

论空间，“开箱”专精特新小巨人

华泰研究

2021年9月03日 | 中国内地

深度研究

研究员 张馨元
SAC No. S0570517080005 zhangxinyuan@htsc.com
SFC No. BPW712 +86-21-28972069

研究员 王以
SAC No. S0570520060001 wangyi012893@htsc.com
SFC No. BMQ373

从 115 个新兴产业链细分环节，“开箱”专精特新小巨人

作为新兴产业链比较报告的首篇，我们在本文中聚焦新兴产业链比较的两大底层要素——空间与格局。与现存的主流研究不同，我们更注重策略视角的纵向拉伸和垂直下沉，将半导体、云计算与光通信、机器人、航空装备、智能汽车、CXO、生物育种、锂电、光伏、风电十大产业链及其 115 个细分环节进行面板数据对比，探讨国产替代与龙头进阶的潜在领域。此外，我们筛选出以下细分环节契合专精特新小巨人思路：光伏支架/碳纤维/涂胶显影设备/碳化硅/光刻胶/CMP 抛光液/EDA 软件/航空刹车副/HUD 系统集成。

业绩空间三支柱：渗透率、国产率、市占率

投资的空间思维不同于产业研究的产业思维，在产业空间之上，新兴产业链龙头股的业绩空间至少还应叠加国产替代与龙头进阶两层逻辑，即业绩空间 \approx 渗透率+国产率+市占率的综合提升空间，对“三大支柱”的分析缺一不可。以 IVD 免疫诊断发光赛道为例，根据沙利文研究，2015 年至 2020 年，中国免疫诊断市场规模 5 年 CAGR 为 25.9%，而 A 股龙头公司营收 CAGR 高达 44.4%，其中，国产替代额外贡献 2.1%，龙头进阶额外贡献 16.5%。

第一支柱：新兴产业的渗透路径或符合种族增长曲线

复盘过去 10 年两大经典新兴产业——智能手机（全球视角）和电动车（挪威视角），两者渗透率曲线均符合种族增长 S 型曲线特征，均走过一轮完整的导入期→加速期→成熟期，且两者均在渗透率 10% 左右时进入加速期，在渗透率 70% 左右时进入成熟期。我们研究的十大新兴产业中，生物育种、智能汽车、航空装备产业链处于导入期，适宜主题布局，光伏、锂电、云计算与光通信、风电、机器人、CXO、半导体处于加速期，适宜赛道挖掘。

第二支柱：国产替代远不局限于半导体与软件

国产替代是业绩空间的第二支柱，不同于渗透率相对确定曲线趋势，国产率方向易研判，但节奏难掌握。我们研究的十大新兴产业的 115 个主要细分环节中，有 39 个环节具备较大国产替代空间，其中，半导体/机器人/智能汽车是全产业链层面有待国产突破的领域，此外，光伏/风电/锂电/云&光等已实现整体较高国产化率的产业链中，也有部分细分环节的国产化率较低，如跟踪支架/碳纤维/粘结剂/导电剂/光器件/光模块/SaaS-CRM/SaaS-酒店。

第三支柱：龙头进阶或有 Nike 形态和 30-60 黄金区间

龙头进阶是业绩空间的第三支柱，其研判难度比国产替代更高，不仅节奏难判断，方向也有不确定性。复盘科技/可选/必选/周期的代表品种，龙头进阶路径有两大共性：1) 集中度演变呈 Nike 形态，先降后升；2) 龙头进阶倾向于发生在 30-70% 的 CR3 区间。基于上述特征，我们研究的十大新兴产业的 115 个主要细分环节中，27 个细分环节有龙头进阶机遇，全产业链机会集中在风光锂，此外，云计算的 SaaS-HCM、SaaS-地产，CXO 的临床前 CRO、小分子 CDMO，航空装备的钛合金等环节也或具备龙头进阶机遇。

专精特新小巨人 \approx “三高两低”

730 政治局会议再提专精特新小巨人，我们认为国产替代逻辑提出了更明确的方向，即“三高两低”，高远期业绩空间、高市占率、低国产化率、中小市值、高中期业绩空间。在上述条件下，我们从 115 个细分环节中筛选出以下符合“专精特新”小巨人精神的细分环节：1) 新能源：光伏支架、碳纤维；2) TMT：涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件；3) 高端装备板块：碳纤维、航空刹车副；4) 新消费：HUD 系统集成。

风险提示：经济超预期下行，流动性超预期收紧，产业政策发生重大变化。

正文目录

前言：新兴产业链比较框架探讨—SPPEC 模型	4
“业绩空间”的三支柱：渗透率、国产率、市占率	6
区别“业绩空间”与“产业空间”，以 IVD 发光赛道为例	6
支柱 1：渗透率，把脉新兴产业的生命周期	8
支柱 2：国产率，丈量本土企业的替代空间	11
支柱 3：市占率，展望龙头企业的进阶空间	14
基于“业绩空间”，寻找“专精特新”线索	17
远期“业绩空间”：国产替代 vs 龙头进阶，双主线品种梳理	17
中期“业绩空间”：进一步聚焦中期能见度高的品种	19
整合思路，“专精特新”小巨人≈“三高两低”	21
新能源：光伏支架、碳纤维	22
TMT：涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件	24
高端装备：碳纤维、航空刹车副	29
新消费：HUD 系统集成	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：新兴产业链比较的框架探讨—SPPEC 模型（行业点阵为示例，非定量展示）	5
图表 2：中资发光龙头业绩增长归因：产业增长+国产替代+龙头进阶	6
图表 3：中国免疫诊断市场中外厂商营收：国产化率趋势上行	7
图表 4：中国免疫诊断市场中资龙头营收：中资 CR3 趋势上行	7
图表 5：全球智能手机与挪威电动车的渗透率曲线类似种族增长 S 型曲线	8
图表 6：中国、德国、瑞典的电动车渗透率曲线与挪威高度类似	8
图表 7：十大新兴产业 vs 全球智能手机渗透率曲线（2003-2015）	9
图表 8：全球主要经济体机器人密度（每百万工人的机器人数量）	10
图表 9：全球半导体市场规模按终端应用分解：2019 vs 2024E	11
图表 10：全球 TFT-LCD 面板市场份额变化：国产替代的标杆行业	12
图表 11：十大新兴产业链国产化率水平	12
图表 12：新兴产业链细分环节国产化率低于 40%的品种	13
图表 13：运动服饰与美妆 CR3：龙头进阶 vs 竞争加剧	14
图表 14：CR3：行业集中度的“Nike 曲线”与“30-70”黄金区间	15
图表 15：电商渠道 CR3：去年疫情期间行业集中度普遍攀升	15
图表 16：十大新兴产业链市场集中度水平（中资企业 CR3）	15
图表 17：新兴产业链细分环节中资 CR3 处于 30-60%区间的品种	16
图表 18：新兴产业链细分环节：国产化率 vs 中资 CR3，按大类产业划分	17
图表 19：新兴产业链细分环节“远期业绩空间”对比：考虑“国产替代”与“龙头进阶”	18
图表 20：新兴产业链细分环节“中期业绩空间”对比：基于中资龙头预测营收增速	20

图表 21: 新兴产业龙头营收增速: 22E-23E CXO、航空装备、机器人营收增速不逊于锂电、光伏、半导体	21
图表 22: 基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——新能源板块	22
图表 23: 光伏支架所处产业链位置	23
图表 24: 光伏支架全球市场竞争格局 (2019)	23
图表 25: 碳纤维所处产业链位置	23
图表 26: 碳纤维全球市场竞争格局 (2020)	23
图表 27: 基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——TMT 板块	24
图表 28: 涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件所处产业链位置	25
图表 29: 半导体晶圆制造流程与对应的设备	25
图表 30: 半导体封测流程与对应的设备	26
图表 31: 涂胶显影设备中国市场竞争格局 (2019)	26
图表 32: 导电型碳化硅全球市场竞争格局 (2018)	27
图表 33: 碳化硅功率器件在光伏逆变器中的渗透率有望逐步提升	27
图表 34: 碳化硅功率器件在轨道交通中的渗透率有望逐步提升	27
图表 35: CMP 抛光液国内市场竞争格局 (2018)	28
图表 36: EDA 软件国内市场竞争格局 (2020)	28
图表 37: 基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——高端装备板块	29
图表 38: 航空刹车副所处产业链位置	29
图表 39: 航空刹车副国内市场竞争格局 (2019, 军用航空)	29
图表 40: 基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——新消费板块	30
图表 41: HUD 所处产业链位置	31
图表 42: HUD 国内市场竞争格局 (2020)	31

前言：新兴产业链比较框架探讨—SPPEC 模型

美林时钟的弱化、央行政策思路的演变、以及康波周期的衰退，对大类资产和股市结构都带来深远的影响，策略研究的框架也应与时俱进，产业链化、赛道化的投资思路愈发深入人心，对策略研究提出了至少两大要求：

1) 纵向拉伸：重塑行业分类体系，在行业比较的基础上加入产业链比较。传统的中信或申万行业分类对于产业链的刻画不够准确，以锂电池为例，其产业链自上而下至少涵盖以下中信行业：机械（锂电设备）、钾肥（盐湖提锂龙头盐湖股份在中信行业分类中为钾肥）、磷肥及磷化工（磷酸铁锂）、氟化工（电解液溶质六氟磷酸锂）、稀有金属（钴、锂、钨）、工业金属（铜箔、铝箔）、锂电化学品（电解液溶剂、正极材料）、电子化学品（导电剂）、锂电池（负极材料、锂电池）、乘用车、电池综合服务（充电桩）；至少涵盖机械、化工、有色、电新、汽车 5 个一级行业。因此，以产业链视角重新进行细分环节的梳理，显得尤为重要。

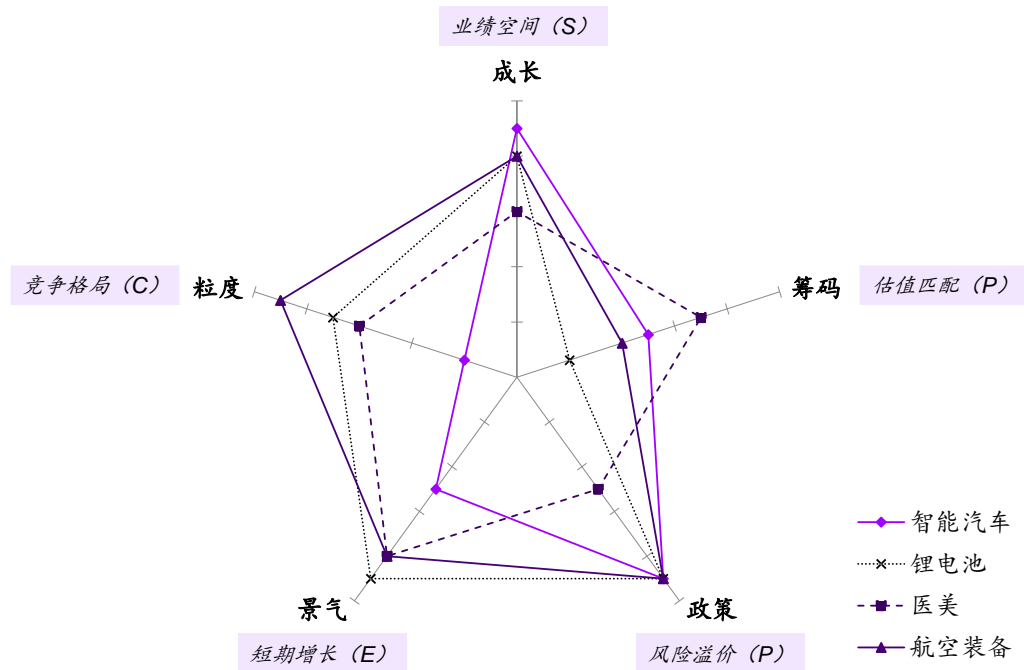
2) 垂直下沉：从宏观增长的稀缺性到行业增长的稀缺性，策略研究需要从中观向中微观下沉。从 05-07 的五花金花时代到 2010-2020 的消费白马时代，GDP 增长由双位数降至高个位数，宏观增长的稀缺性上升，取而代之的，是行业增长或结构增长成为研究重点，对应策略研究的重心从大势研判进入到行业比较，2020 年后，随着 GDP 增长大概率进入中个位数，行业增长的稀缺性也在上升，赛道与个股研究的权重上升，对应策略研究从中观行业比较进一步下沉到中微观的赛道比较。

基于上述考量，我们从本文开始，系统性地搭建新兴产业链比较框架，当下产业链的比较面临的“痛点”则是我们开展研究的“重点”，也是我们报告的“差异点”：

- 1) 同样是高增长的产业链，“高增长”与“高增长”之间，成长空间怎么对比？
- 2) 不同产业链的景气如何放在一个标准上进行对比，如何高频地追踪？
- 3) 同一个产业链，细分环节内部如何对比？逻辑瑕疵少的新兴产业，已经被买的很贵，是否还有未被充分挖掘的细分环节？

上述痛点的解决，恰恰依赖策略视角的纵向拉伸与垂直下沉——将所有产业链的主要细分环节放在同一个“面板”上，尽可能地量化对比，而对比的维度，至少应当包含以下几个要素：

成长—业绩空间（Space）
筹码—估值匹配（Positions）
政策—风险溢价（Policy）
景气—短期增长（Earnings）
粒度—竞争格局（Concentration）

图表1：新兴产业链比较的框架探讨—SPPEC 模型（行业点阵为示例，非定量展示）


资料来源:华泰研究

需要强调的是，上述维度本身并不足以组成产业链比较的输出结果，离输出结果还差一步相当重要的环节，即赋予维度不同的“权重”。好比烹饪，上述五大维度是原材料，但同样的原材料可能烹饪出完全不同的菜肴，而“权重”（投资者的核心关注点、溢价最高的点）则是烹饪手法。不同时间点上，“权重”可能差异很大，比如，当下“政策”溢价就高于过往均值水平，年初至今“景气”溢价高于去年均值水平。

在本篇中，我们重点讨论 SPPEC 模型中的 Space（成长、业绩空间）问题，并连带讨论 Concentration（粒度、竞争格局）问题，因为后者对前者也有影响，并尝试解答以下疑问：

- 1) 成长空间包含哪些贡献因素？
- 2) 高增长的产业链之间，成长空间如何对比？
- 3) 热门赛道的产业链细分环节，内部的成长空间如何对比？是否有未被挖掘的机会？
- 4) 结合 730 政治局会议再提“专精特新”，新兴产业链内部有哪些环节值得关注？

“业绩空间”的三支柱：渗透率、国产率、市占率

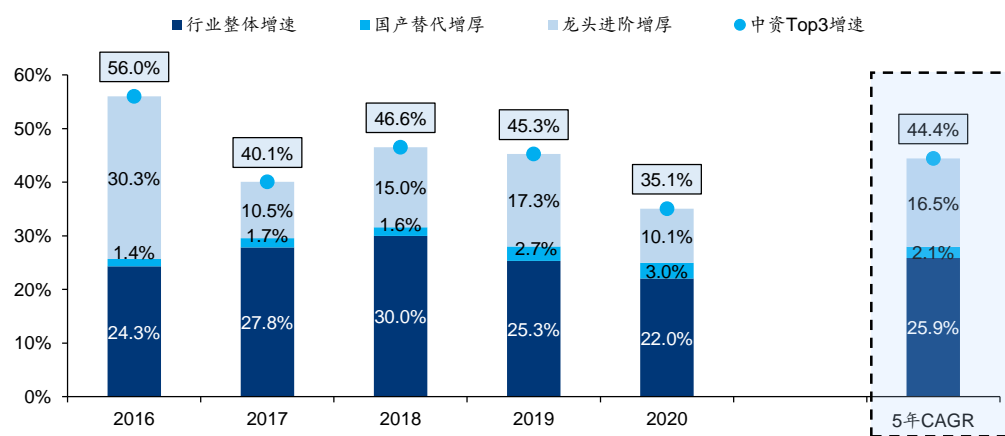
区别“业绩空间”与“产业空间”，以 IVD 发光赛道为例

投资的“空间”思维不同于产业的“空间”思维。从产业分析的角度将，我们常说，“某一市场是高成长性赛道，未来 5 年年化市场规模增长有望达到 xx”，这符合产业研究的直观思路，也是投资视角的切入点，但股票投资多数时间并不是某一行业、产业或赛道的一篮子投资，且多数时间也无法做到真正的一篮子投资；因此，从投资角度讨论“空间”时，有必要加入更下沉的考量因素，完成从“产业空间”到“业绩空间”的视角切换。

那么，从“产业空间”到“业绩空间”，中间还缺少什么？至少还应当加入国产化率和市场集中度两个要素。前者对应该行业的中资企业（A 股上市公司）抢占海外企业市场份额可带来的最大增量空间，后者对应该行业中资龙头企业（细分领域核心资产）抢占中小中资企业份额可带来的最大增量空间，简言之，**业绩空间 ≈ 渗透率（产业空间）+ 国产率（国产替代）+ 市占率（龙头进阶）**。

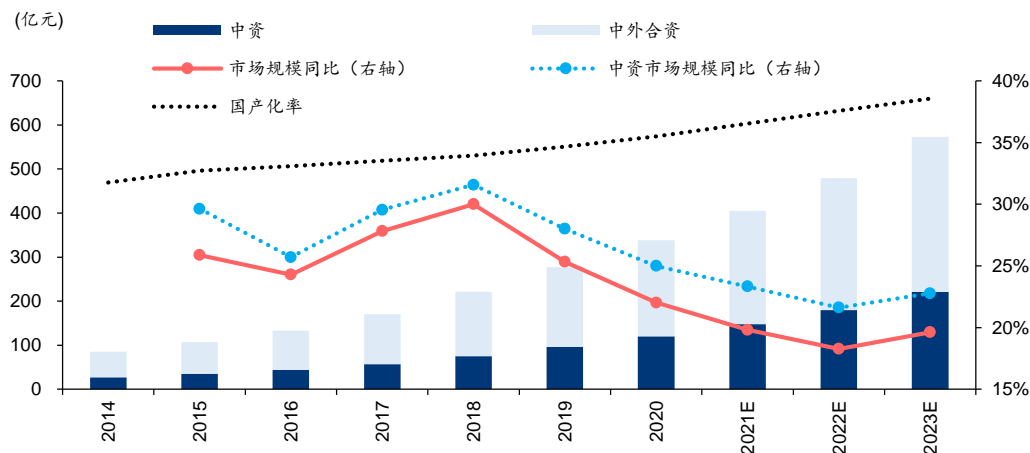
IVD 免疫诊断发光赛道是区分看待业绩空间 vs 产业空间的最佳例证之一。免疫诊断是 IVD 中市场规模最大的细分领域，化学发光是免疫诊断的主流技术，根据沙利文研究，2015 年至 2020 年，中国免疫诊断市场规模从 107 亿元上升至 338 亿元，5 年 CAGR 为 25.9%，远高于医药行业整体增速，但跨产业对比来看，25.9% 的年化增速并没有绝对优势，不过事实上，A 股龙头上市公司（Top3）在该领域同期营收 CAGR 达 44.4%，如果纯粹基于产业空间思维去进行跨产业对比，可能无法在 5 年前从成长性角度筛选出这一细分领域。从 25.9% 的产业增速到 44.4% 的龙头营收增速，国产替代贡献了 2.1%，龙头进阶贡献了剩余的 16.5%。

图表2：中资发光龙头业绩增长归因：产业增长+国产替代+龙头进阶



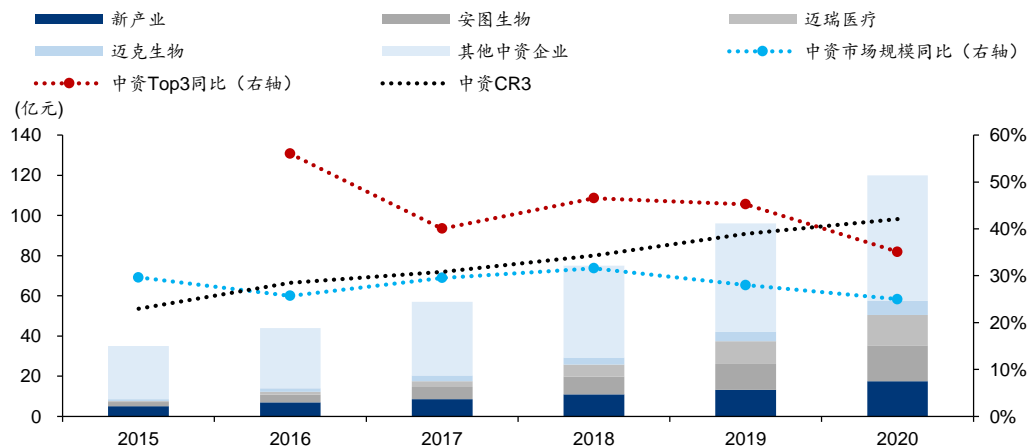
资料来源：Frost & Sullivan，华经情报网，华泰研究；注：同比增长基于营收，且营收为免疫诊断发光业务的细分营收

具体地，免疫诊断发光赛道是典型的外资主导赛道，呈现 4+4 格局（外资四大龙头+国产四大龙头），2015 年国产品牌合计市场份额为 32.7%，外资份额主要被罗氏、雅培、贝克曼、西门子四家占据，中资份额主要被新产业、安图生物、迈瑞医疗、迈克生物四家占据。国产厂家在过去 5 年中，凭借政策东风（医保控费下的价格优势放大）和细分领域集中突破的战略（如安图生物在传染病发光检测上的重点突破），稳步提升市场份额，2020 年国产品牌合计市场份额上升至 35.5%，根据沙利文研究预测，2023 年国产化率有望上升至 38.6%。

图表3： 中国免疫诊断市场中外厂商营收：国产化率趋势上行

资料来源：Frost & Sullivan，华泰研究

相比于国产替代，发光赛道国产品牌内部的龙头进阶趋势更显著一些。中资发光企业 CR3 市场集中度从 2015 年的 28.5% 上升至 2020 年的 42.1%，国产品牌内部的龙头整合效应使得头部上市公司的营收 CAGR 较中资企业整体营收 CAGR 高出 16.5pct。

图表4： 中国免疫诊断市场中资龙头营收：中资 CR3 趋势上行

资料来源：Frost & Sullivan，华经情报网，华泰研究；注：营收为免疫诊断发光相关业务的细分营收

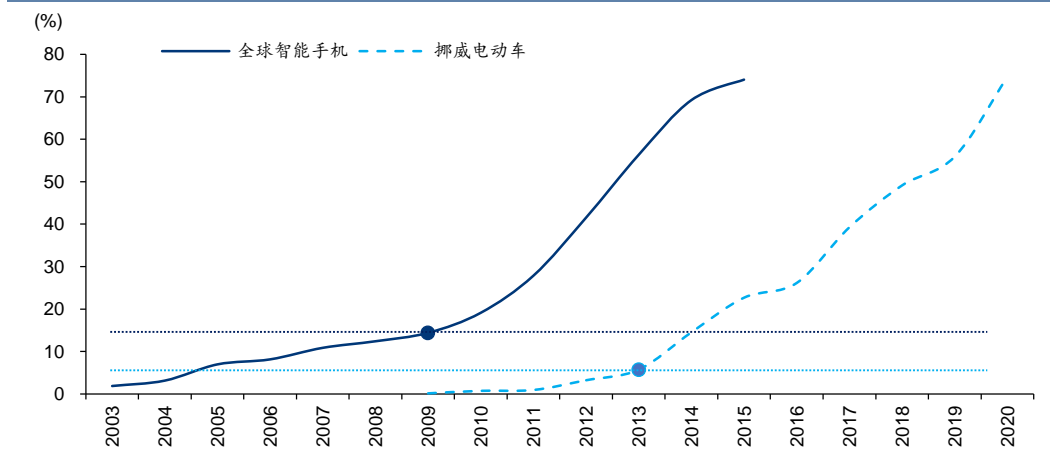
从上述发光赛道的案例，可总结三个有关“空间”的心得：

- 1) 产业空间之上，须叠加国产率与市占率的逻辑，才能客观合理地评估业绩空间
- 2) 国产化率与市占率带来的增量空间可能不亚于渗透率提升带来的产业空间
- 3) 在高利润率且技术密集型的领域，国产化率的提升可能是相对缓慢的

支柱 1：渗透率，把脉新兴产业的生命周期

渗透率的提升服从种族增长 S 型曲线。“业绩空间”的第一支柱为产业空间，产业空间的扩张驱动力通常来自于终端产品渗透率的提升，产业经济学视角下，渗透率的提升有经典的非线性特征，而往往呈现出类似于种族增长 S 型曲线的特征，过去 20 年中出现的两大经典科技消费品——智能手机与电动车，均符合这一定律。

图表5：全球智能手机与挪威电动车的渗透率曲线类似种族增长 S 型曲线



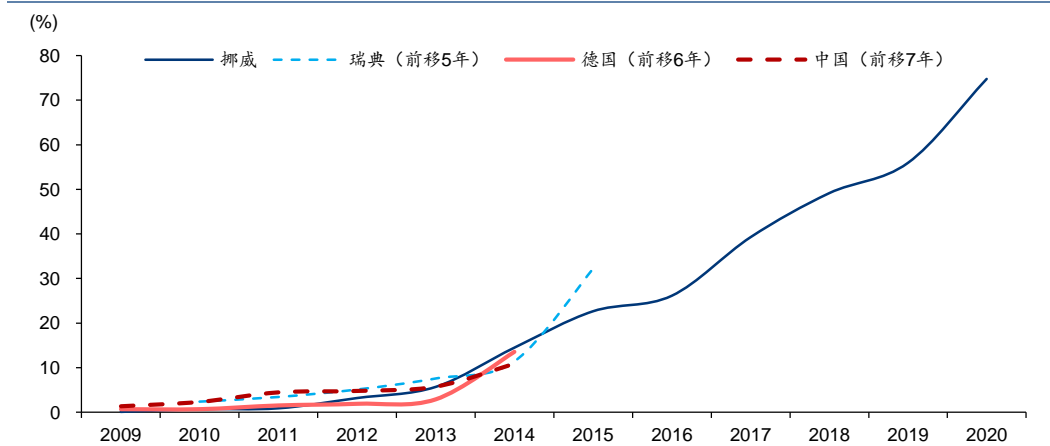
资料来源：Wind, Statista, IEA, 华泰研究

渗透率 S 型曲线的加速点大概率出现在 10% 左右。既然渗透率的提升服从种族增长 S 型曲线，那么 S 型曲线的加速点出现在哪里？从全球智能手机与挪威电动车的案例来看，这个点大概率在 10% 左右。

2009 年全球智能手机渗透率来到 14.4%，此后开始加速，2004-2009 的 5 年间全球智能手机渗透率仅从 3.1% 提升到 14.4%，而 2009-2014 的 5 年间渗透率从 14.4% 快速提升至 69.3%，2014 年后开始减速，呈现愈发接近饱和点的特征。

挪威是全球范围内电动车普及最早且渗透率最高的国家，其电动车渗透率曲线值得关注。2013 年挪威电动车渗透率为 5.7%，此后开始加速，2008-2013 的 5 年间挪威电动车渗透率从 1% 以下提升到 5.7%，而 2013-2018 的 5 年间渗透率从 5.7% 快速提升到 49.1%。此后的两年中继续加速，2020 年渗透率超过 70%。事实上，多国电动车渗透率曲线的前中段与挪威类似，即渗透率进入 5-10% 区间后，开始加速，如中国、德国、瑞典。

图表6：中国、德国、瑞典的电动车渗透率曲线与挪威高度类似

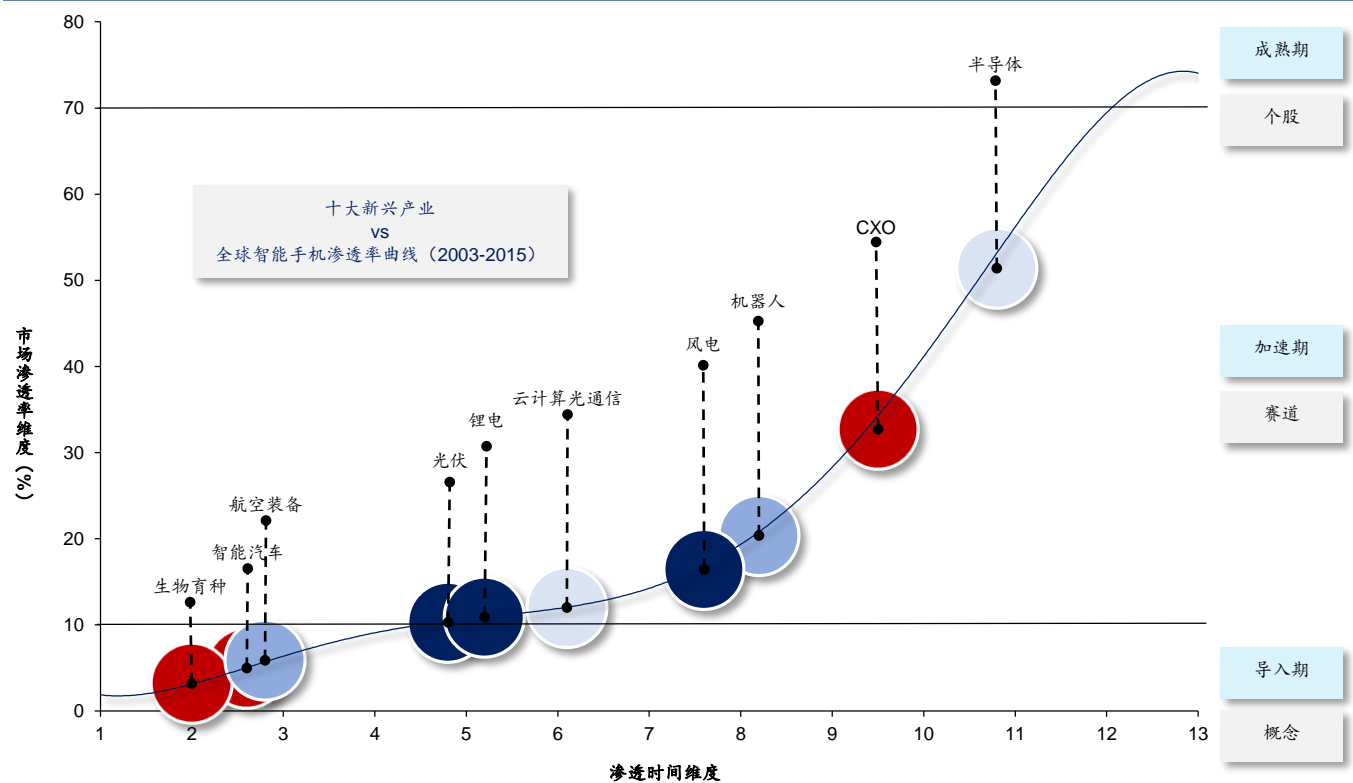


资料来源：Statista, IEA, 华泰研究；中国 2021 年数据（前移 7 年，对应图上的 2014 年点）取 1-7 月累计渗透率

基于渗透率的 S 型曲线特征，我们可以大致地，将本文研究的十大新兴产业，按照其各自在中国市场的渗透率，进行产业阶段的定量划分：

- 1) **渗透率低于 10% 的，仍然处于“导入期”的产业链：生物育种、智能汽车、航空装备。**
此三大产业链处于技术或应用大规模推广的前期，从二级市场投资的角度而言，由于业绩的波动性可能较大，这样的产业链更适合主题或概念投资。
- 2) **渗透率位于 10% 与 70% 之间的，处于“加速期”的产业链：光伏、锂电、云计算与光通信、风电、机器人、CXO、半导体。**上述产业中，光伏、锂电、云计算与光通信在 2018-2020 期间迈过 10% 渗透率阈值，从导入期切换到成长期的产业链；当前 A 股市场的热门投资赛道基本都集中在这个区间内，从二级市场投资的角度而言，由于这一阶段往往是高成长性的持续兑现阶段，业绩增速高且波动下降，适合进行赛道逻辑的投资，挖掘全产业链的机会。
- 3) **渗透率位于 70% 以上的，处于“成熟期”的产业链：当前 10 大产业链均不在该阶段。**
当某一新兴产业进入这一阶段时，逻辑上也不再符合“新兴产业”的定义，由于高成长的阶段迈过，业绩空间的扩张将更多来自于市场份额的扩张（龙头进阶），二级市场投资逻辑将自然而然地，从赛道视角转向龙头视角。

图表7： 十大新兴产业 vs 全球智能手机渗透率曲线（2003-2015）

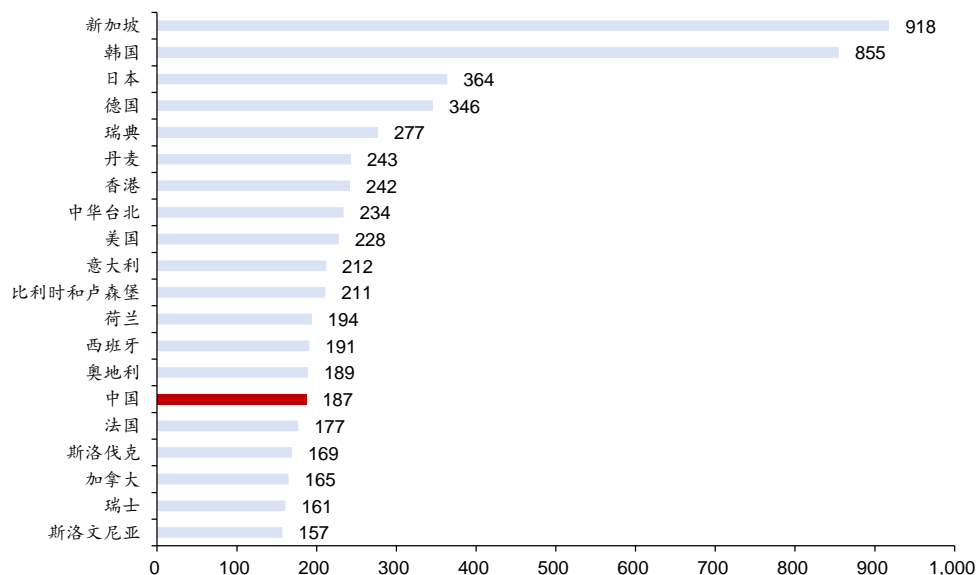


资料来源：Wind，产业信息网，IEA，华泰研究

值得注意的是，由于产业链的属性不同，“渗透率”的计算应采取不同方式。从我们覆盖的十大新兴产业来看，至少存在三种渗透率的计算方式：

- 1) 有直接对应的一类终端产品的，且该产品的饱和点是清晰的，按照产品的销售渗透率直接计算。这一类渗透率的计算最为直观且常见，生物育种、智能汽车、光伏、锂电（电动车）、云计算与光通信、风电、CXO 均可采取这种方式。
- 2) 有直接对应的一类终端产品的，但该产品的饱和点并不清晰，可考虑横向对照法间接计算“渗透率”。这类产业链对应的终端产品通常为 2B 产品或服务，如航空装备、机器人、医美，由于上述产业的渗透饱和点难以界定，因此，可参考行业上常用的指标——中国人均军费开支、机器人密度（每百万工人的机器人数量）、人均医美开支或就诊次数，将其与全球范围内的最高值进行对比，间接计算渗透率。以机器人为例，根据 IFR，2019 年中国机器人密度为 187 个机器人/百万名工人，相当于全球最高水平新加坡（918 个机器人/百万名工人）的 20.4%。

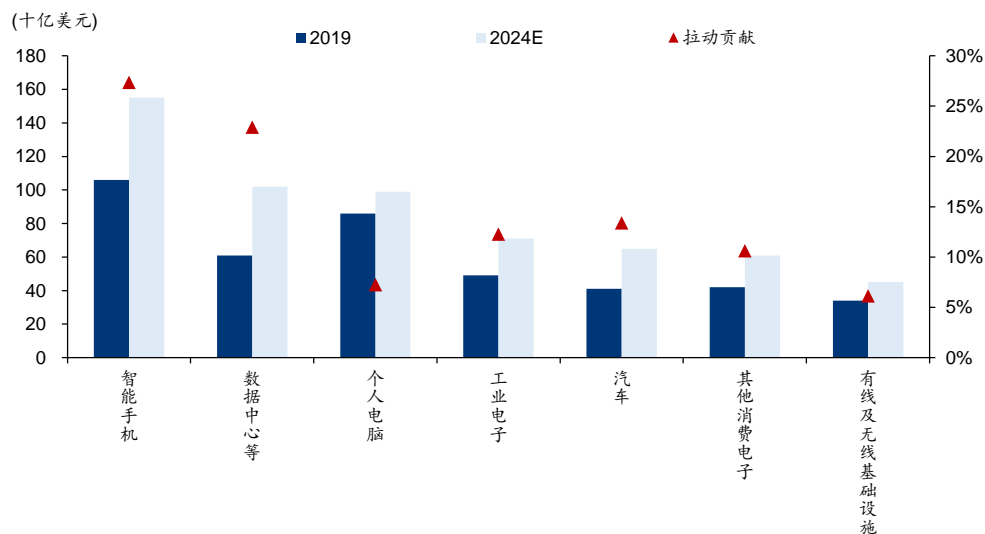
图表8： 全球主要经济体机器人密度（每百万工人的机器人数量）



资料来源：IFR，华泰研究；2019 年数据

- 3) 无直接对应的一类终端产品的，终端产品下游分布较广，或可能呈现动态变化的，可考虑以主导其成长性的某一类终端产品的渗透率为替代指标。这种计算方式的代表为半导体，半导体的下游分布较广，且其终端产品在不断演化，此时以主拉动力终端产品为计算基准，是较合理的替代计算方式。根据 ASML 预测，2019-2024，智能手机对全球半导体销量的增长拉动最强，其次为数据中心；因此，在本文的研究框架中，半导体渗透率采用 5G 手机作为替代指标。值得注意的是，随着时代变迁，半导体的渗透率替代指标也应发生变化，呈现周而复始地在渗透率 S 型曲线上移动，本世纪初半导体的替代指标为个人电脑，2010 至今为智能手机（3G→4G→5G），2025 年后可能变为智能汽车。

图表9：全球半导体市场规模按终端应用分解：2019 vs 2024E



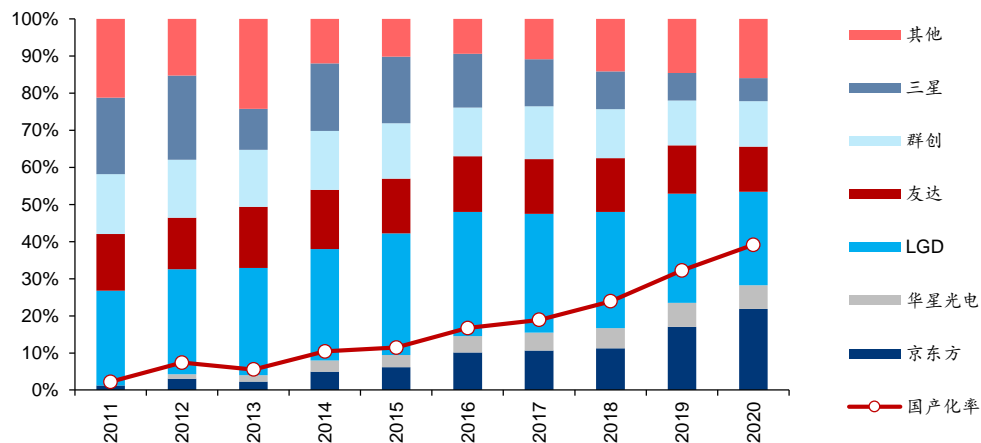
资料来源：ASML2019 年年报，Statista，华泰研究

支柱 2，国产率，丈量本土企业的替代空间

“国产替代”是“业绩空间”的第二支柱，其趋势的研判难度高于“渗透深入”。不同于渗透率的种族增长 S 型曲线，国产化率的提升曲线通常没有固定的形态，且国产替代与进口替代也有细微差异，从广义角度而言，国产替代应当同时包含进口替代与国产出海，中国在不同新兴产业上的比较优势差异较大，在部分产业上，如半导体、云计算和光通信上更多讨论进口替代，以国内市场作为研究对象，而在锂电、光伏等领域，国产替代可能更重在于国产出海，以全球市场作为研究对象。不同于渗透率相对确定曲线趋势，国产率方向容易研判，但节奏难以掌握。

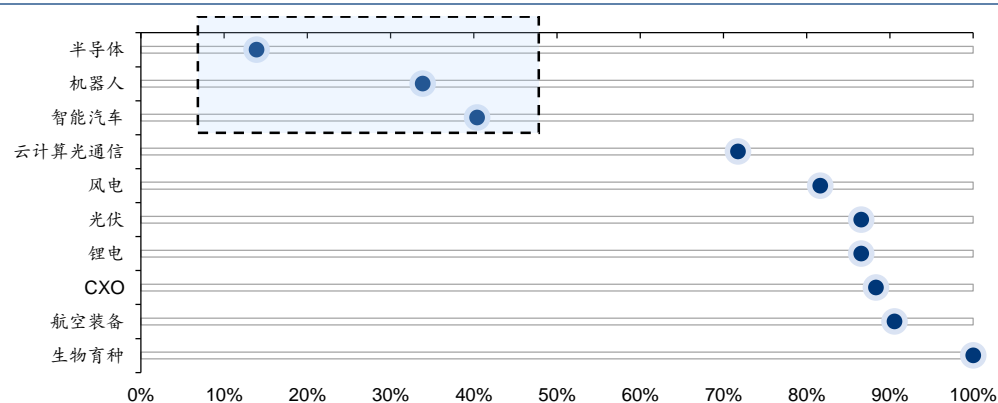
面板是国产替代的标杆行业，其成功是多因素的汇集。过去 10 年中，面板是少有的走完进口替代+国产出海这一路程的新兴产业。以京东方、TCL 华星为代表的国产面板企业全球市占率（以产值计）从 2011 年的 2.2% 快速提升至 2020 年的 39.1%，随着近年来韩国三星电子与 LG Display 逐步退出 LCD 面板产能而专攻更高端的 OLED 面板，2020 年中国已成为全球第一大 LCD 面板出货地（无论基于产能、产量还是产值）。国产面板实现国产替代是技术、政策、公司战略、时代变数等多重因素叠加下的产物，几个关键性事件节点为：

- 1) 启动：**1999 年，京东方成立 TFT-LCD 项目组，正式进军液晶面板领域。
- 2) 学习：**2001 年，受 97 年亚洲金融危机的影响，韩国现代欠下巨额的债务，为保全核心半导体业务，不得不出售面板生产线，2003 年京东方以 3.5 亿美元收购现代 TFT-LCD 业务，此次收购为彼时中国最大单宗科技产业海外收购。
- 3) 再创新：**经过消化、吸收和再创新，2003 年 9 月京东方投资 12 亿美元在北京开始建设第 5 代 TFT-LCD 产线，2005 年 5 代线实现顺利投产，由此中国大陆结束无屏时代。
- 4) 突破：**2009 年到 2013 年，政策鼎力支持下，京东方联合其他中资面板企业先后投建了中国大陆首条高世代线（京东方合肥第 6 代 TFT-LCD 生产线）、中国大陆首条 8.5 代线（京东方北京第 8.5 代 TFT-LCD 生产线）。
- 5) 进阶：**2017 年，京东方领先日韩企业率先建成全球第一条 10.5 代 TFT-LCD 产线，标志着京东方核心工艺技术达到业界领军集团水平。
- 6) 整合：**2020 年，全球新冠疫情爆发之下，居家隔离带动消费电子需求高涨，而韩国三星和 LG 面板产能按原计划陆续退出，京东方等国产面板品牌借此机会扩张市场份额。

图表10： 全球 TFT-LCD 面板市场份额变化：国产替代的标杆行业

资料来源：Wind，华泰研究；基于销售额

从面板的国产替代之路，可以看出，在新兴产业领域，政策资金的持续支持、公司战略的精准把握、以及时代时事的催化助推，三者对于国产替代均相当重要。我们在本文中梳理了十大新兴产业共计 115 个产业链主要细分环节的国产化率水平（详见图表 17），并按照主要细分环节的平均国产化率，计算出十大新兴产业的整体国产化率水平，如下图所示，十大新兴产业的国产化水平呈现中间小、两头大的两级分化特征，半导体、机器人、智能汽车主要细分环节平均国产化率低于 50%，半导体甚至低于 15%，云计算光通信、风电、光伏、锂电、CXO、航空装备、生物育种主要细分环节平均国产化率超过 70%。

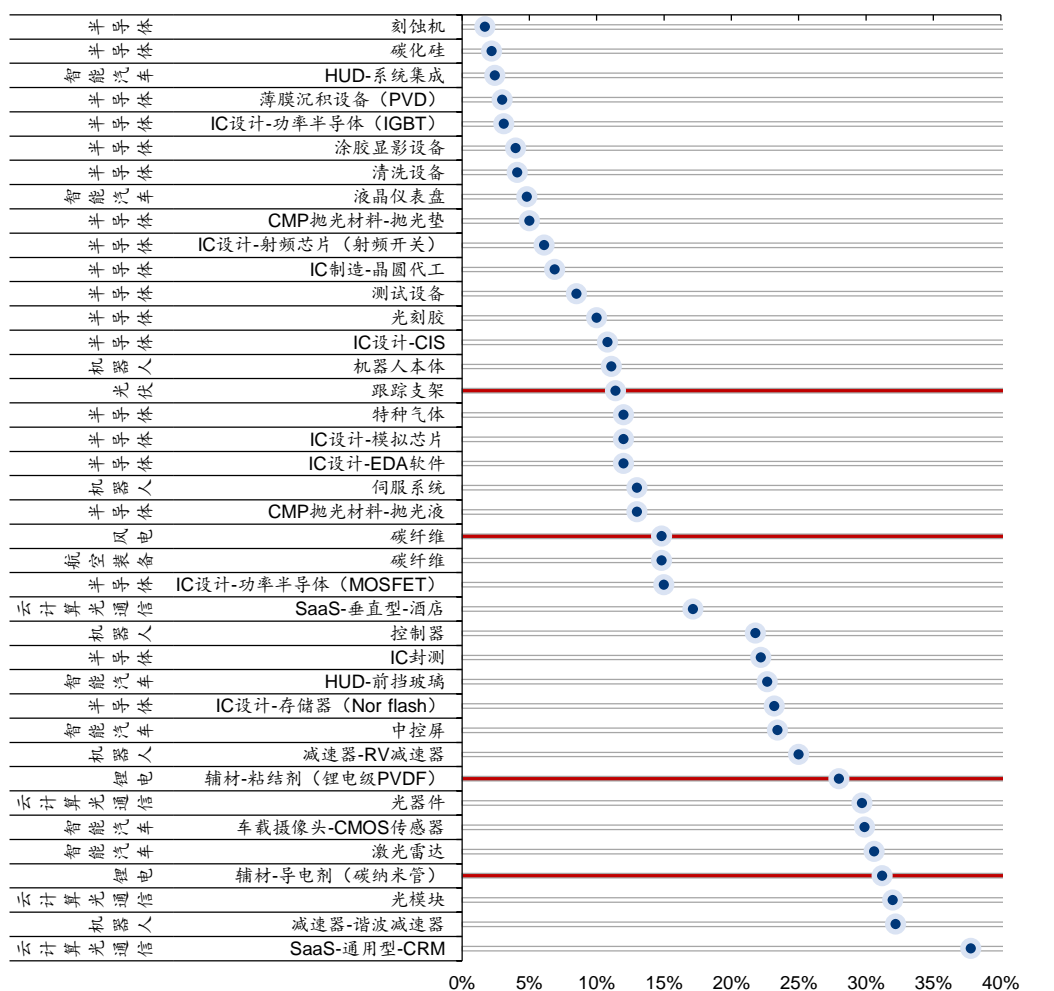
图表11： 十大新兴产业链国产化率水平

注：基于产业链主要细分环节的国产化率平均值，2018 或 2019 或 2020 年年度数据（不同细分领域数据可得年份不同）

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业信息网，华经产业研究院，GGII，SMM，IDC，Ofweek，Trendforce，CPIA，Gartner，MIR，Frost & Sullivan，公司招股说明书，华泰研究

115 个主要细分环节中，39 个环节国产化率低于 40%，是实现国产替代、解决进口卡脖的潜在政策发力点，主要集中在半导体、智能汽车、机器人三大产业链中，此外，光伏、风电、锂电、云计算和光通信等整体国产化率较高的领域中，也存在部分细分环节，国产化率低于 40%，如跟踪支架（国产化率 11%，后同）、碳纤维（15%）、PVDF 粘结剂（28%）、碳纳米管导电剂（31%）、SaaS-垂直型-酒店（17%）、光器件（30%）、光模块（32%）、SaaS-通用型-CRM（38%）。国产替代思路下沉的大趋势下，上述领域值得尤其注意。

图表12： 新兴产业链细分环节国产化率低于40%的品种



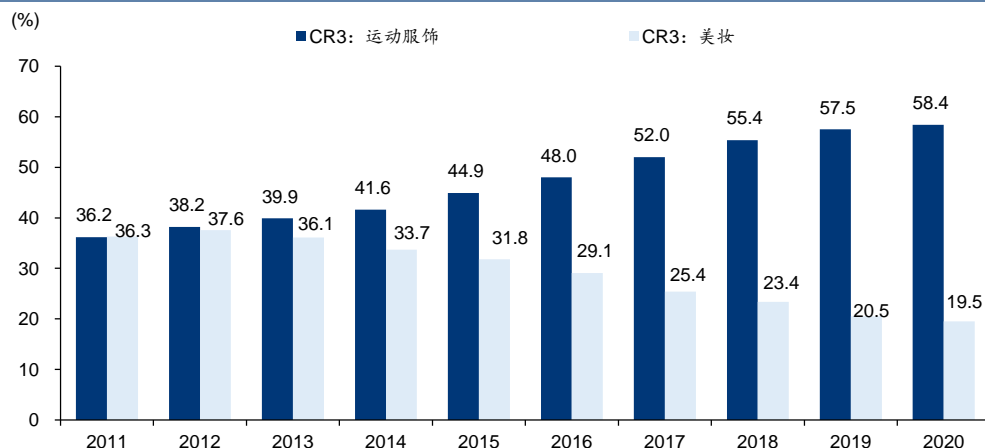
注：2018 或 2019 或 2020 年年度数据（不同细分领域数据可得年份不同）

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业信息网，华经产业研究院，GGII，SMM，IDC，Ofweek，Trendforce，CPIA，Gartner，MIR，Frost & Sullivan，公司招股说明书，华泰研究

支柱 3：市占率，展望龙头企业的进阶空间

以市占率变化推动的“龙头进阶”，是“业绩空间”的第三支柱，其趋势的研判难度比国产替代又更高一些。相较于渗透加深的逻辑，国产替代的方向研判有迹可循，节奏研判的难度加大，而对于龙头进阶，不仅节奏难以判断，方向也存在不确定性，站在任意时点或行业集中度点上，行业集中度可能提升，也可能下降。以过去 10 年中市场规模年化增速较高的运动服饰、美妆两大新兴消费品为例，2011 年两者 CR3 均为 36%，而在此期间运动服饰实现龙头进阶（耐克+Adidas+安踏），CR3 上升至 2020 年的 58%，美妆经历竞争加剧，CR3 下降至 2020 年的 20%。

图表13：运动服饰与美妆 CR3：龙头进阶 vs 竞争加剧



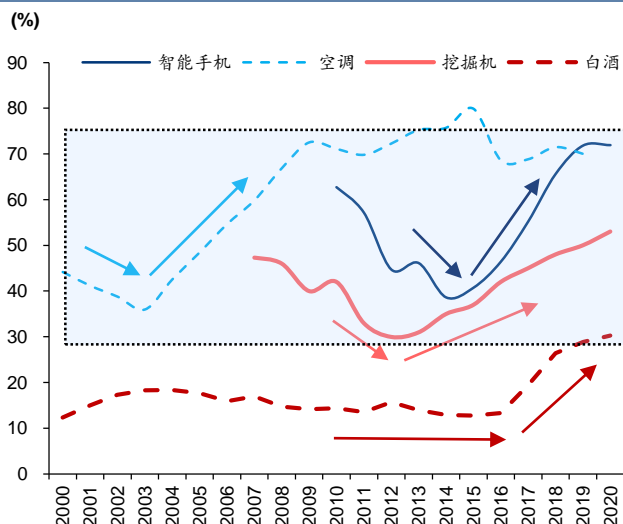
资料来源：Euromonitor，华泰研究

以智能手机、空调、白酒、挖掘机分别作为科技、可选、必选、周期行业的代表性行业，研究其市场集中度的变化，长期集中度曲线变动趋势或有两个规律：

- 1) **集中度演变可能呈现 Nike 形态，先降后升。**空调、挖掘机、智能手机的集中度拐点分别出现在 2003 年、2012 年、2014 年。集中度的 Nike 形态可能源于，当某一新兴产业处于导入期时，玩家数量较少，市场集中度高，随着行业进入成长期，利润率优势凸显，竞争者开始增加，到中后期甚至可能出现“价格战”（如空调行业在世纪初的“价格战”、智能手机在 2013-2014 的“价格战”），而随着产业进入到成熟期，边际成本较高的企业在利润率下滑的背景下退出竞争，“价格战”缓和，集中度开始趋势回升。
- 2) **龙头进阶倾向于发生在 30-70% 的 CR3 区间。**智能手机、空调、挖掘机的集中度趋势回升均发生在 30-70% 的 CR3 区间，空调、智能手机的 CR3 达到 70% 后就进入平台期，而白酒的 CR3 在 10-20% 的区间长期震荡。逻辑上，过高或过低的 CR3 都不利于集中度的趋势性抬升，CR3 低于 10% 时，市场格局尚不清晰，龙头的竞争优势还不足以快速整合市场；CR3 超过 70% 时，市场已处于垄断、寡头或垄断竞争阶段，进一步市场整合的边际成本加大。

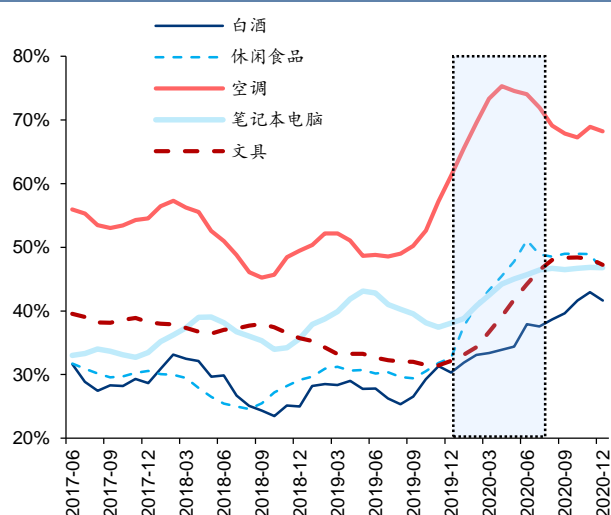
此外，集中度曲线还有一大潜在规律是，宏观经济下行压力加大的阶段，全行业集中度中枢上移。典型的案例为，去年国内疫情集中爆发期间，多品类的电商渠道 CR3 中枢上移，空调电商渠道 CR3 从疫情前的 50% 提升到 70%，休闲食品电商渠道 CR3 从疫情前的 30% 提升到近 50%，笔记本电脑、文具、白酒等主要消费品也呈现类似特征。

图表14: CR3: 行业集中度的“Nike 曲线”与“30-70”黄金区间



资料来源: Wind, Datayes, Euromonitor, 华泰研究; 基于国内市场内销数据

图表15: 电商渠道 CR3: 去年疫情期间行业集中度普遍攀升

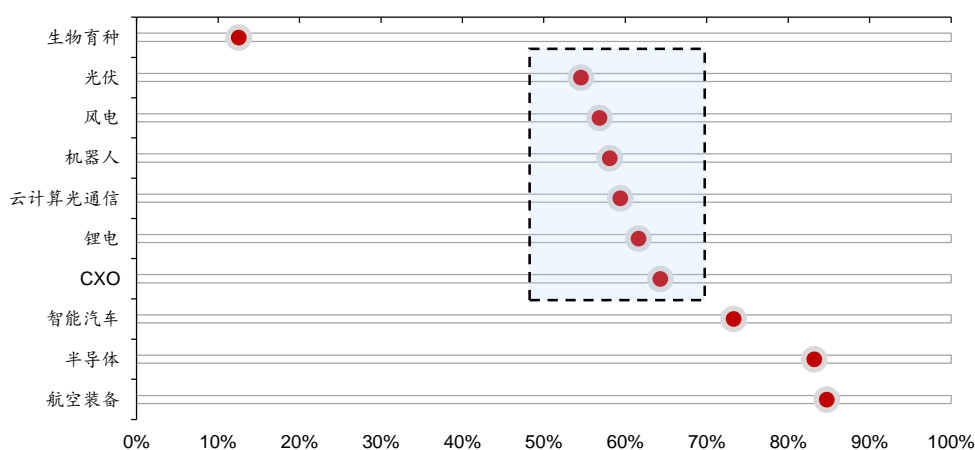


资料来源: Datayes, 华泰研究; 基于国内市场电商 (阿里或京东) 内销数据

类似于对国产率的讨论, 我们在本文中也梳理了十大新兴产业共计 115 个产业链主要细分环节的市场集中度水平 (中资企业 CR3, 详见图表 17), 并由此统计了十大新兴产业主要环节平均集中度, 结果如下图所示:

- 1) 生物育种集中度最低, 中资 CR3 为 13%, 市场高度分散, 不处于龙头进阶的传统区间。
- 2) 智能汽车、半导体、航空装备的集中度较高, 中资 CR3 超过 70%, 航空装备的高集中度源自国防安全需求 (中航、电工两大集团分担了中国军机的主要供应任务), 或具有持续性, 而智能汽车、半导体则可能是处于集中度 Nike 曲线的拐点前, 具备相应技术的玩家数量较少, 随着后续技术进步, 国产内部竞争可能加剧, 推动中资 CR3 下行。
- 3) 其余六大产业中资 CR3 均在 30-70% 区间内, 即处于前述龙头进阶发生概率较高的区间 (前提是已迈过集中度曲线的拐点)。

图表16: 十大新兴产业链市场集中度水平 (中资企业 CR3)



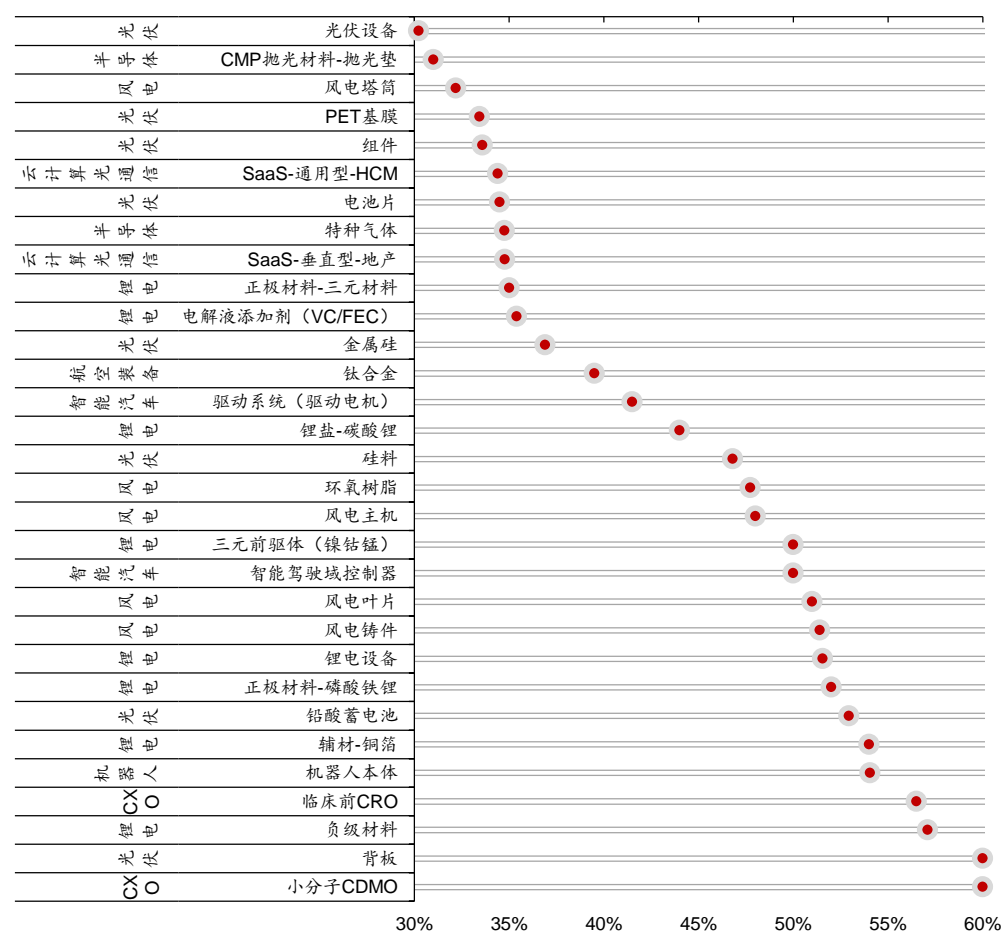
注: 基于产业链主要细分环节的中资 CR3 平均值, 2018 或 2019 或 2020 年年度数据 (不同细分领域数据可得年份不同)

资料来源: Wind, 前瞻产业研究院, 产业信息网, 华经产业研究院, GGII, SMM, IDC, Ofweek, Trendforce, CPIA, Gartner, MIR, Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 华泰研究

115 个主要细分环节中，31 个环节中资 CR3 处于 30-60% 区间，剔除 4 个或处于 Nike 曲线拐点前的产业链细分环节，27 个细分环节有望出现龙头进阶机遇，主要集中在新能源板块——光伏、风电、锂电。此外，在云计算与光通信、CXO、航空装备等产业中，也有细分环节具备龙头进阶潜力。分产业链，将处于龙头进阶高概率区间的细分环节，按照中资 CR3 从低到高排列，结果如下：

- 1) **光伏**：光伏设备、PET 基膜、组件、电池片、金属硅、硅料、铅酸蓄电池、背板
- 2) **风电**：风电塔筒、环氧树脂、风电主机、风电叶片、风电铸件
- 3) **锂电**：三元材料、电解液添加剂（VC/FEC）、碳酸锂、三元前驱体、锂电设备、磷酸铁锂、铜箔、负极材料
- 4) **云计算与光通信**：SaaS-通用型-HCM、SaaS-垂直型-地产
- 5) **CXO**：临床前 CRO、小分子 CDMO
- 6) **航空装备**：钛合金

图表17：新兴产业链细分环节中资 CR3 处于 30-60% 区间的品种



注：2018 或 2019 或 2020 年年度数据（不同细分领域数据可得年份不同）

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业信息网，华经产业研究院，GGII，SMM，IDC，Ofweek，Trendforce，CPIA，Gartner，MIR，Frost & Sullivan，招股说明书，华泰研究

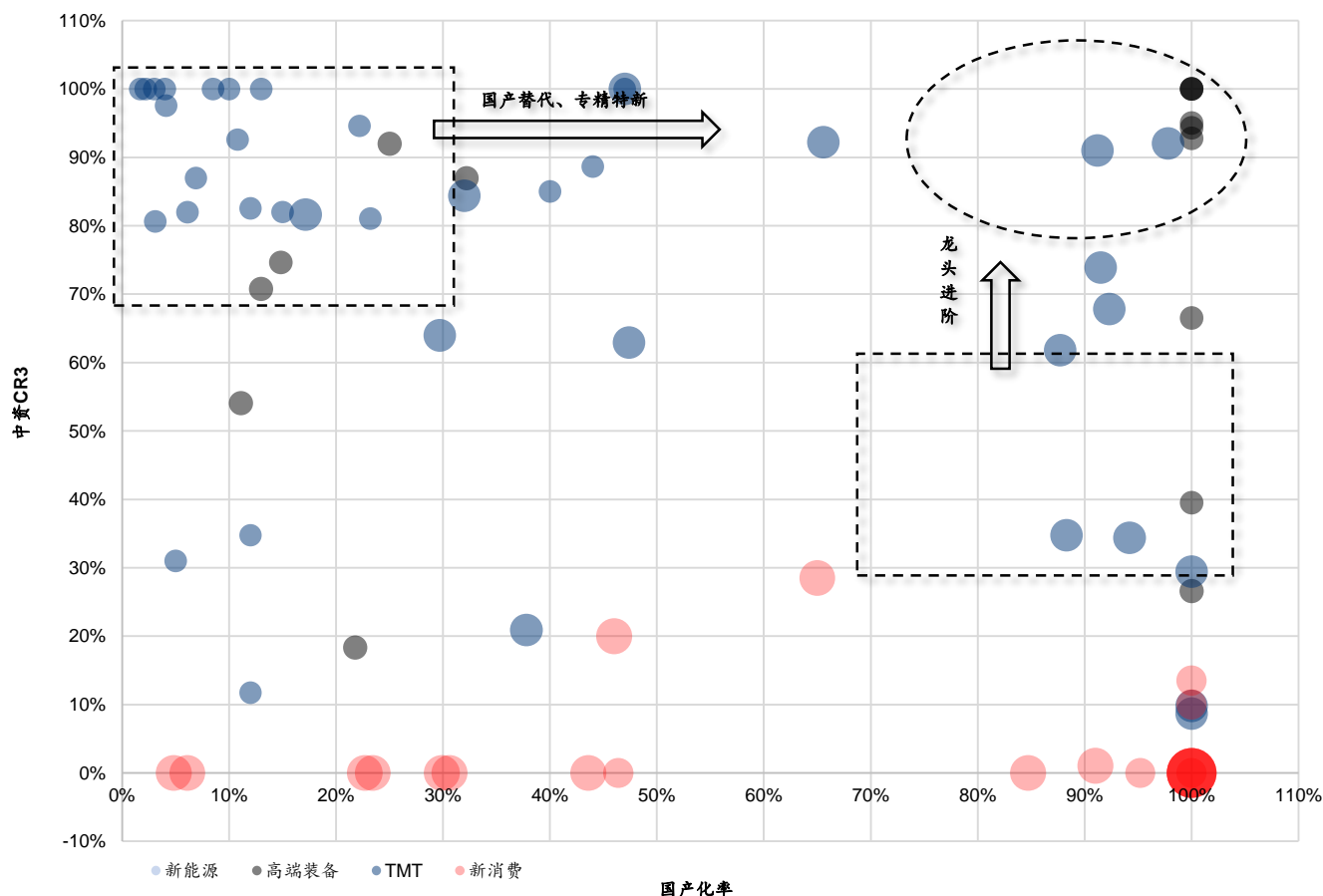
基于“业绩空间”，寻找“专精特新”线索

远期“业绩空间”：国产替代 vs 龙头进阶，双主线品种梳理

国产替代 vs 龙头进阶。国产替代与龙头进阶均带来业绩空间的增厚，但现实中两者较难同时发生（虽然并不是完全互斥），以 115 个新兴产业链细分环节的国产化率、中资 CR3 分布为例（图表 18），大多数细分环节分布在左上和右中两个区域，即高集中度但低国产化率，或高国产化率但集中度一般；逻辑上上述现象也容易理解：低国产化率的领域，具备较强的技术壁垒，玩家少因此集中度高，而高国产化率的领域，技术壁垒相对较低，如果又处于高速增长阶段，将吸引大量国内玩家入局，市场竞争相对激烈。因此，对于前者，远期“业绩空间”的增量贡献主要来自于国产替代，且由于龙头市占率高，替代格局相对清晰，对于后者，远期“业绩空间”的主要来自于龙头进阶。

专精特新本质上就是“格局清晰的国产替代”。730 政治局会议再提“专精特新”小巨人一词，我们认为内涵有三：1) 专（专业）、精（精细）、特（特色）三词对应企业在细分领域具备显著的比较优势和高市占率，2) 新（创新）一词对应企业位于国产替代的关键环节，3) 小巨人一词对应龙头企业当前规模较小，融资需求较大。**高市占率+低国产化率**进一步对应图表 18 中的左上角区域——具备清晰市场格局的国产替代品种。

图表 18：新兴产业链细分环节：国产化率 vs 中资 CR3，按大类产业划分



注：2018 或 2019 或 2020 年年度数据（不同细分领域数据可得年份不同）；气泡大小表征产业链 5 年（2020-2025E）市场规模 CAGR

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业信息网，华经产业研究院，GGII，SMM，IDC，Ofweek，Trendforce，CPIA，Gartner，MIR，Frost & Sullivan，公司招股说明书，华泰研究

图表19： 新兴产业链细分环节“远期业绩空间”对比：考虑“国产替代”与“龙头进阶”

产业链	产业链渗透率	产业链细分环节	国产化率	中资CR3	国产替代后的中资市场空间 (20-25E 市场规模 CAGR)	集中度提升后的中资市场空间 (20-25E 市场规模 CAGR)	产业链	产业链渗透率	产业链细分环节	国产化率	中资CR3	国产替代后的中资市场空间 (20-25E 市场规模 CAGR)	集中度提升后的中资市场空间 (20-25E 市场规模 CAGR)
锂电	11%	锂电设备	90%	52%	34%	39%	云计算通信	12%	内存接口芯片	47%	100%	34%	29%
		锂盐-氢氧化锂	59%	76%	34%	34%			服务器	92%	74%	29%	29%
		锂盐-碳酸锂	100%	44%	34%	40%			交换机	91%	91%	29%	29%
		三元前驱体 (镍钴锰)	100%	50%	34%	39%			路由器	98%	92%	29%	29%
		电解液溶剂 (DMC)	90%	65%	34%	38%			光器件	30%	64%	36%	32%
		电解液溶质 (六氟磷酸锂)	89%	66%	34%	38%			光模块	32%	84%	36%	29%
		电解液添加剂 (VC/FEC)	100%	35%	34%	41%			光纤	47%	63%	34%	33%
		正极材料-磷酸铁锂	100%	52%	34%	39%			IDC (第三方)	100%	29%	29%	29%
		正极材料-三元材料	100%	35%	34%	41%			IaaS	92%	68%	29%	32%
		正极材料-钴酸锂	100%	68%	34%	38%			SaaS-通用型-CRM	38%	21%	35%	29%
		负极材料	100%	57%	34%	39%			SaaS-通用型-HCM	94%	34%	29%	35%
		电解液	100%	62%	34%	38%			SaaS-通用型-财务应用	88%	62%	29%	33%
		隔膜	100%	61%	34%	38%			SaaS-垂直型-医疗	100%	9%	29%	29%
		辅材-铜箔	100%	54%	34%	39%			SaaS-垂直型-地产	88%	35%	29%	35%
		辅材-铝箔	78%	88%	34%	34%			SaaS-垂直型-建筑	66%	92%	29%	29%
		辅材-导电剂 (碳纳米管)	31%	68%	42%	38%			SaaS-垂直型-零售	100%	10%	29%	29%
辅材-粘结剂 (锂电级PVDF)	28%	100%	43%	34%	SaaS-垂直型-酒店	17%	82%	41%	29%				
电芯与Pack	94%	75%	34%	34%	蚀刻机	2%	100%	67%	14%				
光伏	10%	光伏设备	71%	30%	18%	25%	半导体	51%	薄膜沉积设备 (PVD)	3%	100%	52%	14%
		金属硅	100%	37%	18%	24%			清洗设备	4%	98%	46%	14%
		硅料	100%	47%	18%	23%			涂胶显影设备	4%	100%	46%	14%
		硅片	100%	78%	18%	18%			测试设备	9%	100%	33%	14%
		银浆 (光伏正银)	50%	70%	18%	18%			碳化硅	2%	100%	60%	14%
		PET基膜	100%	33%	18%	24%			光刻胶	10%	100%	31%	14%
		电池片	100%	35%	18%	24%			特种气体	12%	35%	28%	20%
		光伏玻璃	100%	72%	18%	18%			CMP抛光材料-抛光液	13%	100%	27%	14%
		EVA胶膜	100%	89%	18%	18%			CMP抛光材料-抛光垫	5%	31%	42%	20%
		背板	100%	60%	18%	22%			IC设计-CIS	11%	93%	30%	14%
		组件	100%	34%	18%	24%			IC设计-存储器 (Nor flash)	23%	81%	22%	14%
		跟踪支架	11%	88%	34%	18%			IC设计-射频芯片 (射频开关)	6%	82%	38%	14%
		光伏逆变器	65%	73%	18%	18%			IC设计-模拟芯片	12%	12%	28%	14%
		铅酸蓄电池	100%	53%	18%	22%			IC设计-EDA软件	12%	83%	28%	14%
		EPC	100%	20%	18%	18%			IC设计-WiFiMCU芯片	40%	85%	19%	14%
		风电	16%	碳纤维	15%	75%			22%	10%	CXO	33%	IC设计-指纹识别芯片
环氧树脂	57%			48%	10%	14%	IC设计-内存接口芯片	47%	100%	18%			14%
风电叶片	100%			51%	10%	14%	IC设计-功率半导体 (IGBT)	3%	81%	52%			14%
风电主机	100%			48%	10%	14%	IC设计-功率半导体 (MOSFET)	15%	82%	26%			14%
风电铸件	100%			51%	10%	14%	IC制造-晶圆代工	7%	87%	36%			14%
风电塔筒	100%			32%	10%	16%	IC封测	22%	95%	23%			14%
海缆	100%			93%	10%	10%	药物发现CRO	100%	87%	25%			25%
稀土永磁	100%			27%	16%	16%	临床前CRO	100%	57%	25%			29%
机器人	20%	伺服系统	13%	71%	30%	16%	智能汽车	5%	临床CRO	46%	26%	30%	25%
		减速器-RV减速器	25%	92%	24%	16%			小分子CDMO	100%	60%	25%	29%
		减速器-谐波减速器	32%	87%	22%	16%			大分子CDMO	95%	92%	25%	25%
		控制器	22%	18%	25%	16%			车载摄像头-镜头	44%	89%	40%	35%
航空装备	6%	机器人本体	11%	54%	32%	20%	生物育种	3%	激光雷达	31%	26%	43%	35%
		高温合金	100%	67%	15%	18%			车载摄像头-CMOS传感器	30%	97%	43%	35%
		钛合金	100%	40%	15%	20%			智能驾驶域控制器	46%	50%	40%	40%
		碳纤维	15%	75%	22%	10%			驱动系统 (驱动电机)	65%	41%	35%	41%
		碳纤维预浸料	100%	100%	15%	15%			高精度地图	91%	69%	35%	38%
		航电系统	100%	100%	15%	15%			中控屏	23%	70%	45%	35%
		机电系统	100%	95%	15%	15%			液晶仪表盘	5%	83%	69%	35%
		航空发动机	100%	93%	15%	15%			HUD-系统集成	6%	98%	64%	35%
航空刹车副	100%	100%	15%	15%	HUD-前挡玻璃	23%	97%	45%	35%				
航空装备整机	100%	94%	15%	15%	人车交互 (语音控制)	85%	85%	35%	35%				
红字 蓝色	~国产替代逻辑 ~龙头进阶逻辑							转基因种子-水稻	100%	15%	67%	67%	
								转基因种子-玉米	100%	4%	67%	67%	
								转基因制种-小麦	100%	2%	67%	67%	
								植物保护产品	100%	17%	67%	67%	
								作物营养品-磷肥	100%	24%	67%	67%	

注：国产化率与中资 CR3 数据为 2018 或 2019 或 2020 年年度数据（不同细分领域数据可得年份不同）

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，产业信息网，华经产业研究院，GGII，SMM，IDC，Ofweek，Trendforce，CPIA，Gartner，MIR，Frost & Sullivan，公司招股说明书，华泰研究

国产替代/专精特新（国产化率<30%且中资 CR3>70%）下的细分品种包括（图表 19）：

- 1) 锂电：PVDF 粘结剂
- 2) 光伏：跟踪支架
- 3) 风电/航空装备：碳纤维（风电与航空装备均是碳纤维重要下游）
- 4) 机器人：伺服系统、RV 减速器
- 5) 云计算与光通信：SaaS-垂直型-酒店
- 6) 半导体：刻蚀机、PVD、清洗设备、涂胶显影设备、测试设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、CIS、存储器、射频芯片、EDA 软件、IGBT、MOSFET、晶圆代工、封测
- 7) 智能汽车：CMOS 传感器、中控屏、液晶仪表盘、HUD 系统集成、HUD 前挡玻璃

龙头进阶（国产化率>70%且中资 CR3 位于 30-60%之间）下的细分品种包括（图表 19）：

- 1) 锂电：锂电设备、碳酸锂、三元前驱体、电解液添加剂、磷酸铁锂、三元材料、负极材料、铜箔
- 2) 光伏：光伏设备、金属硅、硅料、PET 基膜、电池片、组件、铅酸蓄电池
- 3) 风电：叶片、主机、铸件、塔筒
- 4) 航空装备：钛合金
- 5) 云计算与光通信：SaaS-通用型-HCM、SaaS-垂直型-地产
- 6) CXO：临床前 CRO

进一步地，结合产业空间（未来 5 年产业链规模 CAGR）、国产替代空间（假定未来 5 年，国产化率低于 50%的领域，国产化率上升 5pct）或龙头进阶空间（假定未来 5 年，中资 CR3 处于 30-70%区间的品种，中资 CR3 上升 5pct），可以计算出十大新兴产业链的 115 个细分环节，未来 5 年（2021-2025E）在国产替代和龙头进阶两条路径下的远期“业绩空间”，

国产替代路径下远期“业绩空间”较大的品种集中在智能汽车和半导体领域，此外还包括锂电导电剂、锂电 PVDF 粘结剂、光伏跟踪支架、风电与航空装备碳纤维、机器人伺服系统、机器人 RV 减速器、机器人本体、光器件、光模块、SaaS-垂直型-酒店；

龙头进阶路径下远期“业绩空间”较大的品种集中在锂电、云计算与光通信、CXO、智能汽车，此外还包括光伏设备、金属硅、硅料、PET 基膜、光伏电池片、光伏组件、风电塔筒、钛合金、特种气体、CMP 抛光垫。

中期“业绩空间”：进一步聚焦中期能见度高的品种

以产业链细分环节前三大中资龙头 2021-2023E 营收 CAGR 一致预期（Wind）衡量中期的“业绩空间”，结论如下：

静态视角下，2021E-2023E 中资龙头营收 CAGR 超过 40%的中期成长性较高品种包括：

- 1) 锂电：三元前驱体、电解液溶质、电解液添加剂、磷酸铁锂、三元材料、钴酸锂、负极材料、电解液、铜箔、碳纳米管导电剂
- 2) 光伏：光伏正银、PET 基膜、背板、跟踪支架
- 3) 半导体：涂胶显影设备、测试设备、射频芯片、模拟芯片、WiFiMCU 芯片
- 4) 航空装备：航空刹车副
- 5) 机器人：谐波减速器
- 6) CXO：临床前 CRO、大分子 CDMO

图表20： 新兴产业链细分环节“中期业绩空间”对比：基于中资龙头预测营收增速

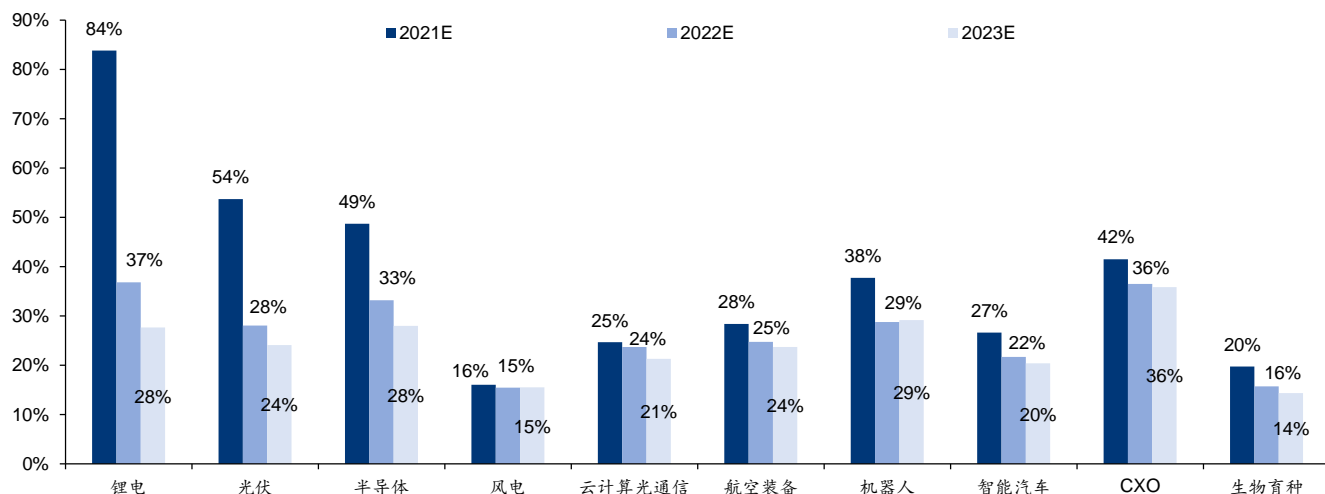
		锂电					光伏					风电				
		细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR
上游		锂电设备	46%	45%	31%	39.7%	光伏设备	50%	33%	29%	37.2%	碳纤维	26%	26%	24%	25.4%
		锂盐-氢氧化锂	75%	31%	29%	39.6%	金属硅	57%	26%	19%	32.7%	环氧树脂	16%	17%	12%	14.8%
		锂盐-碳酸锂	81%	31%	26%	39.4%	硅料	28%	11%	15%	22.0%	风电叶片	15%	10%	13%	12.1%
		三元前驱体（镍钴锰）	84%	34%	28%	45.4%	硅片	79%	23%	19%	37.7%					
		电解液溶剂（DMC）	32%	14%	13%	19.4%	银浆（光伏正银）	84%	43%	50%	58.0%					
		电解液溶质（六氟磷酸锂）	64%	45%	26%	45.3%	PET基膜	72%	53%	25%	48.7%					
		电解液添加剂（VC/FEC）	65%	34%	25%	42.0%										
中游		正极材料-磷酸铁锂	150%	48%	42%	71.9%	电池片	77%	24%	18%	36.3%	风电主机	-3%	11%	13%	5.7%
		正极材料-三元材料	155%	77%	45%	85.3%	光伏玻璃	33%	30%	39%	32.3%	风电铸件	19%	16%	19%	18.1%
		正极材料-钴酸锂	111%	19%	21%	42.0%	EVA胶膜	50%	22%	22%	30.2%					
		负极材料	126%	34%	29%	55.4%	背板	73%	33%	19%	40.4%					
		电解液	64%	35%	28%	53.6%	组件	55%	25%	24%	33.7%					
		隔膜	52%	29%	27%	34.6%	跟踪支架	69%	37%	29%	41.8%					
		辅材-铜箔	101%	37%	31%	53.2%	光伏逆变器	40%	26%	24%	29.2%					
		辅材-铝箔	87%	9%	5%	20.6%	铅酸蓄电池	14%	15%	16%	14.9%					
		辅材-导电剂（碳纳米管）	136%	72%	45%	78.9%	EPC	26%	19%	15%	19.4%					
		辅材-粘结剂（锂电级PVDF）	19%	33%	20%	22.2%										
		电芯与Pack	60%	36%	27%	38.4%										
	半导体					云计算/光通信										
	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR						
TMT	上游	刻蚀机	40%	35%	30%	34.2%	内存接口芯片	36%	44%	31%	31.7%					
		薄膜沉积设备（PVD）	44%	35%	29%	34.7%	服务器	17%	18%	14%	16.6%					
		清洗设备	44%	35%	29%	34.7%	交换机	18%	18%	19%	19.0%					
		涂胶显影设备	94%	52%	41%	62.8%	路由器	14%	14%	13%	13.9%					
		测试设备	74%	41%	34%	47.5%	光器件	20%	19%	18%	19.4%					
		光刻胶	40%	31%	26%	32.1%	光模块	30%	22%	20%	24.0%					
		特种气体	28%	27%	24%	24.8%	光纤	18%	15%	13%	15.3%					
		CMP抛光材料-抛光液	46%	38%	33%	36.2%										
	中游	CMP抛光材料-抛光垫	31%	27%	19%	23.0%										
		IC设计-CIS	40%	26%	23%	29.3%	IDC（第三方）	26%	25%	20%	23.1%					
		IC设计-存储器（Nor flash）	61%	31%	26%	34.1%	IaaS	26%	21%	20%	22.1%					
		IC设计-射频芯片（射频开关）	83%	37%	26%	45.1%	SaaS-通用型-CRM	24%	23%	23%	22.7%					
		IC设计-模拟芯片	70%	42%	32%	46.7%	SaaS-通用型-HCM	20%	20%	14%	18.5%					
		IC设计-WiFiMCU芯片	81%	44%	38%	54.1%	SaaS-通用型-财务应用	22%	24%	23%	22.6%					
		IC设计-指纹识别芯片	4%	16%	25%	15.4%	SaaS-垂直型-医疗	29%	24%	27%	29.2%					
		IC设计-内存接口芯片	36%	44%	31%	31.7%	SaaS-垂直型-地产	30%	30%	30%	28.8%					
		IC设计-功率半导体（IGBT）	46%	35%	32%	35.9%	SaaS-垂直型-建筑	31%	28%	26%	27.2%					
		IC设计-功率半导体（MOSFET）	45%	26%	23%	30.4%	SaaS-垂直型-零售	40%	38%	32%	38.1%					
IC制造-晶圆代工	36%	22%	18%	24.5%	SaaS-垂直型-酒店	16%	18%	19%	18.3%							
IC封装	31%	20%	18%	22.8%												
	航空装备					机器人										
	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR						
高端装备	上游	高温合金	26%	24%	25%	25.4%	稀土永磁	28%	22%	41%	33.7%					
		钛合金	26%	26%	22%	24.0%										
		碳纤维	26%	26%	24%	25.4%										
		碳纤维预浸料	35%	32%	29%	31.3%										
	中游	航电系统	17%	14%	18%	16.5%	伺服系统	41%	28%	26%	31.7%					
		机电系统	16%	17%	18%	17.9%	减速器-RV减速器	31%	21%	18%	23.0%					
		航空发动机	26%	26%	26%	25.7%	减速器-谐波减速器	57%	52%	45%	50.9%					
		航空刹车副	63%	36%	33%	41.5%	控制器	27%	21%	18%	22.0%					
航空装备整机	20%	21%	19%	19.8%	机器人本体	41%	28%	26%	31.7%							
	智能汽车					CXO					生物育种					
	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	细分环节	21E	22E	23E	3年CAGR	
新消费	上游	车载摄像头-镜头	25%	20%	19%	20.4%	药物发现CRO	34%	32%	31%	31.6%	转基因种子-水稻	24%	16%	15%	18.2%
		车载摄像头-CMOS传感器	40%	26%	23%	29.3%	临床前CRO	60%	47%	41%	50.5%	转基因种子-玉米	22%	18%	14%	18.7%
		驱动系统（驱动电机）	24%	23%	19%	21.6%										
	中游	高精度地图	21%	20%	17%	19.1%	临床CRO	33%	31%	30%	30.6%	作物营养品-磷肥	14%	7%	7%	9.4%
		中控屏	31%	26%	22%	25.7%	小分子CDMO	33%	31%	31%	31.7%					
		液晶仪表盘	29%	25%	22%	24.0%	大分子CDMO	47%	41%	47%	44.6%					
		HUD-系统集成	29%	23%	23%	26.6%										
HUD-前挡玻璃	22%	17%	16%	17.6%												
人车交互（语音控制）	25%	23%	22%	23.1%												

注：细分环节营收增速预测基于 Top3 中资龙头（仅包含已上市的公司），基于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

动态视角下，2021 年，锂电、光伏、半导体产业链各细分环节营收增速较高，具备业绩比较优势，与年初至今市场表现基本一致；2022-2023 年，锂电、光伏、半导体细分环节营收增速仍然较高，但业绩比较优势弱化，航空装备、机器人、CXO 各细分环节的营收增速与锂电、光伏、半导体相比不处于明显下风，此外，风电的碳纤维，云计算的内存接口芯片、各类 SaaS 在 2022-2023 期间的相对增速也有望边际强化。

图表21： 新兴产业龙头营收增速：22E-23E CXO、航空装备、机器人营收增速不逊于锂电、光伏、半导体



资料来源：Wind，华泰研究；基于产业链主要细分环节均值，龙头为市占率前三大龙头，基于 Wind 一致预期

整合思路，“专精特新”小巨人≈“三高两低”

基于上述讨论，我们认为，“空间”视角下，“专精特新”小巨人应当具备以下几个条件，可归纳为“三高两低”：

- 1) 高远期业绩空间：处于政策支持的新兴产业链某一细分领域
- 2) 细分领域高市占率：中资 CR3>70%
- 3) 细分领域低国产化率：国产化率<30%
- 4) 中小盘股票：总市值<300 亿
- 5) 高中期业绩空间：2021-2023E 年复合营收增速>25%

基于以上标准，我们筛选结果如下，在新能源板块中，关注光伏支架、碳纤维；在 TMT 板块中，关注涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件；在高端装备板块中，关注碳纤维、航空刹车副；在新消费板块中，关注智能汽车的 HUD 系统集成。

新能源：光伏支架、碳纤维

图表22：基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——新能源板块

	细分环节	基于“三率”的远期空间			中期空间	新股机会	“龙1”年初至今股价涨幅	“龙1”总市值(亿)
		渗透率	国产化率	市占率				
新能源	锂电	锂电设备	加速期	龙头进阶	3年复合营收增速>25%		44%	1,179
		锂盐-氢氧化锂			3年复合营收增速>25%		94%	2,647
		锂盐-碳酸锂		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		235%	1,942
		三元前驱体(镍钴锰)		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		96%	911
		电解液溶剂(DMC)				✓	476%	586
		电解液溶质(六氟磷酸锂)			3年复合营收增速>25%		128%	1,330
		电解液添加剂(VC/FEC)		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		74%	119
		正极材料-磷酸铁锂		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		145%	366
		正极材料-三元材料		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		143%	560
		正极材料-钴酸锂			3年复合营收增速>25%		76%	417
		负极材料		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		92%	1,065
		电解液			3年复合营收增速>25%		128%	1,330
		隔膜			3年复合营收增速>25%		97%	2,490
		辅材-铜箔		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		113%	275
		辅材-铝箔					144%	180
		辅材-导电剂(碳纳米管)			3年复合营收增速>25%		158%	370
		辅材-粘结剂(锂电级PVDF)		国产替代			281%	403
		电芯与Pack			3年复合营收增速>25%		45%	11,820
	光伏	光伏设备	加速期	龙头进阶	3年复合营收增速>25%		139%	923
		金属硅		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		583%	2,442
		硅料		龙头进阶			50%	2,583
		硅片			3年复合营收增速>25%		38%	4,916
		银浆(光伏正银)			3年复合营收增速>25%	✓	72%	119
		PET基膜		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		121%	159
		电池片		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		50%	2,583
		光伏玻璃			3年复合营收增速>25%		-13%	1,278
		EVA胶膜			3年复合营收增速>25%		114%	1,445
		背板			3年复合营收增速>25%		-15%	131
		组件		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		-28%	135
		跟踪支架		国产替代	3年复合营收增速>25%		21%	280
		光伏逆变器			3年复合营收增速>25%		107%	2,173
		铅酸蓄电池		龙头进阶			-3%	569
		EPC					107%	2,173
	风电	碳纤维	加速期	国产替代	3年复合营收增速>25%	✓	43%	118
		环氧树脂					51%	70
		风电叶片		龙头进阶			22%	484
		风电主机		龙头进阶			0%	569
		风电铸件		龙头进阶			12%	325
		风电塔筒		龙头进阶			49%	222
		海缆					-26%	244

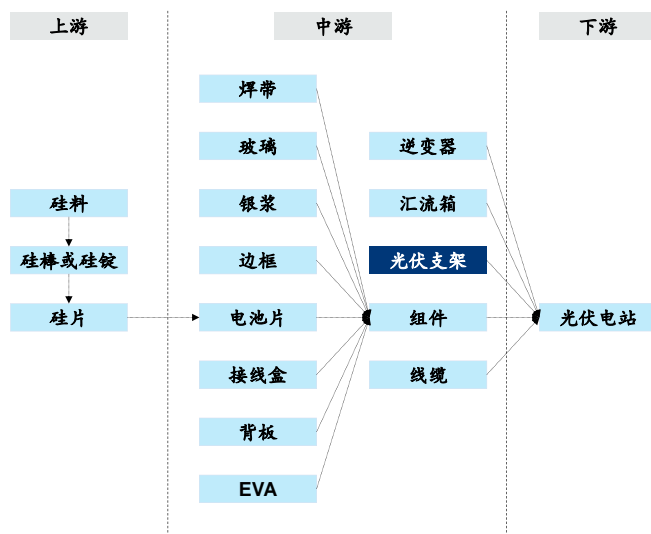
注：细分环节营收增速预测基于Top3中资龙头（仅包含已上市的公司，基于2018-2020的市占率），基于Wind一致预期，预测数据截至2021年9月1日

资料来源：Wind，华泰研究

光伏支架。光伏支架位于中游，与组件、线缆、逆变器、汇流箱等环节并列，2019年全球主要光伏支架供应商中，外资厂商 Nextracker、Array Technologies、PV Hardware 列前三位，中资企业仅中信博（市占率 6%）、Nclave（被天合光能收购，市占率 4%）进入全球龙头企业行列。远期空间：若国产化率从 11%提升至 16%（+5pct），中资光伏支架企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 34%；中期空间：根据 Wind 一致预期，光伏支架龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 42%。

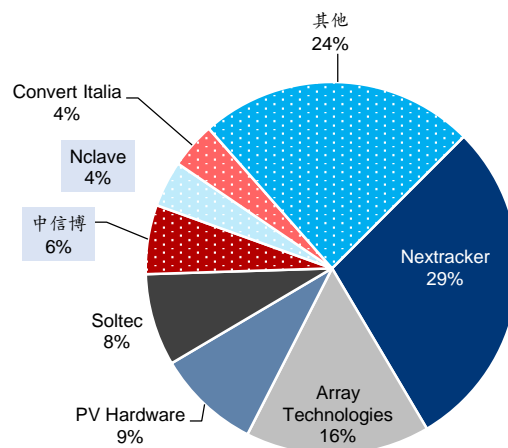
驱动力层面，除全球光伏产业链的内生增长、国产化率提升外，随着跟踪支架的稳定性提升和成本下降，跟踪支架在光伏电站的渗透率亦有望提升，根据 GTM Research，全球光伏跟踪支架在电站渗透率有望从 2017 年的 16%提升到 2023 年的 42%。

图表23：光伏支架所处产业链位置



资料来源：中信博招股书，华泰研究

图表24：光伏支架全球市场竞争格局（2019）

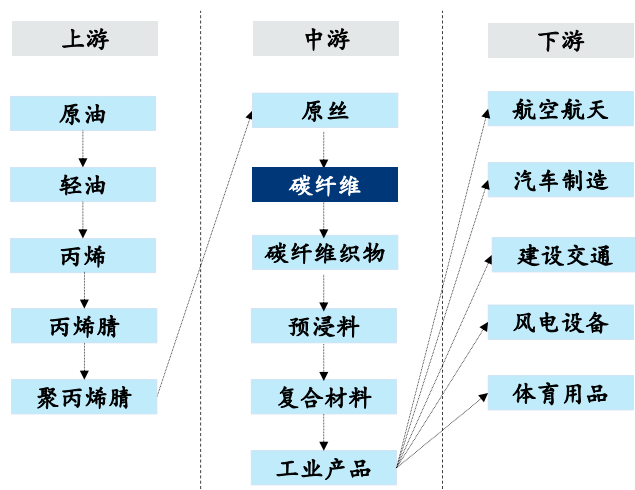


资料来源：中信博招股书，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司（Nclave 被天合光能收购）

碳纤维。碳纤维位于风电上游，对应下游产品为风电叶片，2019 年全球主要碳纤维供应商中，日本东丽+卓尔泰克市占率处于绝对领先地位，德国西格里、日本三菱分列二、三位，中资企业中，中复神鹰（市占率 5%）、恒神股份（3%）、光威复材（3%）进入全球龙头企业行列。远期空间：若国产化率从 15% 提升至 20%（+5pct），中资碳纤维企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 22%；中期空间：根据 Wind 一致预期，碳纤维龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 25%。

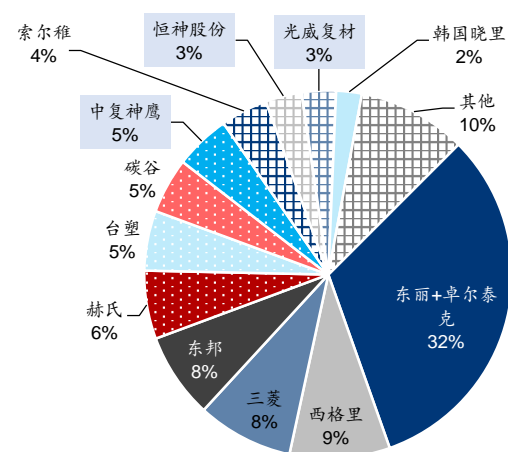
驱动力层面，1）风电产业链市场规模扩张，带动风电叶片及上游碳纤维的需求；2）航空装备产业链市场规模扩张，带动航空机体材料及上游碳纤维的需求；3）氢能产业链市场规模扩张，带动储氢瓶及上游碳纤维的需求；4）国产化率提升。

图表25：碳纤维所处产业链位置



资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究

图表26：碳纤维全球市场竞争格局（2020）



资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司

TMT：涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件

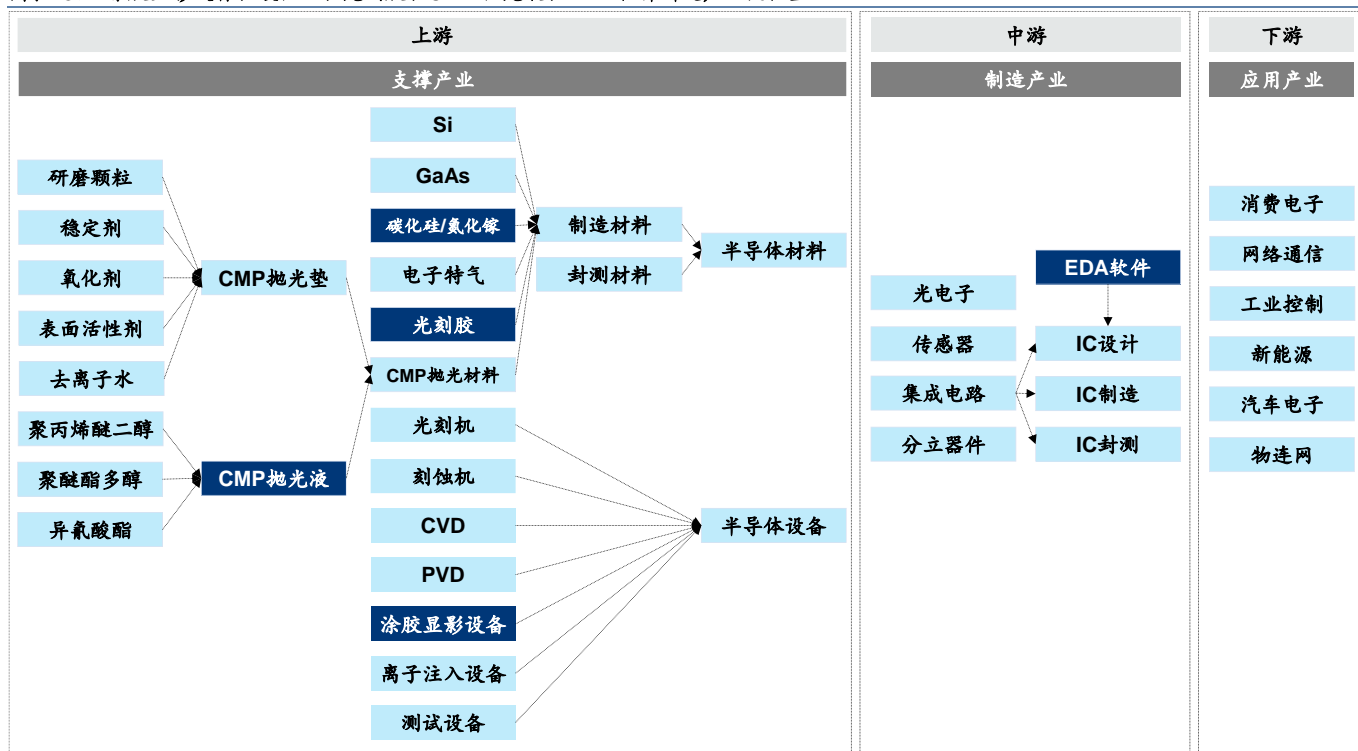
图表27：基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——TMT 板块

	细分环节	基于“三率”的远期空间			中期空间	新股机会	“龙1”年初至今股价涨幅	“龙1”总市值(亿)
		渗透率	国产化率	市占率				
TMT	云计算通信	加速期			3年复合营收增速>25%		-29%	666
							13%	440
							19%	692
							19%	692
							-16%	168
							-29%	258
							-6%	133
							-40%	670
							-33%	28,159
							-17%	37,291
				龙头进阶			13%	440
							-19%	1,156
					3年复合营收增速>25%		-22%	293
				龙头进阶	3年复合营收增速>25%		-46%	420
					3年复合营收增速>25%		-23%	713
					3年复合营收增速>25%		-22%	233
			国产替代				-22%	259
	半导体	加速期	国产替代		3年复合营收增速>25%		10%	1,068
			国产替代		3年复合营收增速>25%		116%	1,936
			国产替代		3年复合营收增速>25%	✓	116%	1,936
			国产替代		3年复合营收增速>25%		121%	191
			国产替代		3年复合营收增速>25%		69%	387
			国产替代			✓		
			国产替代		3年复合营收增速>25%		158%	166
							-6%	137
			国产替代		3年复合营收增速>25%		-14%	137
							20%	212
			国产替代		3年复合营收增速>25%		15%	2,311
			国产替代		3年复合营收增速>25%		25%	1,166
			国产替代		3年复合营收增速>25%		27%	1,346
					3年复合营收增速>25%		84%	759
			国产替代			✓		
					3年复合营收增速>25%		47%	174
							-31%	492
					3年复合营收增速>25%		-29%	666
			国产替代		3年复合营收增速>25%		63%	626
			国产替代		3年复合营收增速>25%		30%	1,069
			国产替代				0%	2,327
			国产替代				-21%	595

注：细分环节营收增速预测基于 Top3 中资龙头（仅包含已上市的公司，基于 2018-2020 的市占率），基于 Wind 一致预期，预测数据截至 2021 年 9 月 1 日

资料来源：Wind，华泰研究

图28：涂胶显影设备、碳化硅、光刻胶、CMP 抛光液、EDA 软件所处产业链位置

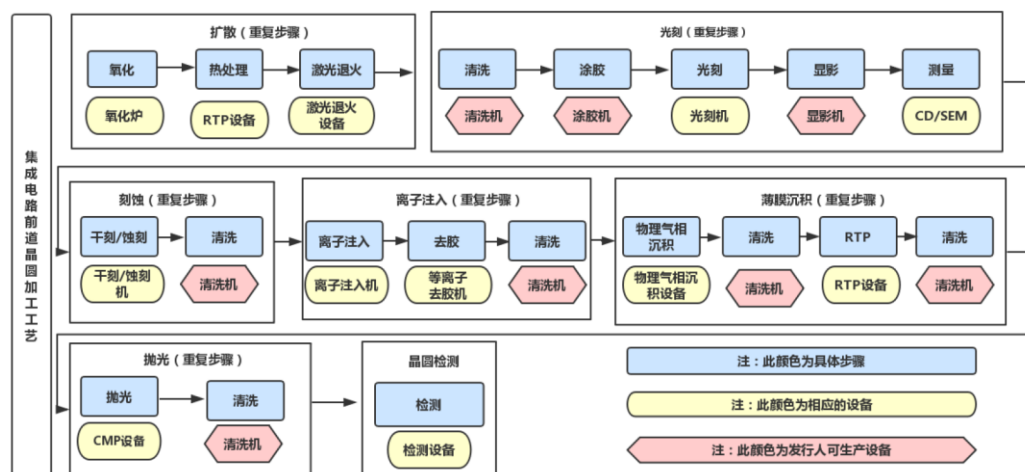


资料来源：芯源微招股书，华泰研究

涂胶显影设备。涂胶显影设备为半导体设备的细分品类，位于半导体产业链的上游（支撑产业），涂胶显影设备既用于半导体晶圆制造（光刻环节），也用于半导体封测（涂胶、显影环节）、OLED 制造（光刻环节）。2019 年中国主要涂胶显影设备供应商中，东京电子处于垄断地位，市占率高达 91%，其次为日本迪恩士（市占率 5%）和中资企业芯源微（4%）。远期空间：若国产化率从 4% 提升至 9%（+5pct），中资涂胶显影设备企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 46%；中期空间：根据 Wind 一致预期，涂胶显影设备龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 63%。

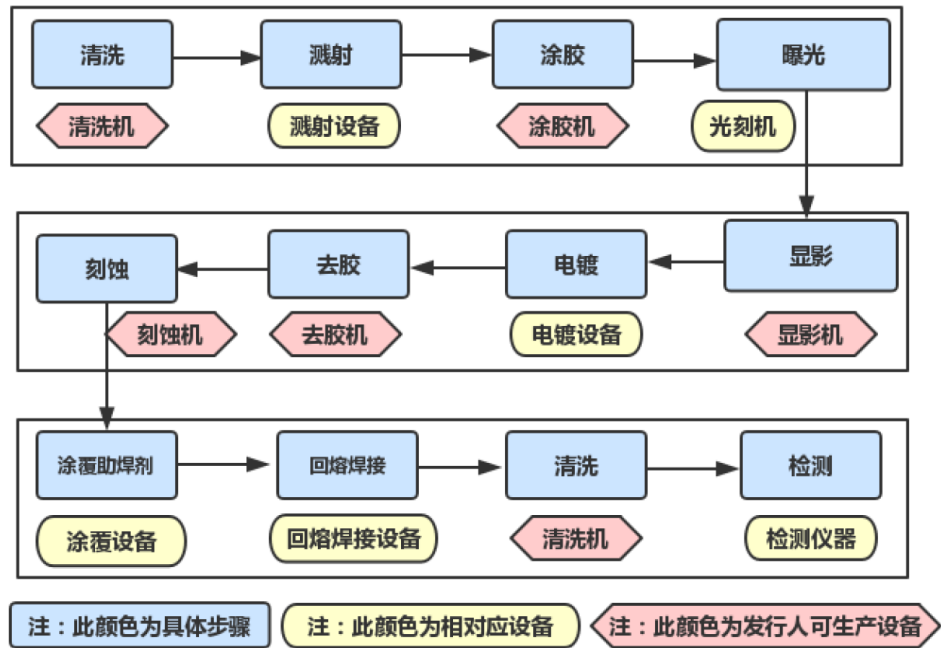
驱动力层面，1）半导体产业链规模扩张带动涂胶显影设备需求，2）AR/VR 产业链规模扩张，带动 OLED（尤其是硅基 OLED）及其上游涂胶显影设备的需求。3）国产化率提升。

图29：半导体晶圆制造流程与对应的设备



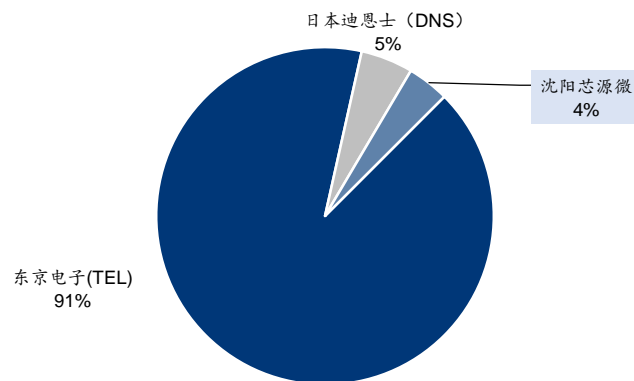
资料来源：芯源微招股书，华泰研究

图表30： 半导体封测流程与对应的设备



资料来源：芯源微招股书，华泰研究

图表31： 涂胶显影设备中国市场竞争格局（2019）



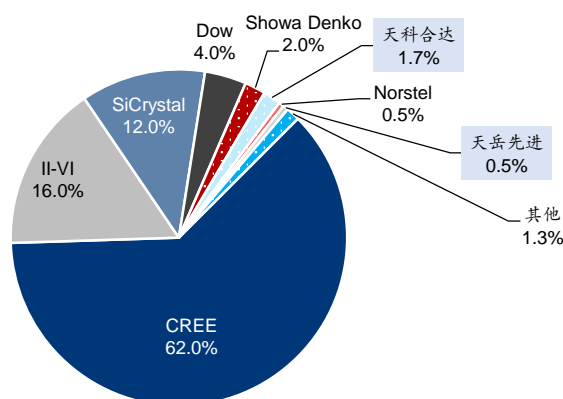
资料来源：华经产业研究院，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司

碳化硅。碳化硅为半导体制造材料中衬底材料的一种，与氮化镓等并称为第三代半导体材料，位于半导体产业链的上游（支撑产业）。与第一、二代硅基半导体材料的差异是，第三代半导体材料能较大提高能量转换效率。以光伏逆变器为例，根据芯源微招股书，传统硅基逆变器成本约占系统总成本的 10%，却是系统能量损耗的主要来源之一，使用碳化硅 MOSFET 或碳化硅 MOSFET 与碳化硅 SBD 结合的功率模块的光伏逆变器，转换效率可从 96% 提升至 99% 以上，能量损耗降低 50% 以上，设备循环寿命提升 50 倍。

2018 年全球主要导电型碳化硅供应商中，科瑞 CREE 处于绝对领先地位，市占率高达 62%，其次为贰陆 II-VI（市占率 16%）和罗姆子公司 SiCrystal（12%），国内厂商仅天科合达（1.7%）和天岳先进（0.5%）两家进入全球前列。远期空间：若国产化率从 2% 提升至 7%（+5pct），中资碳化硅企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 60%。

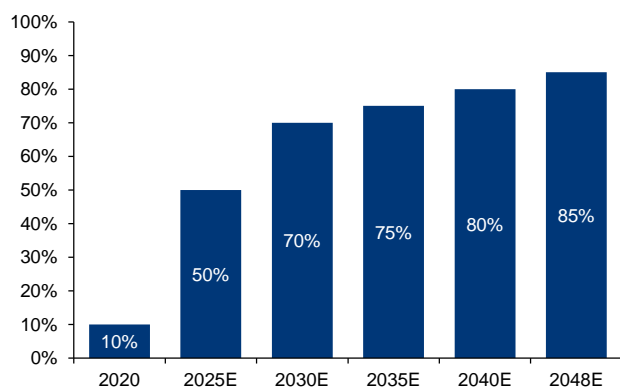
驱动力层面，1）半导体产业链规模扩张带动衬底材料需求，2）为追求更高的能量转换效率，第三代半导体材料在功率器件中的渗透率有望逐步提升，3）国产化率提升。

图表32：导电型碳化硅全球市场竞争格局（2018）



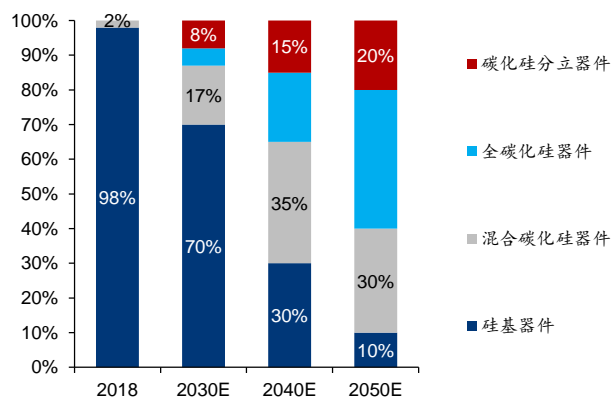
资料来源：Yole，天科合达招股书，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司

图表33：碳化硅功率器件在光伏逆变器中的渗透率有望逐步提升



资料来源：CASA，天科合达招股书，华泰研究

图表34：碳化硅功率器件在轨道交通中的渗透率有望逐步提升

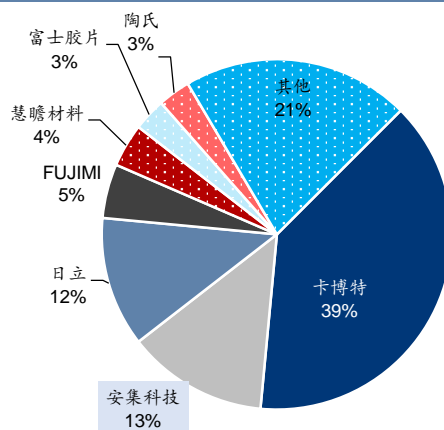


资料来源：CASA，天科合达招股书，华泰研究；

光刻胶。光刻胶为半导体制造材料中的核心部分，位于半导体产业链的上游（支撑产业），其下游除半导体外，还包括 PCB、LCD 等。光刻胶属于高技术壁垒材料，生产工艺复杂，纯度要求高，需要长期 Know-how 积累，根据前瞻研究院 2018 年数据，半导体光刻胶领域，市场份额基本被日本（Tok、JSR 等）和美国企业（杜邦等）瓜分，中国在部分细分工艺上（G/I 线半导体光刻胶）实现约 10% 的国产化率水平，已经量产的产能基本集中在晶瑞股份和北京科华（彤程新材参股）两家，整体产能与世界先进水平仍有 2-3 代的差距，国产替代之路任重道远。远期空间：若国产化率从 10% 提升至 15%（+5pct），中资光刻胶企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 31%。中期空间：根据 Wind 一致预期，光刻胶龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 32%。

CMP 抛光液。CMP 抛光液为半导体制造材料中 CMP 抛光材料的重要组成，位于半导体产业链的上游（支撑产业）。2018 年中国主要 CMP 抛光液供应商中，卡博特处于绝对领先地位，市占率达 39%，中资企业仅安集科技一家进入主要供应商，市占率为 13%。远期空间：若国产化率从 13% 提升至 18%（+5pct），中资 CMP 抛光液企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 27%；中期空间：根据 Wind 一致预期，中资 CMP 抛光液龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 36%。

图表35：CMP 抛光液国内市场竞争格局（2018）

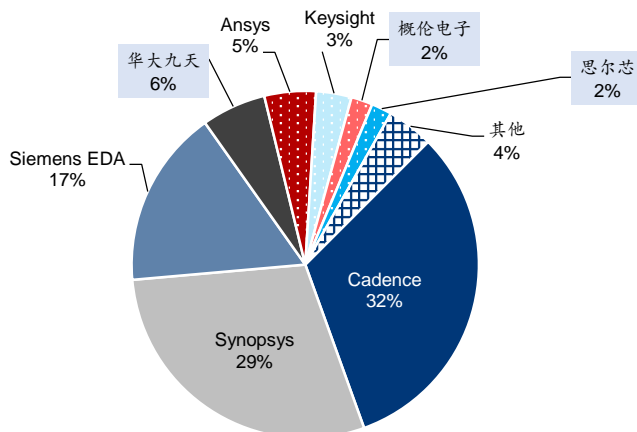


资料来源：华经产业研究院，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司

EDA 软件。EDA（Electronic Design Automation，电子设计自动化）是指利用计算机软件完成大规模集成电路的设计、仿真、验证等流程的设计方式，位于半导体产业链上游（支撑产业），也是工业软件的一大重要门类。2020 年中国主要 EDA 软件供应商中，楷登电子 Cadence、新思科技 Synopsys、西门子 EDA 外资三巨头处于第一梯队，三者合计市占率高达 78%，中资企业中，华大九天（市占率 6%）、概伦电子（2%）、思尔芯（2%）进入主要供应商行列。远期空间：若国产化率从 12%提升至 17%（+5pct），中资 EDA 软件企业 5 年（2021-2025E）年化营收增速有望达到 28%。

驱动力方面，全球半导体产业链市场规模的扩张、国产化率的提升外，EDA 软件市场规模增长的推动力还包括：摩尔定律驱动下芯片复杂度提升带来的设计工具算力需求增加、晶圆工艺制程提升对制造类工具要求增加、先进封装技术创新带来的 EDA 工具应用需求提升、产权保护力度的增加等。

图表36：EDA 软件国内市场竞争格局（2020）



资料来源：赛迪智库，华大九天招股书，华泰研究

高端装备：碳纤维、航空刹车副

图表37：基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——高端装备板块

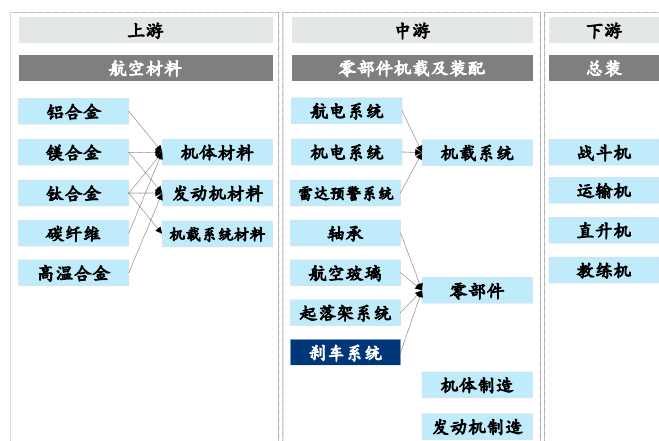
	细分环节	基于“三率”的远期空间			中期空间	新股机会	“龙1”年初至今股价涨幅	“龙1”总市值(亿)
		渗透率	国产化率	市占率				
高端装备	机器人	稀土永磁			3年复合营收增速>25%		37%	137
		伺服系统	国产替代		3年复合营收增速>25%	✓	21%	1,968
		减速器-RV减速器	国产替代				262%	205
		减速器-谐波减速器			3年复合营收增速>25%		20%	211
		控制器					-12%	169
		机器人本体			3年复合营收增速>25%		9%	281
	航空装备	高温合金			3年复合营收增速>25%		74%	511
		钛合金		龙头进阶			2%	248
		碳纤维	国产替代		3年复合营收增速>25%	✓	43%	118
		碳纤维预浸料	国产替代		3年复合营收增速>25%		22%	508
		航电系统	国产替代				1%	380
		机电系统	国产替代				15%	507
		航空发动机	国产替代		3年复合营收增速>25%		6%	1,674
		航空刹车副	国产替代		3年复合营收增速>25%		6%	308
		航空装备整机	国产替代				-18%	830

注：细分环节营收增速预测基于 Top3 中资龙头（仅包含已上市的公司，基于 2018-2020 的市占率），基于 Wind 一致预期，预测数据截至 2021 年 9 月 1 日
 资料来源：Wind，华泰研究

航空刹车副。刹车副是用于飞机起落滑行刹车制动的装置，是飞机安全运行的重要保证，与发动机并列列为飞机 A 类关键性部件，位于航空装备产业链中游。国内军机的主要航空刹车副供应商包括西安制动（市占率 65%）、北摩高科（27%）、博云新材（8%），但在民用航空领域，中资企业尚未切入主要供应链，市场主导者为美国 Honeywell、B.F.Goodrich、ABS（Aircraft Braking System），法国 Messier-Bugatti、英国 Dunlop 五家企业。根据 Wind 一致预期，中资航空刹车副龙头三年（2021-2023E）年化营收增速有望达 42%。

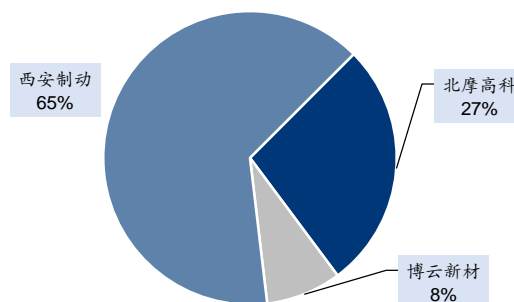
驱动力方面，1）国防现代化：人均国防开支增加带来的军机装备市场空间，2）民航工业化：民用航空领域的市场空间+广阔的国产替代机会。

图表38：航空刹车副所处产业链位置



资料来源：北摩高科招股书，华泰研究

图表39：航空刹车副国内市场竞争格局（2019，军用航空）



资料来源：华经产业研究院，华泰研究；蓝色底色为中国大陆公司

新消费：HUD 系统集成

图表40：基于“业绩空间”视角的产业链环节综合比较——新消费板块

	细分环节	基于“三率”的远期空间			中期空间	新 股 机 会	“龙1” 年初至 今股价 涨幅	“龙1”总 市值（亿）
		渗透率	国产化率	市占率				
新消费	C X O	药物发现CRO	加速期		3年复合营收增速>25%		16%	3,801
		临床前CRO		龙头进阶	3年复合营收增速>25%		93%	503
		临床CRO			3年复合营收增速>25%		-15%	1,164
		小分子CDMO			3年复合营收增速>25%		16%	3,801
		大分子CDMO			3年复合营收增速>25%		13%	4,096
	智能汽车	车载摄像头-镜头	导入期				30%	2,006
		激光雷达				✓		
		车载摄像头-CMOS传感器		国产替代	3年复合营收增速>25%		15%	2,311
		智能驾驶域控制器					-6%	122
		驱动系统（驱动电机）					48%	7,224
		高精度地图					-40%	3,546
		中控屏		国产替代	3年复合营收增速>25%		9%	501
		液晶仪表盘		国产替代			9%	501
		HUD-系统集成		国产替代	3年复合营收增速>25%		56%	198
		HUD-前挡风玻璃		国产替代			-1%	1,168
		人车交互（语音控制）					29%	1,211
	生物育种	转基因种子-水稻	导入期				-2%	255
		转基因种子-玉米					-18%	160
		转基因制种-小麦					-21%	51
		植物保护产品					0%	155
		作物营养品-磷肥					0%	375

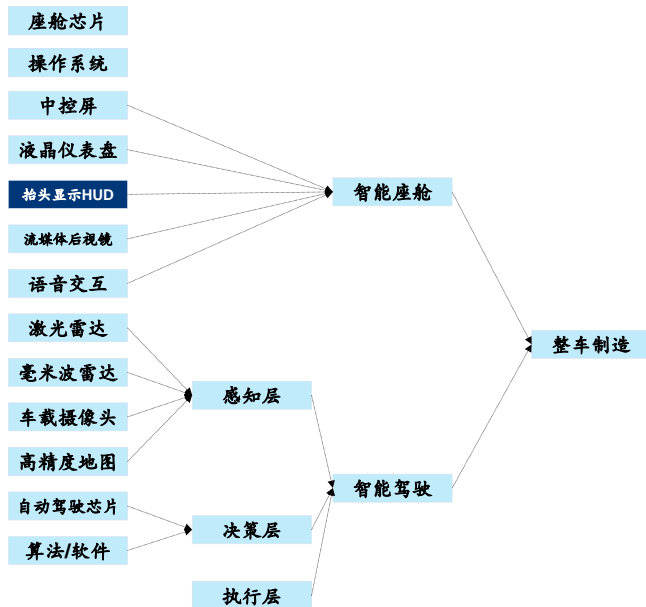
注：细分环节营收增速预测基于 Top3 中资龙头（仅包含已上市的公司，基于 2018-2020 的市占率），基于 Wind 一致预期，预测数据截至 2021 年 9 月 1 日

资料来源：Wind，华泰研究

HUD 系统集成。HUD（Heads-up Display，抬头显示）是智能汽车产业链中，智能座舱域的关键创新型硬件，通过将重要的行车信息实时显示在前挡风玻璃上，避免因驾驶员低头、转移视线等带来安全隐患。2020 年中国主要 HUD 供应商中，日本精机、德国大陆、日本电装三大外资厂商处于第一梯队，合计市占率高达 80%，中资企业中，江苏泽景（市占率 4%）和华阳集团（2%）进入主要供应商行列。远期空间：若国产化率从 6%提升至 11%（+5pct），中资 HUD 集成企业 5 年（2021-2025E）在该业务领域的年化营收增速有望达到 64%；中期空间：根据 Wind 一致预期，HUD 集成龙头三年（2021-2023E）预测年化营收增速为 27%。

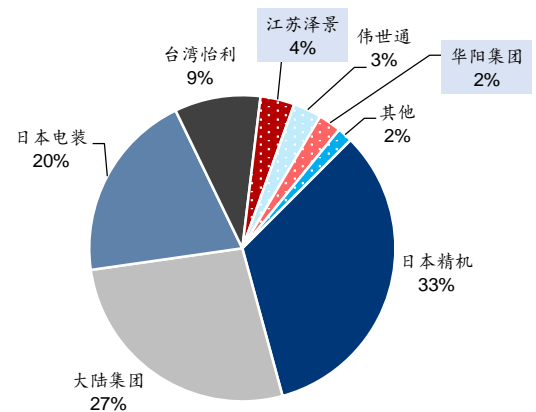
驱动力方面，1) 电动车与智能汽车产业链规模的扩张，带动 HUD 需求提升；2) 国产化率提升；3) 未来 HUD 或将沿着 C-HUD(Combiner HUD)→W-HUD(Windshield HUD)→AR-HUD 路径演化，在 AR-HUD 领域有布局先发优势的中资厂商的优势有望扩大。

图表41: HUD 所处产业链位置



资料来源: iFind, 华泰研究

图表42: HUD 国内市场竞争格局 (2020)



资料来源: 高工智能汽车研究院, 华泰研究; 蓝色底色为中国大陆公司

风险提示

- 1) 全球或国内经济超预期下行: 全球央行宽松政策退出之际, 经济动能放缓的担忧可能加深, 若海外或国内经济下行风险加大, 可能对市场风险偏好造成较强冲击;
- 2) 流动性超预期收紧: 过去一年美股散户明显增加、杠杆率升高, 若流动性政策早于市场预期而收紧、通胀上行压力超出市场预期, 则美股波动大概率明显增大, 对 A 股、港股形成联动影响;
- 3) 产业政策发生重大变化: 文中筛选的产业链均为政策鼓励方向, 若产业政策取向发生重大变化, 可能导致产业链空间及发展趋势与预期差异较大。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、王以，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张馨元、王以本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司