技专项和2项国家高技术研究发展 (863) 计划等重大国家级科研项目及多项省市级科研项目, 曾分别于国际顶级期刊《Science》、《Nature》、《Nature Medicine》和《The Lancet Oncology》发表过学术论文。XIANPING LU先生2015年获人民网、中国药促会联合评选的“首届中国医药创新最具影响力品牌最具影响力创新人物”, 获中美生物技术制药专业协会 (SABPA) 颁发的“2015太平洋生命科学成就奖”, 入选《福布斯》中文版发布的“中美创新人物”榜单; 2017年作为第一发明人获国家知识产权局和世界知识产权组织联合颁发的“中国专利金奖”; 2018年获中国药学会等联合颁发的“2017年度中国药学会发展奖创新药物奖突出贡献奖”, 获中国化学制药工业协会等联合评选的“纪念改革开放四十年医药产业风云人物”。
年龄:57	职务:董事长, 总经理, 法定代表人, 董事	
任职时间:2018-03-24		

那我们就从**微芯生物**的新药研究的方向、**靶点研究**的方向和**专利情况**来解读和研究, 看其是否值得我们进行投资?

通用名 商品名 实验室代码	药物类型	适应症	临床前	I期	II期	III期	新药申请 上市申请	上市	来源	商业化权利区域	
西达本胺 (爱谱沙) Chidamide	表观遗传调控剂 亚型选择性HDACi (HDAC Class I & 10)	外周T细胞淋巴瘤	2013.02					2014.12	自主研发 独家发现	中国大陆、香港	
		外周T细胞淋巴瘤 (联用CHOP)									
		乳腺癌	2018.11					2019.11			
		非小细胞肺癌									
		弥漫大B细胞 淋巴瘤									
西格列他钠 Chiglitazar	新型胰岛素增敏剂 (non TZD PPAR Pan Agonist)	2型糖尿病	2019.09					自主研发 独家发现	全球		
		非酒精性脂肪肝									
西奥罗尼 Chiauranib	三通路靶向激酶抑制剂 Auroa /VEGFRs/CSF1R	卵巢癌								自主研发 独家发现	全球
		小细胞肺癌									
		肝癌									
		非霍奇金淋巴瘤									
		淋巴瘤 (联合西达本胺)									
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂	自身免疫性疾病								自主研发 独家发现	全球
CS17919	ASK1抑制剂	CKD、非酒精性脂肪肝								自主研发 独家发现	全球
CS24123	肿瘤代谢调控剂	肿瘤、免疫性疾病								自主研发 独家发现	全球
CS17938	PD-L1拮抗剂	肿瘤、免疫性疾病								自主研发 独家发现	全球
CS27186	TRβ选择性激动剂	脂代谢紊乱、非酒精 性脂肪肝								自主研发 独家发现	全球

深耕源头创新, 研发适合中国人的药物

根据微芯生物 2019 年的年报，我们可以看到，公司目前的主要产品线已经开始进行国内高发癌症新药的研究，其在肝癌的新药研究已经进入到了临床 2 期；其研究治疗非酒精性脂肪肝的两款新药（ASK1 抑制剂和 TR β 选择性激动剂）分别进入临床前和临床一期。这说明，微芯生物已经在国内源头创新领先一步，而科研这个玩意，早走一步，或许就会远远走在市场的前列。从目前来说，微芯生物的新药研究，尤其是在肝癌方面的研究发展不错。

多靶点齐头并进，同时抢占多个赛道

从微芯生物的年报来看，不难发现，公司上市的产品聚焦的靶点分别是 CSF1R 抑制剂和 VEGFRs 抑制剂等靶点！虽然公司在研的药物也有 PD-1 的靶点，但是其在研的产品线，更多的是聚焦于 ASK 抑制剂或者是 ASK1、JAK1、TBK1 等复合靶点抑制剂。也就是说，微芯生物在靶点研究方向，一方面避开了市场竞争激励的 PD-1 的研究，而另外一方面，则是提前先市场一步，进行研究市场其他的有效靶点和进行多靶点、复合靶点的研究，并且一些产品已经进入临床，可见企业的创始人在这方面具有相当前沿的视角。从这个角度来说，我对于微芯生物保持非常乐观的态度。

国内、国外专利齐开花，企业护城河壁垒渐完善

根据微芯生物的招股说明书，截止其招股意向书签署日，微芯生物共拥有 59 项已授权专利，其中 17 项为境内专利，42 项为境外专利。

微芯生物国内已经申请的专利					
序号	专利名称	专利号	授权日	到期日	专利类型
1	具有分化和抗增殖活性的苯甲酰胺类组蛋白去乙酰化酶抑制剂及其药用制剂	ZL03139760.3	2006/11/15	2023/7/3	发明
2	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	ZL201210489178.8	2015/11/25	2032/11/26	发明
3	构型苯甲酰胺类化合物及其药用制剂与应用	ZL201410136761.X	2017/5/17	2034/4/3	发明
4	组蛋白去乙酰化酶抑制剂及其药用制剂的制备和应用	ZL03146841.1	2009/1/28	2023/9/11	发明
5	具有优异降糖降脂活性的芳烷基氨基酸类PPAR全激活剂	ZL03126974.5	2006/5/31	2023/6/16	发明
6	一种苯丙氨酸类化合物的盐及其无定形体	ZL201410856282.5	2018/8/17	2034/12/30	发明
7	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	ZL200910223861.5	2013/3/13	2029/11/23	发明
8	一种噻唑烷二酮的衍生物及其药用制剂的制备方法和应用	ZL03146838.1	2007/6/6	2023/9/11	发明
9	一种双磷酸盐及其药用制剂的制备和用途	ZL03146839.X	2006/6/14	2023/9/11	发明
10	一种降脂护肝的复方制剂、其制备方法及其用途	ZL200710002520.6	2009/12/16	2027/1/24	发明
11	具有组蛋白去乙酰化酶抑制活性的6-氨基烟酰胺衍生物、其制备方法及应用	ZL200910176472.1	2013/1/23	2029/9/15	发明
12	具有蛋白激酶抑制活性和组蛋白去乙酰化酶抑制活性的2-咪唑满酮衍生物、其制备方法及应用	ZL200910176473.6	2013/5/8	2029/9/15	发明
13	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的2-咪唑满酮衍生物	ZL200810132838.0	2012/7/18	2028/7/9	发明
14	具有组蛋白去乙酰化酶抑制活性的三环化合物、其制备方法及应用	ZL200910176474.0	2014/1/29	2029/9/15	发明
15	噻唑衍生物、其制备方法及应用	ZL201410472716.1	2018/5/22	2034/9/15	发明
16	作为选择性JAK3和/或JAK1激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其用途	ZL201410471468.9	2018/5/22	2034/9/15	发明
17	作为组蛋白去乙酰化酶抑制剂的2-咪唑满酮衍生物、其制备法和用途	ZL200810172161.3	2012/4/25	2028/11/11	发明
注1: 序号1-4号专利为西达本胺相关专利, 序号5-6号专利为西格列他钠相关专利, 序号7号专利为西奥罗尼相关专利;					

微芯生物部分境外专利情况						
序号	专利名称	授权国家/地区	专利号	授权日	到期日	专利类型
1	Histone Deacetylase Inhibitors of Novel Benzamide Derivatives with Potent Differentiation	美国	US7244751	2007/7/17	2024.2.1+5	发明
9	Benzamine Derivatives as Histone Deacetylase Inhibitors with Potent Differentiation and Anti-Proliferation Activity	美国	US7550490	2009/6/23	2027.7.10	发明
10	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	美国	US9573901	2017/2/21	2032.12.17	发明
11	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	日本	JP6387011	2018/8/17	2032.12.17	发明
12	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	欧洲	EP2930169	2018/7/18	2032.12.17	发明
13	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	澳大利亚	AU2012395573	2016/11/17	2032.12.17	发明
14	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	加拿大	CA2891006	2017/6/6	2032.12.17	发明
15	构型苯甲酰胺类化合物及其药用制剂与应用	台湾	TW1577662	2017/4/11	2035.3.11	发明
16	西达本胺的晶型及其制备方法与应用	俄罗斯	RU2603138	2016/10/31	2032.12.18	发明
24	作为具有有效抗高血糖和抗高血脂活性的PPAR δ 激动剂的取代芳基阿普诺酸衍生物	香港	HK1083021	2012/9/28	2023.11.20	发明
25	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	日本	JP5484568	2014/2/28	2030.3.4	发明
26	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	加拿大	CA2763822	2014/12/9	2030.3.4	发明
27	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	南非	ZA2011/09030	2013/2/27	2030.3.4	发明
28	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	墨西哥	MX323698	2014/9/17	2030.3.5	发明
29	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	印度尼西亚	IDP000037119	2014/10/27	2030.3.4	发明
30	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的苯酰胺衍生物、其制备方法及应用	欧洲	EP2439195	2014/7/16	2030.3.4	发明
36	Naphthamide Derivatives as Multi-target Protein Kinase Inhibitors and Histone Deacetylase Inhibitors	美国	US8211901	2012/7/3	2030.5.20+173天	发明
37	Tricyclic Derivatives as Potent and Selective Histone Deacetylase Inhibitors	美国	US8178577	2012/5/15	2029.5.7+354天	发明
38	2-Indolinone Derivatives as Multi-Target Protein Kinase Inhibitors and Histone Deacetylase Inhibitors	美国	US8158656	2012/4/17	2029.5.7+223天	发明
39	2-Indolinone Derivatives as Selective Histone Deacetylase Inhibitors	美国	US7863315	2011/1/4	2029.1.13+163天	发明
40	作为选择性JAK3和/或JAK1激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其用途	美国	US10011571	2018/7/3	2035.9.13	发明
41	作为选择性JAK3和/或JAK2激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其用途	俄罗斯	RU2671195	2018/10/30	2035.9.14	发明
42	作为选择性JAK3和/或JAK3激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其用途	台湾	TW1570109	2017/2/11	2035.9.14	发明
注: 上述序号 1-16 号专利为西达本胺相关专利; 序号 17-24 号专利为西格列他钠相关专利; 序号 25-36 号专利为西奥罗尼相关专利。						

已经取得的专利，那是过去的辉煌！对于新药研发企业来说，持续稳定的专利申请数量，是新药研发企业保持强大生命的渊源。目前微芯生物在过去这些年来，是做的不错的。很多专利目前仍旧在保护期内，而在国外申请的一些专利，其剩余保护期限更长。那么，现阶段，\$微芯生物(SH688321)\$ 的专利情况如何呢？根据其发布的第三季度报告，2020 年 9 月，西达本胺乳腺癌适应症发明专利获得授权，其西达本胺的发明专利最长保护期已延伸至 2038 年。此外，在 2020 年 1-9 月，累计申请发明专利 37 项，累计获得发明专利授权 11 项。截止到第三季报，公司在全球范围内已申请发明专利 243 项，已获授权 82 项。可以看出来，微芯生物专利数量稳健增加中，这从另外一个侧面来说，微芯生物的新药研究一直处于强在线状态。

A、境内专利

序号	专利名称	专利号	授权日	到期日	专利类型
1	一种 E 构型苯甲酰胺类化合物的固体分散体	ZL201610855106.9	2020-6-30	2036-09-26	发明、原始取得
2	西达本胺与依西美坦在制备用于治疗乳腺癌的联合用药物中的用途及联合用药物	ZL201810404747.1	2020-9-4	2038-04-27	发明、原始取得
3	一种 E 构型苯甲酰胺类化合物及其药	ZL201710244253.7	2020-9-15	2034-4-2	发明、原始取得

B、境外专利

序号	专利名称	授权国家/地区	专利号	到期日	专利类型
1	一种苯丙氨酸类化合物的制备方法	美国	US10640465	2037-09-26	发明、原始获得
2	一种苯丙氨酸类化合物的制备方法	澳大利亚	AU2017333054	2037-09-27	发明、原始取得
3	作为蛋白激酶抑制剂和组蛋白去乙酰化酶抑制剂的萘酰胺衍生物、其制备方法及应用	巴西	BRPI1011994-9	2030-03-04	发明、原始取得
4	作为选择性 JAK3 和/或 JAK1 激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其应用	加拿大	CA2982881	2035-09-13	发明、原始取得
5	具有吡啶胺 2, 3-双加氧酶抑制活性的稠合咪唑化合物的制备方法	美国	US10604529	2037-12-17	发明、原始取得
6	脲类化合物、其制备方法及其应用	美国	US10654815	2037-12-26	发明、原始取得
7	甲酰胺类化合物、其制备方法及其应用	台湾	TWI694824	2039-04-24	发明、原始取得
8	作为选择性 JAK3 和/或 JAK1 激酶抑制剂的芳杂环化合物的制备方法及其应用	印度	IN345231	2035. 9. 13	发明、原始取得

药品上市，业绩或助力股价飞扬

相比其他的新药研发公司，微芯生物已经有两款药物上市，这意味着其在药物研发领域微芯已经走在研发药企的前列！因为，大家都知道，任何一款新药的上市，都需要经过 10—15 年才能面世，而这个过程需要大量的资金投入，可以说，任何一款新药的产生，都是用钱堆出来的。微芯生物的产品已经产生盈利，这无疑会增厚企业的新药研发的后勤保障，有助于企业在研发路上走得更远。

1、新药证书

截至本招股意向书签署日，公司拥有 2 个《新药证书》，具体情况如下：

序号	证书编号	持有者	药品名称	主要成分	批准时间
1	国药证字 H20140060	发行人	西达本胺	西达本胺	2014.12.23
2	国药证字 H20140061	发行人	西达本胺片	西达本胺	2014.12.23

目前微芯生物的市值在 188 亿, 相比 \$恒瑞医药(SH600276)\$ 4500 亿的市值, 微芯生物这个源头创新的原研药企业, 难道不值得给予她 10 倍的估值, 到 2000 亿的市值吗?

(风险提示: 文中观点仅供参考, 据此操作, 风险自负)

11. 吃完君实的瓜，科创板还有哪些值得一看的创新药企业？

作者：@明大教主

发表时间：2020-11-16



上周 \$君实生物-U(SH688180)\$ 因为一篇网文引发了轩然大波，虽然君实方在 13 号早上就已经陆续公布一些澄清数据，但是依然没有阻止科创板股价下跌超 6%。

创新药领域管线种类多样，后续预期各不同；另外研发投入金额大，当期财报数据没有那么好看，行业投研的高门槛带来了投资信心不足，不敢长期持有的现状。下面，教主来和大家一起看看除了身处事件漩涡的君实之外，科创板还有哪些值得一看的创新药企业。

一、坚持做 first-in-class 的科创板创新药企——\$微芯生物(SH688321)\$。

国内药企在集采之前多以仿制药为主，在集采毛利率大幅降低之后，逐渐有部分具有前瞻性的药企开始走进创新药领域，不过多走的是 me-too 和 me-better 路线，即与原研药在效果上具有等效性，通过价格进行竞争，以及通过已知有效的靶点进行联合用药/改良，以达到提高总生存期、减少不良反应的效果。

first-in-class 在临床前研究阶段投入的金额更大，精力更多，国内除了 \$恒瑞医药(SH600276)\$ 等实力雄厚的药企巨头外少有人尝试，而本文的主人公——微芯生物，正是这样一家敢于吃螃蟹的企业。

二、创新药研发失败是必须值得重视的风险问题。

以至今世界医学尚未攻关成功的“阿尔兹海默症”症为例，礼来、辉瑞、默沙东、罗氏、等药企巨头前赴后继，陆续投入研发金额超 1000 亿美元，却纷纷在临床试验中折戟沉沙，**创新药的研发失败风险，是市场不肯给一些少有产品面世的企业高估值的主因。**

传统上通过靶点-分子体外筛选的线性模型评价药物研发存在的风险性与获益，远远低估了靶点或分子的药理学复杂性。**微芯生物是国内首个将化学基因组学应用到新药研发的机构，基于大数据库前瞻性的发现药物分子、作用靶点与生物表型或疾病表型的相互关系**，可筛选出综合质量最高的临床前候选物，提高研发成功率，实现药物开发最成本化策略。

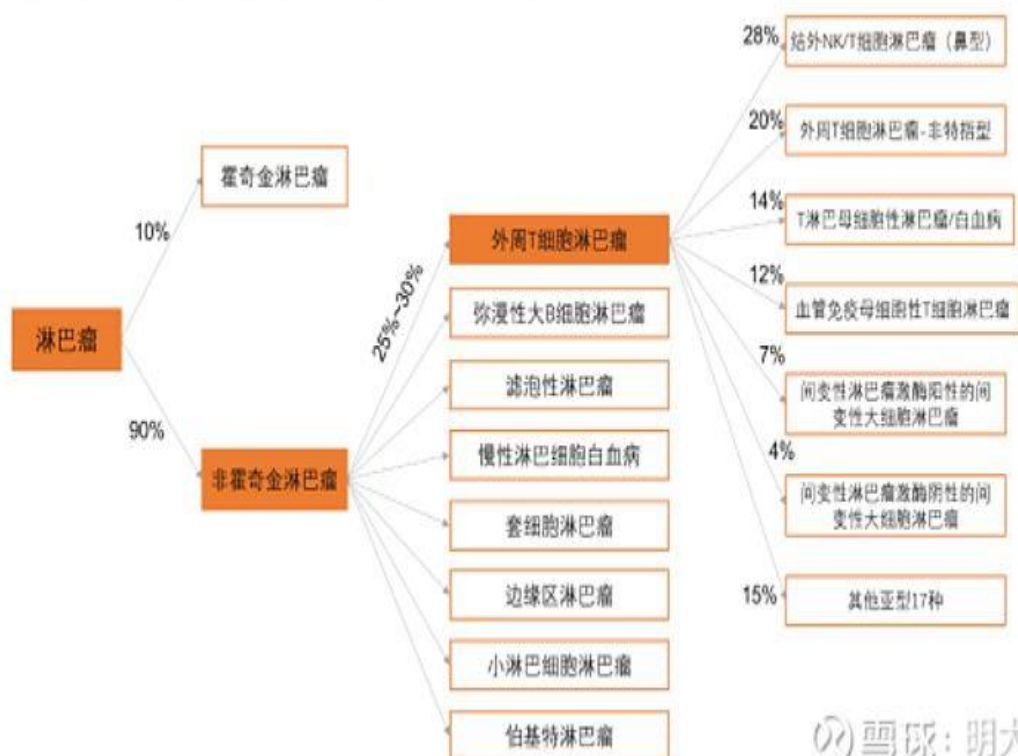
三、微芯生物主要产品介绍。

（一）西达本胺。

1.西达本胺选择外周 T 细胞淋巴瘤是出于商业化考量所致。

淋巴瘤可分为非霍奇金淋巴瘤（NHL）和霍奇金淋巴瘤（HL），前者占整个淋巴瘤的 90%。外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）又称成熟 T 细胞淋巴瘤，是一组高度异质性来源于 T 细胞的恶性增殖性疾病。我国外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）发病率约占非霍奇金淋巴瘤（NHL）的 25%~30%，显著高于欧美国家的 10%~15%。根据 2017 年 WHO 造血与淋巴组织肿瘤的分类标准，PTCL 又可分为 22 种亚型。

淋巴瘤分类及外周 T 细胞淋巴瘤亚型分布



西达本胺作为选择性组蛋白去乙酰化酶（HDAC）抑制剂，虽然覆盖效果不如罗米地辛、伏立诺他和贝利司他等非选择性抑制剂，但西达本胺作为目前国内唯一获批上市的 HDAC 类药物，能够诱导和激活患者自身的特异和非特异的抗肿瘤细胞免疫，毒副作用更小，总生存期更长，给药方式依从性高、治疗费用低。

不同 PTCL 药物疗法比较

药物类型	治疗方案	总生存期中位数	给药方式	上市时间	治疗费用
传统治疗方案	化疗（CHOP 或类 CHOP）	5.8 个月	静脉注射	常规疗法，上市时间较早	0.3-3 万元/月
叶酸代谢抑制剂	普拉曲沙	14.5 个月	静脉注射	2009 年 9 月获 FDA 批准	14.97 万元/月
HDAC 抑制剂	贝利司他	7.9 个月	静脉滴注	2014 年 7 月获 FDA 批准用于二线治疗	26.74 万元/月
	罗米地辛	11.3 个月	静脉滴注	2011 年 6 月获 FDA 批准用于二线治疗	12.87 万元/月
	西达本胺	21.4 个月	口服	2014 年 12 月获 CFDA 批准	1.85 万元/月

西达本胺在《西达本胺治疗外周 T 细胞淋巴瘤中国专家共识（2018 版）》中获推荐用于二线疗法；2018-2020 年，连续三年被纳入中国权威指南《中国临床肿瘤学会（CSCO）淋巴瘤诊疗指南》并获得最高推荐等级 I 级专家推荐治疗方案。

同样也有很多乡亲对西达本胺的第一个适应症是外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL），受众人小产生质疑。从西达本胺 2019 年销售数据来看，用药人数为 1900 人，总销售金额 1.72 亿确实不算多。但对于微芯生物这样非巨头的药企来说，从小适应症渗透的差异化竞争方案无疑是更适合商业化的。

国内上市PD-1已获批适应症				
药品名称	企业	适应症	时间	2019年中国销售业绩
纳武利尤单抗 (O药)	百时美施贵宝	非小细胞肺癌 (2线)	2018年6月	预计超10亿元
		头颈部鳞状细胞癌 (2线)	2019年10月	
		胃或食管连接部腺癌 (3线)	2020年3月	
帕博利珠单抗 (K药)	默沙东	黑色素瘤 (2线)	2018年7月	预计超20亿元
		非鳞状非小细胞肺癌 (1线联合)	2019年3月	
		非小细胞肺癌 (1线)	2019年10月	
		鳞状非小细胞肺癌 (1线联合)	2019年11月	
特瑞普利单抗 (拓益)	君实	黑色素瘤 (2线)	2018年12月	7.74亿元
信迪利单抗 (达伯舒)	信达	霍奇金淋巴瘤 (3线)	2018年12月	10.16亿元
卡瑞利珠单抗 (艾瑞卡)	恒瑞	霍奇金淋巴瘤 (3线)	2019年5月	预计超10亿元
		肝细胞癌 (2线)	2020年3月	
替雷利珠单抗 (百泽安)	百济	霍奇金淋巴瘤 (3线)	2019年12月	/
		尿路上皮癌	2020年4月	

雪球：明大教主

从国内几大 PD-1 企业恒瑞、信达、百济神州来看，首个获批的适应症均为霍奇金淋巴瘤，且是 3 线用药。虽然 PD-1 与西达本胺不属于同类药物，但从几家规模更大的药企的举动来看，率先申报，进行药物种类的卡位是有效缓解研发压力的方法。

2. 西达本胺通过独特的表观遗传学特性调控基因表达重编程，联合用药可选择性较多。

西达本胺联合用药试验进展

试验编号	适应症	联合用药方案	临床进展	试验状态	首次公示日期
NCT02902185	慢性 HIV 感染	西达本胺+ART	III/IV 期	-	2016-01-29
NCT03980691	HIV/AIDS	西达本胺+CAR-T 或 TCR-T	I 期	招聘	2017-01-12
NCT04414969	NK/T 细胞淋巴瘤	西达本胺+PD-1 单抗+PEG-天冬酰胺酶	II 期	招聘	2020-6-26
NCT03820596	NK/T 细胞淋巴瘤	西达本胺+替替利单抗	III 期	招聘	2019-03-29
NCT04490590	NK/T 细胞淋巴瘤	西达本胺+依托泊苷	IV 期	招聘	2016-10-01
NCT03598959	NK/T 细胞淋巴瘤	西达本胺+托法替尼	II 期	未招聘	2019-01-01
NCT04038411	NK/T 细胞淋巴瘤	西达本胺+PD-1 抗体+来那度胺+依托泊苷	IV 期	未招聘	2019-01-04
NCT02856997	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+ICE	II 期	-	2016-09-01
NCT04329130	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+来那度胺	II 期	招聘	2020-03-27
NCT02879526	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+环磷酰胺+泼尼松+沙利度胺	II 期	招聘	2016-01-08
NCT04040491	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+PD-1 抗体+来那度胺+吉西他滨	IV 期	招聘	2019-01-29
NCT03321890	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+PECM	II 期	招聘	2017-03-07
NCT04480099	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+CHOP	II 期	招聘	2020-06-20
NCT04480125	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+阿扎胞苷	II 期	招聘	2020-06-20
NCT04296786	外周 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+替替利单抗	II 期	招聘	2019-01-11
NCT03201471	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	西达本胺+R-CHOP	II 期	招聘	2017-08-20
NCT03373019	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	西达本胺+R-GDP	II 期	招聘	2017-12-21
NCT02733380	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	西达本胺+VDDT	II 期	招聘	2016-05-01

NCT03151876	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	西达本胺+克拉屈滨+吉西他滨+白消安+ASCT	II 期	招聘	2017-06-12
NCT04231448	DEB 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	西达本胺+R-CHOP	III 期	招聘	2020-05-21
NCT03105596	B 细胞非霍奇金淋巴瘤	西达本胺+DICE	II 期	-	2017-04-11
NCT04233294	经典霍奇金淋巴瘤	西达本胺+卡瑞利珠单抗+地西他滨	II 期	招聘	2020-02-02
NCT04337606	非霍奇金淋巴瘤	西达本胺+地西他滨+卡瑞利珠单抗	III 期	招聘	2020-04-04
NCT03974243	非霍奇金淋巴瘤	西达本胺+基奥替尼	III 期	未招聘	2019-07-01
NCT03602131	高危霍奇金和非霍奇金淋巴瘤	西达本胺+克拉屈滨+吉西他滨+白消安+ASCT	II 期	未招聘	2019-01-01
NCT03605056	多发性骨髓瘤	西达本胺+来那度胺+地塞米松	II 期	未招聘	2018-07-31
NCT04025450	多发性骨髓瘤	西达本胺+VRD	III 期	招聘	2019-07-15
NCT03336632	白血病	西达本胺+环磷酰胺+环孢素 A	II 期	未招聘	2019-01-01
NCT03985007	白血病	西达本胺+地西他滨+IAG	II 期	招聘	2018-01-01
NCT02886559	白血病	西达本胺+DCAG	III 期	-	2016-01-06
NCT03031262	白血病	西达本胺+阿糖胞苷	III 期	招聘	2017-02-08
NCT04192903	三阴乳腺癌	西达本胺+顺铂	II 期	未招聘	2019-12-01
NCT04465097	早期乳腺癌	西达本胺+依西美坦+卵巢功能抑制剂	II 期	招聘	2020-07-08
NCT02718066	黑色素瘤、肾癌、非小细胞肺癌	西达本胺+纳武单抗	III 期	招聘	2016-08-01
NCT02815007	晚期 EGFR-TKI 耐药非小细胞肺癌	西达本胺+EGFR-TKI	II 期	-	2016-06-01
NCT03838354	血小板减少症	西达本胺	II 期	未招聘	2019-06-01
NCT04025931	软组织肉瘤	西达本胺+托利单抗	II 期	招聘	2019-12-25
NCT03639168	头颈部鳞状细胞癌	西达本胺+顺铂	II 期	招聘	2018-06-06
NCT03273452	血管免疫母细胞性 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+PET	II 期	-	2017-03-01
NCT04319601	血管免疫母细胞性 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+利妥昔单抗	-	招聘	2020-03-31
NCT04296786	皮肤 T 细胞淋巴瘤	西达本胺+伊马替尼	II 期	招聘	2019-11-01

雪球：明大教主

从上述联合用药试验来看，西达本胺的联合用药可谓广泛。除了外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）外，西达本胺的乳腺癌适应症已于 2019 年 11 月获批，另外“弥漫性大 B 细胞淋巴瘤联合一线”和“非小细胞肺癌”适应症均处于 III 期临床试验过程中。

以乳腺癌为例，激素受体阳性乳腺癌分子型占全部乳腺癌的 70%。此外 HDAC 抑制剂药物凭借全新的作用机制和突出的临床效果，与 AI 联用成为内分泌治疗中 I 级专家推荐治疗方案，证据等级 1A。

HR 阳性绝经后晚期乳腺癌内分泌治疗

分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
未经内分泌治疗	AI+CDK4/6 抑制剂 (1A)	1. AI (1A) 2. 氟维司群 (1A)	TAM (2B)
TAM 治疗失败	1. AI+CDK4/6 抑制剂 (1A) 2. AI+HDAC 抑制剂 (1A) 3. 氟维司群+CDK4/6 抑制剂 (1B)	1. AI (1A) 2. 氟维司群 (1A)	
NSAI 治疗失败	1. 甾体类 AI+HDAC 抑制剂 (1A) 2. 氟维司群+CDK4/6 (1A)	1. 甾体类 AI+CDK4/6 抑制剂 (2A) 2. 氟维司群 (2A) 3. 甾体类 AI+依维莫司 (1B)	1. 载体类 AI (2B) 2. TAM或托瑞米芬(2B) 3. 孕激素 (2B)
SAI 治疗失败	氟维司群 +CDK4/6 抑制剂 (1A)	1. 氟维司群 (2A) 2. 非甾体类 AI+CDK4/6 抑制剂 (2A)	1. 非甾体类 AI (2B) 2. TAM或托瑞米芬(2B) 3. 孕激素 (2B)
代表药物	SAI: 依西美坦、福美司坦 NSAI: 阿那曲唑、来曲唑 CDK4/6 抑制剂: 帕博西尼、Abemaciclib (波玛西利)、Ribociclib (瑞博西尼) HDAC 抑制剂: 西达本胺		

资料来源:《CSCO 乳腺癌指南 2020》

注: NSAI: 非甾体类 AI, SAI: 甾体类 AI

雪球: 明大教主

目前国际上推崇的一线疗法是 CDK4/6 抑制剂 (恒瑞重要研发品种之一) + 芳香化酶抑制剂 (AI)。

西达本胺与其他二线治疗 HR 阳性晚期乳腺癌治疗药物对比

	西达本胺	帕博西尼	瑞博西尼	波玛西利	依维莫司
商品名	爱普莎	爱博新	Kisqali	Verzenio	飞尼妥
开发企业	微芯生物	辉瑞	诺华	礼来	诺华
靶点类型	HDAC 抑制剂	CDK4/6 抑制剂	CDK4/6 抑制剂	CDK4/6 抑制剂	mTOR 抑制剂
FDA 批准时间	-	2015-2-3	2017-3-13	2017-9	209-9-30
中国上市时间	2019-11-29	2018-7-31	-	-	-
FDA 获批适应症	-	联合 AI 用于绝经后 ER+/HER2- 晚期乳腺癌一线治疗；联合氟维司群用于既往内分泌失败的 HR+/HER2- 绝经后晚期乳腺癌	和 AI 联用用于治疗 HR+/HER2- 晚期或转移的绝经后妇女的乳腺癌患者	单药或联合氟维司群用于接受过内分泌治疗进展的 HR+/HER2- 晚期或转移性乳腺癌的二线治疗；联合 AI 用于内分泌初始治疗	联用 AI 用于治疗 HR+/HER2- 晚期乳腺癌绝经后女性患者
中国获批适应症	联合 AI 用于 HR+/HER2- 绝经后内分泌治疗复发或进展的局部晚期或转移性乳腺癌	用于治疗 HR+/HER2- 的局部晚期或转移性乳腺癌，应与 AI 联合使用作为绝经后女性患者的初始内分泌治疗	-	-	-
临床试验名称	ACE	PALOMA-2、3	MONALEESA-2	MONARCH 3	BOLERO-2
mPFS	西达本胺/依西美坦 vs 安慰剂/依西美坦 (7.4 个月 vs 3.8 个月)	帕博西尼/来曲唑 VS 安慰剂/来曲唑 (24.8 个月 vs 14.5 个月)；帕博西尼/氟维司群 VS 安慰剂/氟维司群 (9.2 个月 vs 3.8 个月)	瑞博西尼/来曲唑 vs 安慰剂/来曲唑 (未达到 vs 14.7 个月)	波玛西利/AI vs 安慰剂/AI (未达到 vs 14.7 个月)	依维莫司/依西美坦 vs 安慰剂/依西美坦 (7.8 个月 vs 3.2 个月)

资料来源：国家统计局、国家癌症中心

雪球·明大教主

与辉瑞的帕博西尼年用药费用超过 20 万相比,西达本胺联用 AI 年用药费用不到 6 万元, 短期有望成为公司业绩增量的主要来源。

公司在上半年国内遭受疫情冲击无法开展学术推广的情况下, 三季度西达本胺同比放量 40%, 带动扣非净利润快速上升, 乳腺癌适应症居功至伟。

3.里程碑收入。

由于欧美创新药企业研发进度要快于我国, 多数都是国内企业向海外企业支付专利费用。西达本胺开创了中国创新药对欧美进行专利授权的先河。

2006 年 10 月, 公司通过“许可费+里程碑收入+收益分成”的技术授权许可方式将西达本胺在美国、日本、欧盟等国家或地区的权利授权给沪亚生物国际有限责任公司(美国企业), 由其在美国、日本、欧盟等地进行海外开发与商业化, 实现中国原创新药的全球同步开发、参与全球市场竞争的目的。

2013 年 9 月，公司将西达本胺在中国台湾地区的权利授权给华上生技（中国台湾企业），由其在中国台湾地区进行开发与商业化。预计技术授权许可为公司带来可观收入增长。

2016 年 2 月，沪亚生物将已完成日本 I 期临床试验的新药西达本胺在日本、韩国等共计 8 个亚洲国家的开发和销售权以再许可的形式独家许可给日本卫材，再许可的里程碑付款高达 2.8 亿美元，体现了西达本胺的创新价值。

在今年前三季度专利许可费用占到公司总营收的 15%，也是公司非经常损益大幅增加的原因之一。

（二）西格列他钠。

二甲双胍片是当前各国糖尿病治疗指南推荐的用于治疗 2 型糖尿病的一线药物，但二甲双胍单药治疗的年失败率达 17%，治疗失败的患者需要在二甲双胍的基础上加用其他作用机制互补的药物进行二联甚至三联治疗。根据《中国 2 型糖尿病防治指南(2017 年版)》，目前二甲双胍是首选药物， α -糖苷酶抑制、胰岛素促泌剂同为一线治疗药物。但从指南发展趋势看，GLP-1 类似物、DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂等新型机制药物正逐步成为重要的二线药物，未来甚至有望成为一线用药。

西格列他钠前期研究中显示其作为过氧化物酶增殖体激活受体（PPAR）激动剂，对于 2 型糖尿病患者胰岛素抵抗、血糖、血脂异常等临床治疗的综合改善和良好的安全性，同时显示出对于胰岛、肝脏等组织器官的保护潜力。

在与著名的 DPP-4 类产品，默沙东的西格列汀对比中可以发现：

西格列他钠与西格列汀对照 CMAS 研究结果			
	西格列汀 100mg (n=248)	西格列他钠 32mg (n=245)	西格列他钠 48mg (n=246)
基线 (%)	8.6 (0.7)	8.5 (0.7)	8.6 (0.7)
第 24 周	7.2 (1.0)	7.2 (1.0)	7.1 (1.1)
变化 (%)	-1.39 (-1.52, -1.26)	-1.40 (-1.53, -1.27)	-1.47 (-1.60, -1.34)
与西格列汀差异	-	-0.04 (-0.22, 0.15)	-0.08 (-0.27, 0.10)

资料来源：2019ADA 年会报告

西格列他钠可显著降低 2 型糖尿病患者 HbA1C，非劣效于西格列汀，整体安全性良好。

不过需要注意的 GLP-1 受体激动剂、DPP-4 抑制剂和 SGLT-2 抑制剂等新机制降糖药已经纳入医保，西格列他钠至今没有获批，纳入医保更尚需时日，未来市场渗透率或低于预期。

我国糖尿病治疗药物情况总结							
给药方式	种类	HbA1c 降幅	低血糖症状	体重变化	综合获益结局	常见不良反应	每月治疗费用(元)
注射	胰岛素及类似物	较强, 剂量相关	有	增重	-	低血糖	103-402
	GLP-1 受体激动剂	1.0%~2.0%	无	减重	具有心血管获益作用及安全性	胃肠道反应	408-2130
口服	二甲双胍	1.0%~1.5%	无	减重	与主要心血管事件的显著下降相关	胃肠道反应	137-139
	α -糖苷酶抑制剂	0.5%	无	中性或减重	减少 IGT 向糖尿病转变的风险	胃肠道反应	204-735
	磺脲类	1.0%~1.5%	有	增重	微血管病变和大血管病变发生风险下降	低血糖	193-386
	格列奈类	0.5%~1.5%	有	增重	-	低血糖	212-916
	TZDs	0.7%~1.0%	无	增重	与骨折和心力衰竭风险增加有关	水肿	545
	DPP-4 抑制剂	0.4%~0.9%	无	中性或轻度增加	不增加心血管病变风险	胃肠道反应、皮肤反应	221-246
	SGLT-2 抑制剂	0.5%~1.0%	无	减重	主要心血管不良事件和肾脏时间复合重点发生风险显著下降, 心衰住院率显著下降	生殖泌尿道感染	127-367

另外在非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 领域西格列他钠也在开展临床 II 期试验, 全球仅一款药品上市, 即印度 Zydus Cadila 公司的 Saroglitazar。

靶向 PPAR 的 NASH 药物研发进展			
药品名称	公司名称	相关靶点	最新进展
Saroglitazar	Zydus cadila	PPAR α/γ	2020 年获批上市
Elafibranor	Genfit	PPAR α/δ	III 期临床失败
Lanifibranor	Inventiva	PPAR $\alpha/\gamma/\delta$	IIb 期临床达到主要终点
T3D-959	T3D	PPAR γ/δ	I 期
西格列他钠	微芯生物	PPAR $\alpha/\gamma/\delta$	II 期
ZSP0678	众生药业	PPAR α/δ	I 期, 2019 年 11 月第 1 例患者入组, 计划入组 112-118 人
ZG0588	泽璟制药	PPAR α/γ	

西格列他钠作为 PPAR 全激动剂, 具有突出的糖脂代谢调节作用和一定的抗炎效果, 相比 Saroglitazar 临床效果更加全面。微芯生物在 NASH 药物研发的节奏处于全球领先集团。

(三) 西奥罗尼。

西奥罗尼是公司自主研发的一个多靶点多通路选择性激酶抑制剂，属于小分子原创新药，对几种肿瘤相关靶蛋白激酶 VEGFR1/2/3、PDGFR α/β 、CSF-1R 和 Aurora B 均有显著的体外抑制活性。

目前 Aurora 靶点药物临床研究情况

药物名称	公司	靶点	临床阶段
Alisertib (MLN8237)	武田	Aurora A	3 期
AZD1152	阿斯利康	Aurora B	2/3 期
Ilorasertib (ABT348)	艾伯维	Aurora A/B/C	2 期
PHA-739358	辉瑞	Aurora A/B/C	2 期
AT9283	Astex	Aurora A/B	2 期
ENMD-2076	CASI	Aurora A	2 期

在全球范围内 Aurora B 靶点目前尚无品种获批，从竞品的临床进展来看，除武田的 Alisertib 完成 III 期临床（复发或难治性外周 T 细胞淋巴瘤）之外，其他品种基本处在 I 期和 II 期。根据公司公告，目前西奥罗尼有 4 个适应症已经开展 2 期临床，分别是小细胞肺癌、卵巢癌、肝癌和淋巴瘤。

西奥罗尼临床试验开展情况

临床试验编号	适应症	临床阶段	入组人数 (个)	试验状态 (完成日期)
NCT03166891	卵巢癌	III 期	25	完成 (2019-3-20)
NCT02122809	晚期实体瘤	I 期	18	完成 (2016-7)
NCT03074825	复发或难治性非霍奇金淋巴瘤	I 期	5	完成 (2019-2-14)
NCT03901118	卵巢癌	II 期	40	未招募 (预计 2021-7)
NCT03245190	晚期肝细胞癌	I 期	35	招募中 (预计 2019-12)
NCT03974243	非霍奇金淋巴瘤	III 期	24	未招募 (预计 2021-9)
NCT03216343	小细胞肺癌	I 期	27	招募中 (预计 2020-8-30)

预计在未来 2-3 年间，上述适应症将陆续获批。短期无法对公司带来正面预期。

四、多管线的布局。

随着成都早期研发中心的设立（70 人团队），公司的研究领域也由原来的三大治疗领域肿瘤、代谢疾病、自身免疫疾病，扩展至包括中枢神经和抗病毒共五个治疗领域，产品研发的布局将从新靶点原创新药延伸至具有重大市场需求的快速跟踪品种和上市产品的再开发，形成三个层次。

此前资本市场对于公司的主要担忧是在于创新药不确定性强，公司主营产品较小，没有形成完备的管线体系。随着成都研发中心大分子团队的建立，**产品开发的类别也将覆盖大、小分子两类药物，管线担忧问题将有一定程度的缓解。**

五、销售团队的扩充。

由于微芯是做原创新药的，学术推广占据重要位置。公司在西达本胺乳腺癌新适应症的获批后，学术推广团队已从年初的 120 人增加至 180 多人，实现更多的地市级医院的覆盖。代谢病方面，公司也组建了代谢病产品事业部以进行学术推广与销售。

另外，由于糖尿病病人分布广泛，微芯生物也通过寻找优秀的糖尿病营销企业进行独家合作，以快速提高西格列他钠的患者可及性。

六、公司研发投入占营收比排名上市盈利药企第一。

2.1 主要财务数据

单位：元 币种：人民币

	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度末增减(%)
总资产	1,702,008,691.19	1,691,422,545.15	0.63
归属于上市公司股东的净资产	1,494,297,181.29	1,446,326,740.16	3.32
	年初至报告期末 (1-9月)	上年初至上年报告期末 (1-9月)	比上年同期增减(%)
经营活动产生的现金流量净额	76,408,712.68	-38,647,780.16	不适用
	年初至报告期末 (1-9月)	上年初至上年报告期末 (1-9月)	比上年同期增减 (%)
营业收入	186,086,939.98	128,616,509.50	44.68
归属于上市公司股东的净利润	38,426,782.57	20,830,130.97	84.48
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	20,077,209.88	16,850,310.60	19.15
加权平均净资产收益率(%)	2.62	3.50	减少0.88个百分点
基本每股收益(元/股)	0.0937	0.0508	84.45
稀释每股收益(元/股)	0.0937	0.0508	84.45
研发投入占营业收入的比例(%)	48.75	41.94	增加6.81个百分点

根据微芯生物的三季报来看，公司研发占营收比来到了非常可观的**48.75%**（研发投入同比增长**68%**），位居**A股全部医药生物盈利公司的首位**。其后的是同为科创板公司的赛诺医疗以及近两年大红大紫的贝达药业。

回首贝达药业近两年的进击之路，与其核心产品埃克替尼渗透率的提升，以及后续大单品恩沙替尼的获批预期有关。其每 1-2 年一款创新药带来的盈利预期是支持股价历史新高基础，而微芯生物与贝达有 8 分神似。

七、国际资本加持与近期的减持事件分析。

礼来除了是一家大型跨国医药企业之外，同高瓴一样，在药企领域也以敏锐的投资能力闻名。

早在 2010 年初，礼来亚洲基金就对处于非小细胞肺癌靶向药研发处于 III 期临床的贝达药业进行了 A 轮投资。2016 年贝达药业上市，账面退出回报为 18.53 倍；

2015 年，礼来与信达药业达成了三个肿瘤免疫治疗双特异性抗体药物的开发合作协议，里程碑付款总金额超过 10 亿美元。礼来亚洲基金在中国虽然出手不多，但是从贝达、信达来看均十分精准。

融资历程 8

序号	日期	融资轮次	估值	金额	比例	投资方
1	2016-04-11	后期阶段	-	金额未知	-	倚锋资本 德同资本 招银国际 深创投
2	2017-03-13	后期阶段	-	金额未知	-	合江投资 招银国际
3	2015-05-29	E轮	-	金额未知	-	同创伟业 深创投
4	2014-09-01	D轮	-	1.7亿人民币	-	上海建信资本 德同资本 倚锋创投
5	2013-08-01	C轮	-	1000万人民币	-	富坤投资
6	2009-11-01	B轮	-	500万美元	-	礼来亚洲基金
7	2001-03-01	A轮	-	600万美元	-	祥峰投资 北京科技风投 泰达科投
8	2000-01-01	天使轮	-	500万人民币	-	海达投资

雪球：明大教主

而大多投资人所不知的是，在上述两笔投资之前的 2009 年，礼来亚洲投资基金就已经对微芯生物进行了 B 轮投资了。另一边 A 轮投资中祥峰投资正是新加坡淡马锡集团的全资子公司，两大著名公司在早期的垂青也侧面反映了微芯生物的实力。

而从近期微芯生物股东大举减持来看：萍乡永智英华元丰投资合伙企业(有限合伙)目前只持有微芯生物一家股权，需要退出进行其他投资。



另外两家减持主体 Vertex、LAV One 的实际控制人均为淡马锡，其减持大概率是因为到当下科创板开闸之初极高的估值。不过考虑到今年初淡马锡甩卖蔚来的股权，之后大涨 10 多倍来看，淡马锡的减持也并不能说明后续微芯生物的股份走向。

12. 浅谈医美公司华熙生物，成长性如何？

作者：@yangjimei

发表时间：2020-11-16

我是一个女性用户，我比较关注美容化妆行业，下面我谈谈自己对华熙生物的一些看法。

一、公司简介：华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。公司旗下拥有“润百颜 (BIOHYALUX)”、“BIO-MESO”、“米蓓尔 (MEDREPAIR)”、“润月雅 (PLUMMOON)”、“夸迪 (QUADHA)”、“德玛润”、“润

熙禾 (BLOOMCARE) ”等多个品牌系列, 产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾及部分彩妆产品, 如与故宫博物院联合推出的“故宫口红”系列产品等。

二、主营业务构成: 2019 年, 公司三大业务板块均取得了较好发展。其中, 原料业务实现营业收入 7.61 亿元, 同比增长 16.81%; 医疗终端业务实现营业收入 4.89 亿元, 同比增长 56.34%; 功能性护肤品业务实现营业收入 6.34 亿元, 同比增长 118.53%。

华熙生物业务构成2019年年报		
	收入	占比
原料业务	7.61亿	40.39%
医疗终端业务	4.89 亿	25.96%
功能性护肤品业务	6.34 亿	33.66%
业务收入	18.84 亿	100%

三、财务情况: 2020 年三季报:

2.1 主要财务数据

单位: 元 币种: 人民币

	本报告期末	上年度末	本报告期末比上年度末增减(%)
总资产	5,307,334,724.12	4,971,659,867.66	6.75
归属于上市公司股东的净资产	4,816,412,897.33	4,550,342,220.58	5.85
	年初至报告期末 (1-9 月)	上年初至上年报告期末 (1-9 月)	比上年同期增减(%)
经营活动产生的现金流量净额	381,319,230.93	206,914,921.57	84.29
	年初至报告期末 (1-9 月)	上年初至上年报告期末 (1-9 月)	比上年同期增减 (%)
营业收入	1,596,437,349.97	1,287,853,963.72	23.96
归属于上市公司股东的净利润	437,565,648.99	416,248,611.28	5.12
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	373,947,426.56	412,544,732.20	-9.36

2020 年第三季度报告

加权平均净资产收益率 (%)	9.28	21.59	减少 12.31 个百分点
基本每股收益 (元/股)	0.91	0.97	-6.18
稀释每股收益 (元/股)	0.91	0.97	-6.18
研发投入占营业收入的比例 (%)	5.98	4.30	增加 1.68 个百分点

公司前三季度实现营收 15.96 亿元，同比增长 23.96%，归母净利润 4.38 亿元，同比增长 5.12%，扣非后归母净利润 3.74 亿元，同比下降 9.36%。

四、成长逻辑

1、中国医疗美容行业前景好，过去 10 年复合增长率超过 20%。。根据研究机构 Frost & Sullivan 的报告,当前中国已经成为世界第三大医疗美容市场,市场规模在 2019 年达到 1,427.3 亿元，并预计在 2024 年达到 3,798.8 亿元，未来五年复合增长率为 27.7%。

2、医疗美容行业中的非手术类项目占比超过 60%，凭借操作简单、恢复时间快、价格和风险相对较低的优点，有更高的市场接受度和复购率。2019 年，中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模达到 42.7 亿元，2015-2019 年复合增长率为 22.8%，预计将以 12.8%的复合增长率在 2024 年达到 76 亿元。中国的透明质酸填充注射仍处于高速增长阶段。

3、中国化妆品市场呈现高增长态势。根据 Euromonitor 数据显示，中国化妆品市场规模从 2017 年的 3,652 亿元，增长至 2019 年的 4,777 亿元；3 年间市场规模累计增长了 31%，增速居全球第一。

4、根据 Frost &Sullivan 预测，2018 年-2022 年全球医药级原料销售复合增速为 15.6%。全球透明质酸销量增长空间大。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，2014-2018 年复合增长率为 22.8%，预计未来五年将保持 18.1%的高复合增长率，预计 2023 年销量可增长至 1,150 吨。



五、**亮点:** 1、消费旺季到来, Q3 单季度业绩加速。公司 Q1、Q2 和 Q3 分别实现收入 3.68 亿 (+3.50%)、5.79 亿元 (+27.66%) 和 6.49 亿元 (+35.65%) , 分别实现归母净利润 1.08 亿元(+0.77%)、1.59 亿元(+0.74%)和 1.71 亿元(+12.78%)。

2、公司医美板块新推出的润致娃娃针, 为三类医疗器械, 是微交联的透明质酸产品, 用于真皮层的浅层或中层的填充, 并且结合利多卡因缓释技术, 可缓慢释放 24 小时, 提高消费者舒适度, 该产品有望继续提升医美板块业绩。

3、毛利率稳健, 销售费用提升推动收入快速增长, 公司前三季度毛利率稳健, 高达 80.88%, 同比提升 1.90pct。

4、经营性现金流净额为 3.81 亿元 (+84.29%) , 明显改善。

六、**风险:**

1、疫情持续影响; 医美服务个性化强, 可能引发医疗纠纷; 新产品研发进度不及预期; 市场竞争加剧带来的毛利率下滑风险。

2、估值较高。市盈率(动): 139.03, 市净率: 16.85。

3、扣非后利润增长不佳。

本文仅为个人看法, 不作为投资建议

风险提示: 上述文章所涉及个股仅供参考, 不构成投资建议, 据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。