

2020 年 05 月 26 日

# 容忍度提升&宽松政策共振，机会在哪儿

## 两会点评

### 两会时刻

近日两会于 5 月 21 日~22 日在京召开，李克强总理做《2020 年政府工作报告》。

### 主要观点：

▶ 尽管目标容忍度提升，政策组合更加宽松，但仍追求高质量发展，经济有望持续经历同比下行中的环比改善

2020 年政府工作报告首度未提经济增长指引目标，在就业、物价、单位国内生产总值能耗等方面的目标指引的容忍度显著提升。与此同时，财政政策和货币政策都在边际上更加宽松。我们判断：中国宏观经济将经历中短周期的下行阶段，但相对他国仍具吸引力，预计环比数据将出现显著改善。

▶ 中小新兴板块将持续占优，次新及未来在注册制下将要发行的新股或是重要超额收益来源

流动性相对宽松、整体利润下行的大背景下，体现未来发展动力的中小新兴板块有望持续占优。更值得一提的是，注册制红利将进一步释放，次新股及未来将要发行的新股因研究预期差相对明显而成为非常重要的超额收益来源。

▶ 首提技术和数据要素市场建设，数据将成为下一轮经济增长核心引擎

两会首次以政府工作报告形式提出：培育技术与数据市场，数据将成为下一轮经济增长的核心引擎。看好基于数据要素的商业模式重构及价值释放，典型受益标的如易华录等。

▶ 基于互联网的新业态、政务信息共享、新基建、全球供应链重构驱动的上游材料及设备、节能环保等有望显著受益

推荐组合：长阳科技、嘉必优、鸿泉物联、三达膜、开普云、佳华科技、嘉元科技等。

### 风险提示

疫情对宏观及产业影响的不确定性风险、系统性风险等。

### 分析师

分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系人：李化

邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲

邮箱：yulf@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 政策目标容忍度显著提升，经济下行但环比向好	4
2. 政策组合：财政&货币政策更加积极，但理性务实	5
3. 市场判断：注册制红利&充裕流动性，中小成长仍将占优	6
3.1. 注册制将在创业板进行试点，中小成长仍将占优	6
3.2. 静待两会后的中小创个股机会	7
4. 投资建议：小市值科创板个股最具吸引力	10
4.1. 长阳科技：迭代创新&国产化加速，新业务布局显著加速	11
4.2. 鸿泉物联：中轻卡 OBD&渣土车物联网共振，实现高增长	13
4.3. 嘉必优：技术&客户双轮驱动，营养素平台提供商属性显现	15
4.4. 三达膜：基于膜技术和大项目的备件&运营转型在路上	16
4.5. 开普云：技术为基的政务互联&大数据平台建维领先者	19
4.6. 嘉元科技：工艺致胜&资本密集的锂电池铜箔头部供应商	21
4.7. 佳华科技：核心技术为基&多场景协同的高增长环保物联网方案商	23
5. 风险提示	26

## 图表目录

图 1 近 15 年两会前单月各板块涨跌幅中位数 (%)	9
图 2 近 15 年两会前单月各板块上涨概率 (%)	9
图 3 近 15 年两会期间各板块涨跌幅中位数 (%)	9
图 4 近 15 年两会期间各板块上涨概率 (%)	9
图 5 近 15 年两会后单月各板块涨跌幅中位数 (%)	10
图 6 近 15 年两会后单月各板块上涨概率 (%)	10
图 7 上证指数、中小板指数与创业板指数对比图	10
图 8 次新股指数变动趋势统计	10
图 9 围绕国家发展战略，布局新兴产业	12
图 10 人在回路的智能增强驾驶技术	14
图 11 行驶记录仪示意图	14
图 12 嘉必优：基于核心生物技术的多营养素平台型公司	16
图 13 三达膜公司主要膜材料类型	18
图 14 三达膜公司主要膜组件产品	18
图 15 三达膜公司主要膜设备产品	18
图 16 三达膜主要污水处理厂分布图	18
图 17 开普云发展历程	20
图 18 开普云核心技术、业务支撑平台和产品服务体系	20
图 19 嘉元科技产品演进图	22
图 20 智能配电产品示意图	25
图 21 脱硫节能优化系统示意图	25
图 22 生态环境大数据平台示意图	25
图 23 城市降尘复杂场景智能识别	25
表 1 2019 和 2020 政策工作目标比较	4
表 2 十三五规划的重要目标任务	5
表 3 2019 和 2020 宏观政策组合比较	6
表 4 潜在受益个股整理	7
表 5 近十五年历次两会前后上证综指统计	8
表 6 华西中小市值科创板个股组合整理表	11

表 7 2020-2022 长阳科技营收及盈利预测.....	13
表 8 2020-2022 鸿泉物联营收及盈利预测.....	14
表 9 2020-2022 嘉必优营收及盈利预测.....	16
表 10 2020-2022 三达膜营收及盈利预测.....	19
表 11 2020-2022 开普云营业收入及盈利预测.....	21
表 12 2020-2022 年嘉元科技营业收入及盈利预测.....	23
表 13 2020-2022 年佳华科技营业收入及盈利预测.....	26

## 1. 政策目标容忍度显著提升，经济下行但环比向好

基于疫情冲击及国际经济低迷且贸易摩擦加剧，经济下行压力进一步加大，今年政府工作报告的目标指引部分的容忍度显著提升，预计今年后续阶段的经济增速同比数据仍将低于去年同期，但考虑中国对疫情的出色控制进而环比改善将非常显著。

(1) 2020 年对经济发展数据的容忍度明显上升：①2019 年国内生产总值增长 6%—6.5%，实际完成 6.1%，今年政府工作报告未提经济增长目标；②2019 年城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，城镇登记失业率 4.5%以内，实际完成情况：城镇新增就业 1352 万人，调查失业率 5.3%上下，2020 年的目标：城镇新增就业 900 万人以上，较 2019 年下调 200 万城镇新增就业目标（较去年实际新增下滑幅度超过 30%）；城镇调查失业率 6%左右，城镇登记失业率 5.5%左右，调查失业率的容忍率提升 0.5 个百分点；③2019 年的居民消费价格涨幅 3%左右，实际完成 2.9%，2020 年的目标为 3.5%左右，意味对物价的容忍度上升 0.5 个百分点；④2019 年的农村贫困人口减少目标 1000 万以上，实际完成 1109 万，2020 的脱贫目标是现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽；⑤2019 单位国内生产总值能耗的目标是下降 3%左右，实际完成情况在两会工作报告中未提，2020 年政府工作的提法是单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降。(2) 2020 年政策目标的容忍度显著提升，显示中央决策层理性、务实的工作态度，体现高质量发展的真谛，预判未来具体政策及重点工作不会出现非理性的刺激，关注经济社会发展的“量”，但更重视社会经济发展的“质”。(3) 今年是十三五收官之年，脱贫攻坚及全面建成小康社会的核心任务仍将按期完成，今年后半阶段将在常态化疫情防控的情况下，抓紧做好社会经济发展各项工作，预计未来一段时间尽管仍将经历经济同比增速数据的下行（低于去年的 6.1%），但最难时刻或已过去，环比改善可期。

表 1 2019 和 2020 政策工作目标比较

	2019 目标	2019 实际完成	2020 年目标	容忍度变动方向
国内生产总值增长	6%—6.5%	6.10%	—	—
城镇新增就业	1100 万人以上	1352 万人	900 万人以上	较 2019 年下调 200 万城镇新增就业目标（较去年实际新增下滑幅度超过 30%）
城镇调查失业率	5.50%	5.30%	6%	调查失业率的容忍率提升 0.5 个百分点
城镇登记失业率	4.50%	—	5.50%	登记失业率的容忍率提升 1 个百分点
居民消费价格指数	3%左右	2.90%	3.50%	对物价的容忍度上升 0.5 个百分点
农村贫困人口减少目标	1000 万以上	1109 万	现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽	—
国内生产总值能耗	下降 3%左右	—	单位国内生产总值能耗和主	—

主要污染物排放  
量继续下降

资料来源：政府工作报告、华西证券研究所

表 2 十三五规划的重要目标任务

十三五十个目标任务
1. 保持经济增长
2. 转变经济发展方式
3. 调整优化产业结构
4. 推动创新驱动发展
5. 加快农业现代化步伐
6. 改革体制机制
7. 推动协调发展
8. 加强生态文明建设
9. 保障和改善民生
10. 推进扶贫开发

资料来源：政府工作报告、华西证券研究所

## 2. 政策组合：财政&货币政策更加积极，但理性务实

基于经济基本面的判断，可能的宏观政策政策是就业优先、积极的财政政策、稳健宽松的货币政策。短期有望聚焦在控制疫情不反弹的前提下实现保持经济发展的质量与活力。特别值得注意的是：宏观政策组合尽管会更加积极，但超出市场预期的概率较小。（1）财政政策方面：2019 年财政政策的提法——积极的财政政策要加力提效，2019 年赤字率拟按 2.8% 安排，比 2018 年预算高 0.2 个百分点；2020 年财政政策的提法——积极的财政政策要更加积极有为，今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。（2）货币政策方面：2019 年货币政策的提法——稳健的货币政策要松紧适度，2020 年提法是稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。特别提出创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。（3）就业政策方面：2019 年就业政策提法——就业优先政策要全面发力，2020 年就业政策提法——就业优先政策要全面强化。（4）在遭遇建国以来传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的公共卫生事件的情况下，宏观政策组合依旧保持战略定力、理性务实，推测未来不会出现过热，亦不会发生硬着陆，资本市场的系统性风险料将得到良好控制，资本市场走势可预测性显著提升。



表 3 2019 和 2020 宏观政策组合比较

	2019	2020
财政政策	2019 年财政政策的提法——积极的财政政策要加力提效，2019 年赤字率拟按 2.8% 安排，比 2018 年预算高 0.2 个百分点；	2020 年财政政策的提法——积极的财政政策要更加积极有为，今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。
货币政策	2019 年货币政策的提法——稳健的货币政策要松紧适度；	2020 年提法是稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。特别提出创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
就业政策	2019 年就业政策提法——就业优先政策要全面发力；	2020 年就业政策提法——就业优先政策要全面强化。

资料来源：国务院政府工作报告、华西证券研究所

### 3. 市场判断：注册制红利&充裕流动性，中小成长仍将占优

#### 3.1. 注册制将在创业板进行试点，中小成长仍将占优

疫情叠加经济下行引致上市公司整体盈利能力下降仍是未来一段时间需要关注的基本面，伴随创业板注册制&新三板精选层新政实施，流动性定向支持小微企业，预判中小新兴产业个股存在结构性机会。具体受益方向包括数据要素市场培育受益标的、政务信息共享、互联网驱动的新消费及相关 SAAS 服务、包含 5G 和新能源汽车基础设施在内的新基建、生态环保治理、医疗卫生信息化、上游材料及设备替代等。(1) 2020 年政府工作报告中明确提出：改革创业板并试点注册制。此外，还提出：推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业；中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期；鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷；金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行合理让利；为保市场主体，一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降。所有这些政策都将有助于新兴产业发展动能的释放，在经济下行阶段有望展现更与竞争力的结构性机会。(2) 今年首次提出：培育技术与数据市场，数据作为关键生产要素的市场化配置正式起航。可以预期下一轮经济增长的核心引擎是数据要素的激活，看好基于数据的模式创新、技术进步与价值释放，受益标的包括中央信息化企业易华录、航天信息等。(3) 深化“放管服”改革有助政务信息共享领域持续受益。在各级财政支出显著压缩的情况下，2020 政府工作报告特别强调：在常态化疫情防控下，要调整措施、简化手续，促进全面复工复产、复市复业；推动更多服务事项一网通办，做到企业开办全程网上办理。典型受益标的包括：开普云、拓尔思、南威软件、华宇软件等；(4) 互联网等信息技术支撑的新消费成为经济发展的关键动力——2020 年政府工作报告中明确提出：电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势；支持电商、快递进农村，拓展农村消费，要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。受益标的为电商 SAAS 服务及电商类个股，具体包括光云科技、致远互联、泛微互联、易华录、数字政通、超图软件、苏宁云商、永辉超市等；(5) 新基建投资规模显著提升，产业链配套的投资价值得以凸显——今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，具体包括：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。受益标的包括嘉元科技、紫晶存储、金智科技、

鸿泉物联等。(6) 提高生态环境治理成效, 主要着眼点包括: 突出依法、科学、精准治污; 深化重点地区大气污染治理攻坚; 加强污水、垃圾处置设施建设; 实施重要生态系统保护和修复重大工程, 促进生态文明建设。受益标的包括: 三达膜、佳华科技等。(7) 加强公共卫生体系建设, 开展门诊费用跨省直接结算试点等政策推出利好医疗信息化及政府大数据类个股, 二级市场的估值相对较高, 创业项目或将在未来 1-2 年内登陆资本市场。受益标的包括: 东软集团、东华软件、神州信息、麦迪科技、卫宁健康等。(8) 疫情冲击下的供应链安全对具有核心技术的上游材料及设备公司构成实质性利好, 受益标的包括长阳科技、安集科技、中微公司、柏楚电子、紫晶存储等。

表 4 潜在受益个股整理

受益方向	受益个股
政务公开&互联网政务	开普云、拓尔思、南威软件、华宇软件等
供给侧改革推进	千方科技、数字政通、鸿泉物联、辉煌科技、金智科技等
信息技术创新	宝信软件、易华录、紫晶存储等
基于大数据的商业模式创新	佳华科技、易联众、卫宁健康、神州信息、航天信息、东软集团、东华软件等
自主可控	中微公司、金山办公、致远互联、紫晶存储、易华录、中国软件、中国长城等
在线经济	金山办公、光云科技等
消费刺激	嘉必优、嘉元科技、光云科技、超图软件等
节能环保与污染治理	佳华科技、三达膜等
新材料国产替代	长阳科技、安集科技
民生改善领域	东软集团、易华录、卫宁健康、麦迪科技、久远银海、东华软件、神州信息

资料来源: Wind、华西证券研究所

## 3.2. 静待两会后的中小创个股机会

### 3.2.1. 历史经验看, 两会前的市场走势更为积极

两会前后一个月市场往往处于高性价比的配置窗口。除个别年份外多数年份上证综指均表现为上行趋势。目前市场已处在底部震荡区域, 后续伴随两会市场预期升温、后续外部疫情风险缓和利率下行, 两会前后的市场行情有望继续表现为震荡向上的趋势: (1) 统计样本上, 我们选取 2006-2019 年的时间跨度, 以各年人大会议和政协会议开幕孰早和闭幕孰晚为统计节点, 对历年两会召开前夕、两会期间, 以及两会后单月的上证综指表现加以分析。(2) 两会前单月大盘呈现上行趋势概率大。近十年来除 2013 和 2018 年个别年份外, 其余年份在两会前一个月内上证综指均呈上涨趋势, 主要原因一方面系两会带来的政策预期升温, 另一方面系两会召开前夕的市场往往正处于流动性相对宽松和风险偏好较高的春季行情。(3) 回顾两会期间的大盘表现, 则往往以窄幅震荡居多。除 2012 和 2013 年等个别年份, 上证综指的振幅均维持在-2%~2%范围内。(4) 近十年来除 2012、2013 和 2018 年个别年份外, 其余年份在两会后首月市

场亦呈上涨趋势，约有 70% 的概率大盘获得正收益。此外，部分年份的两会后的涨幅相较于两会前夕更加显著。

表 5 近十五年历次两会前后上证综指统计

两会开幕时间	两会闭幕时间	两会前月涨跌幅 (%)	两会期间涨跌幅 (%)	两会后月涨跌幅 (%)
2019/3/3	2019/3/15	16.3%	0.9%	5.2%
2018/3/3	2018/3/20	-6.7%	1.1%	-6.7%
2017/3/3	2017/3/15	2.2%	0.4%	0.1%
2016/3/3	2016/3/16	4.1%	0.7%	7.2%
2015/3/3	2015/3/15	3.9%	1.1%	21.1%
2014/3/3	2014/3/13	1.1%	-1.8%	5.5%
2013/3/3	2013/3/17	-1.0%	-3.4%	-3.7%
2012/3/3	2012/3/14	7.3%	-2.8%	-1.3%
2011/3/3	2011/3/14	5.9%	0.8%	3.6%
2010/3/3	2010/3/14	2.8%	-1.9%	5.1%
2009/3/3	2009/3/13	5.2%	1.7%	18.1%
2008/3/3	2008/3/18	-0.8%	-15.6%	-15.7%
2007/3/3	2007/3/15	3.4%	4.2%	22.7%
2006/3/3	2006/3/14	2.2%	-0.9%	8.0%
2005/3/3	2005/3/14	6.1%	0.5%	4.6%

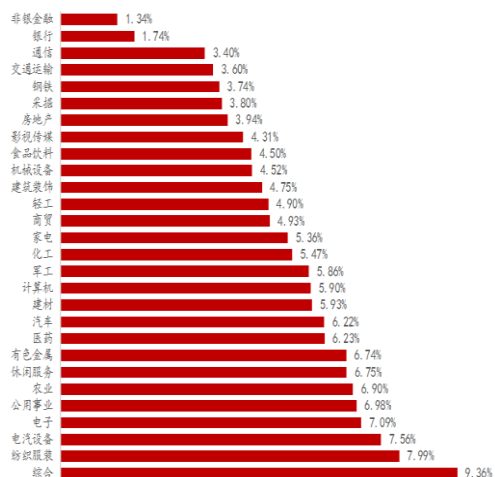
资料来源：wind、华西证券研究所

### 3.2.2. 医药和食品等消费及地产板块的两会效应更为明显

从板块结构看，两会前夕表现较好的板块是纺织服装、电气、电子及综合类；两会期间表现更好的板块通常是医药、食品饮料及商贸板块，两会后通常地产表现更占优势。（1）从各行业板块来看，我们从各板块的阶段涨幅和对应的涨跌概率两个维度入手，统计分析两会前后的板块市场表现。（2）两会前夕，综合、纺服、电气、电子板块涨幅居前，而金融板块表现较弱。两会前单月各板块上涨概率较大。综合、纺织服装、电气设备、电子和公用事业板块相对占优，单月涨跌幅中位数居前，分别为+9.36%、+7.99%、+7.56%、+7.09%和+6.98%；而银行、非银金融、通信、交通运输和钢铁板块则表现较差，单月涨跌幅中位数分别为+1.34%、+1.74%、+3.40%、+3.60%和+3.74%。（3）两会期间，医药、食品饮料、商贸板块表现较好，农业等板块表现较弱。医药、食品饮料、商贸涨幅中位数居前，分别为+1.36%、+1.25%和+1.23%；同时农业、轻工制造、综合和采掘等行业跌幅居前，单月涨跌幅中位数分别为-2.28%、-1.47%、-1.43%和-1.17%。（4）从两会后单月行情来看，地产相关行业表现相对较好。其中房地产、建材、军工、家电和交通运输板块的涨跌幅中位数居前，分别为+7.72%、+7.33%、+6.96%、+6.77%和+6.34%；而医药、电气设备、影视传媒、农业和电子板块表现相对较弱，单月涨跌幅中位数分别为-0.64%、-0.61%、-0.34%、+0.69%和+1.01%。

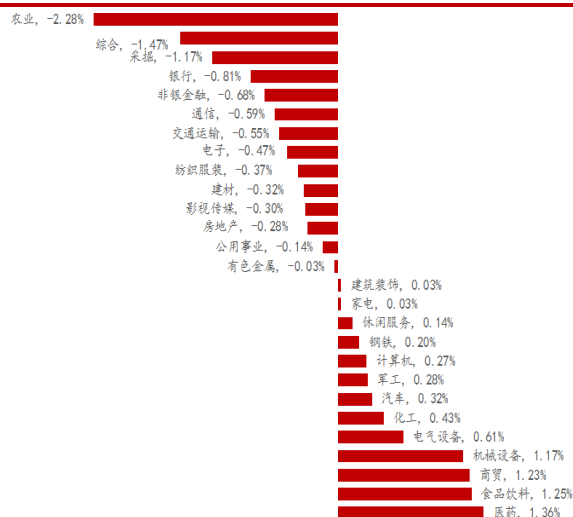


图 1 近 15 年两会前单月各板块涨跌幅中位数 (%)



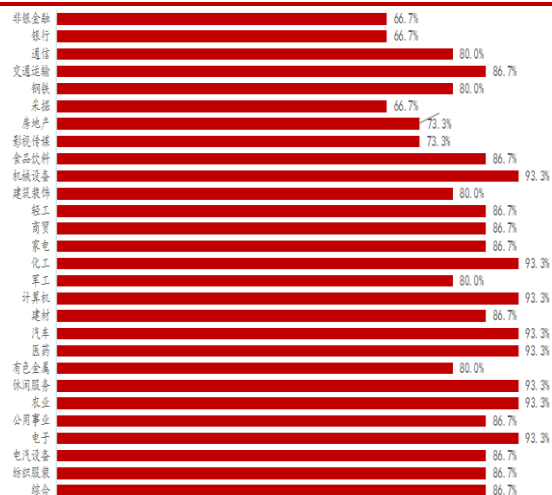
资料来源: wind、华西证券研究所

图 3 近 15 年两会期间各板块涨跌幅中位数 (%)



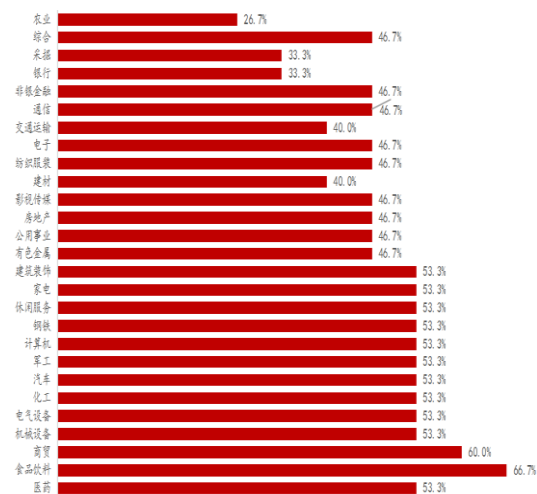
资料来源: wind、华西证券研究所

图 2 近 15 年两会前单月各板块上涨概率 (%)



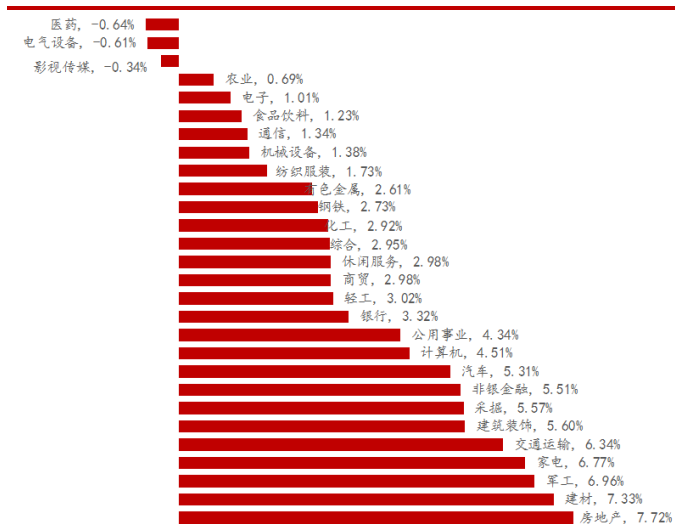
资料来源: wind、华西证券研究所

图 4 近 15 年两会期间各板块上涨概率 (%)



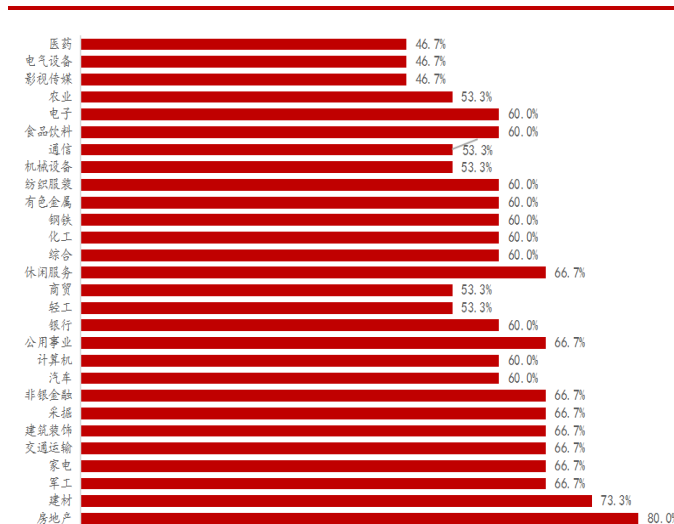
资料来源: wind、华西证券研究所

图 5 近 15 年两会后单月各板块涨跌幅中位数 (%)



资料来源：wind、华西证券研究所

图 6 近 15 年两会后单月各板块上涨概率 (%)

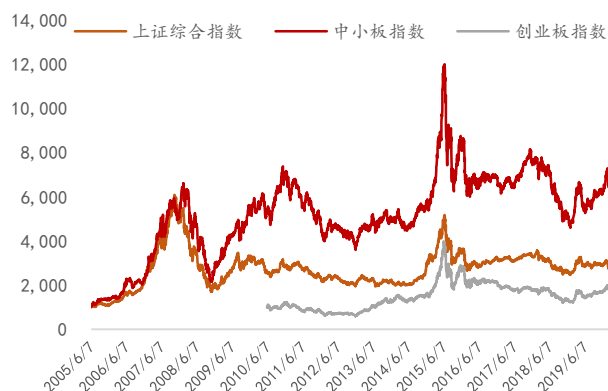


资料来源：wind、华西证券研究所

### 3.2.3. 自下而上捕捉中小创超额收益，次新股为最优选择

中小创有望持续占优，注册制发行的次新股及未来将通过注册制登陆资本市场的个股存在较大的研究预期差，是超额收益的重要来源。(1) 中小创板块的利润尽管亦受到宏观经济走势影响，但依然会有少数个股的业绩会显著跑赢市场整体，进而取得明显的超额收益。(2) 次新中小新兴产业的配置价值最大——主要原因在于研究的预期差较大，新模式属性更加明显，业绩增速因低基数效应而相对更高。(3) 从历史经验看：2012 年启动的创业板牛市的时空环境与目前有诸多相似之处：资本市场新政推出、新业态展现更为强劲的增长、较为充裕的流动性等。

图 7 上证指数、中小板指数与创业板指数对比图



资料来源：wind、华西证券研究所

图 8 次新股指数变动趋势统计



资料来源：wind、华西证券研究所

## 4. 投资建议：小市值科创板个股最具吸引力

基于中小市值科创板个股的研究预期差相对较大、长期成长路径更为清晰且商业模式更为先进，在流动性相对宽松&上市公司整体盈利能力受制于整体经济增速的情况下，预计中小市值科创板个股最具市场吸引力。(1) 研究预期差相对较大：科创板推出至今，仅有百家上市公司，受前期估值相对较高影响，机构持仓占比相对有限，除少数大市值科创板公司基于长期市场潜力来估值以外，一些具备长期成长前景的小

市值科创个股的深度研究相对较少，市场的认识相对有限。(2) 中小市值科创板个股往往已经实现某一特定领域的国内份额第一，技术优势突出，企业家受教育程度较高，长期发展愿景相对清晰，相当数量的中小市值科创板个股都有着非常清晰的成长路径，长期潜力空间较大，看好此类公司在成功登陆科创板后取得更大的成功。(3) 中小市值科创板个股的商业形态往往更为先进，业务模式相对单纯。

基于我们前期的深度研究报告，整理给出华西中小科创团队的小市值科创板个股投资组合：长阳科技、鸿泉物联、嘉必优、三达膜、开普云、佳华科技、嘉元科技等。

表 6 华西中小市值科创个股组合整理表

	目标价格	投资评级
长阳科技	30.58	买入
鸿泉物联	42.55	买入
嘉必优	63.80	买入
三达膜	24.15	买入
开普云	84.04	买入
嘉元科技	66.15	买入
佳华科技	103.2	增持

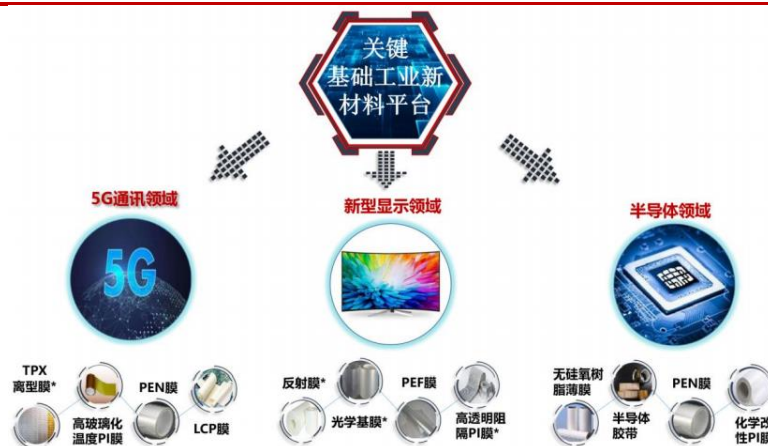
资料来源：Wind、华西证券研究所

#### 4.1. 长阳科技：迭代创新&国产化加速，新业务布局显著加速

以研发和国产化替代为核心引擎，长阳科技成为反射膜材料领域的全球翘楚，沉淀三星、LG 及京东方等全球战略客户，在公司“十年十膜”战略的驱动下，有望走出一条持续高增长的发展轨迹，看好其成为中国信息技术膜材料平台供应商前景。(1) 成功基因：①立足中国膜技术空白，矢志不移推进迭代研发，成为全球反射膜市场率第一的供应商，实现国产替代并与三星、LG 成为显示材料领域的战略创新伙伴。这种成功的背后，核心原因在于：第一，公司围绕反射膜技术构建了完善的知识产权体系。现如今，公司进军光学膜技术壁垒更高的光学基膜领域，寻求该领域的技术突破和进口替代。第二，核心技术多相泡孔结构材料高于所有竞争对手。公司通过不断的技术投入和技术研发，利用超重力技术和微纳包裹技术相结合，通过超高分散技术创制出以有机与无机微纳材料为核、耐高温树脂为壳的具有椭球体泡孔结构的复合母料，继而成功研发出多相泡孔结构，取代了之前的双相泡孔结构。“多相泡孔结构”指的是 PET 聚酯与两种以上树脂材料形成的多种泡孔结构，“多相泡孔结构”的多泡孔相比之前的双相泡孔结构不仅增加了泡孔的数量，还可以进一步优化泡孔的形态，从而能有效的增加光线进入薄膜后折射和反射的次数，对核心指标反射率带来显著提升。② 核心层具备顶级教育&产业背景，实现基于股权的利益捆绑：第一，实际控制人金亚东的学识、产业洞察力及资源整合力是公司最大的核心竞争力所在——金亚东博士为教授级高级工程师，先后毕业于北京大学化学系、比利时鲁汶大学化学系博士，2018 年成为享受国务院特殊津贴专家。历任美国通用电气中国技术中心亚太区技术经理、美国陶氏化学公司新业务开发技术高级经理、任宁波激智新材料科技有限公司董事长。金亚东博士入选中组部千人计划，科技部创新人才推进计划科技创新创业人才，曾荣获中国侨界贡献奖、浙江省杰出青年、宁波市突出贡献专家，现担任的主要社会职务有中国科学院宁波材料技术与工程研究所客座研究员。金亚东博士在公司主攻的功能膜领域做了大量的方向性预研工作，在 2012 年领导实现了公司第一代反射膜的问世。作

为公司创始人指导制定公司新兴技术的战略规划，带领研发团队实现了公司第一代反射膜的制备；此外，他致力于反射膜的深入研发和技术升级，带领研发团队先后取得了反射膜挺度、平整度、辉度等核心指标的技术突破；其次，带领研发团队以反射膜的技术平台为基础，从液晶显示领域拓展应用到半导体照明领域，独创了多层复合反射板。第二，员工持股&上市红利将显著凝聚公司核心团队，实现长期利益的捆绑。长阳永汇为公司员工持股平台，持有上市公司的股权达到 4%以上，涵盖公司研发、销售、资本市场等各个职能模块的核心员工。股权利益的释放有望保持稳定的经营管理层，便于公司战略的落地。（2）主要业绩驱动：①反射膜：在产能瓶颈受限的情况下，通过提升产能利用率及工艺优化实现有效产能的提升，毛利率持续提升，目前毛利率 43%左右。Mini-LED 显示技术的推广有望成为反射膜提速的驱动力。②基膜：技术水平提振引发毛利率显著改善，2019 年全年的毛利率水平已经提升至 9%以上，预计 2020 年有望进一步跃升至 15-20%。③离型膜：2020 年正式投产，预计带来 3000 万营收，毛利率水平有望接近反射膜水平。④新型显示领域的布局前景广阔：第一，显示用光学功能膜的品种延伸有望助力公司切入 Micro-LED 等新型显示领域。根据公开资料报道：在 2019 年的 CES 展上，索尼、LG、TCL 等纷纷发布 Micro-LED 电视，昭示这一新技术将逐渐进入市场导入期。Micro-LED 新显示技术的使用有望因反射膜品质的升级而带来更高的价格。第二，超募资金布局的高端特种功能膜用于折叠屏手机的概率很大——高端特种功能膜可沉积在金属或者其他软性易侵蚀材料的表面或者薄膜表面，增加牢固性与稳定性，用于 5G 等领域。长阳科技的新产品线明确表明可以增强牢固性与稳定性，大概率显示长阳科技已然紧跟华为等全球 3C 巨头的步伐来同步创新。一旦长阳科技切入折叠屏产业链，将为中国手机厂商打开新一轮的创新浪潮。

图 9 围绕国家发展战略，布局新兴产业



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

疫情冲击相对有限，全年仍将保持高增长态势，预计 2020 年营收和归母净利润分别为 10.11/1.92 亿元，对应增速分别为 11.1%和 33.9%，目标价格 30.58 元，买入评级。（1）海外需求平稳奠基一季度营收平稳增长，基膜复产接力对冲海外疫情冲击，反射膜市占率有望进一步提升。①今年第一季度实现营收 1.74 亿元，同比 18.14%，我们判断主要系海外反射膜及功能膜片材的需求仍然相对平稳所驱动。②受全球疫情影响，部分海外下游厂商阶段性关闭厂房或将拖累公司二季度的业绩表现。但考虑到中国率先实现疫情的控制及庞大的国内需求潜力，长阳科技在反射膜领域的市场占有率或将进一步提升。③基膜已经正式复产，毛利率有望进一步提振至 15-20%之间，但难以提振至反射膜水平，由此可能引致在今年的某个阶段出现公司整体毛利率的小幅下滑。这种潜在的毛利率小幅下滑主要系产品结构影响所致。（2）营收及盈利预测：2020-2022 年营收分别为 10.11/13.87/18.51 亿元，对应归母净利润分别为 1.92/2.86/4.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/1.01/1.54 元，目标价 30.58 元，买入评级。（3）主要风险：技术迭代风险、原材料价格波动风险、专利诉讼风险、疫情导致的需求降低风险、新技术路线选择错误的风险、系统性风险等。



表 7 2020-2022 长阳科技营收及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	6.91	9.10	10.11	13.87	18.51
同比增长 (%)	47.8%	31.7%	11.1%	37.2%	33.5%
归母净利润 (亿元)	0.89	1.43	1.92	2.86	4.35
同比增长 (%)	251.0%	61.0%	33.9%	49.3%	52.1%
EPS (元)	0.31	0.51	0.68	1.01	1.54

资料来源: Wind、华西证券研究所

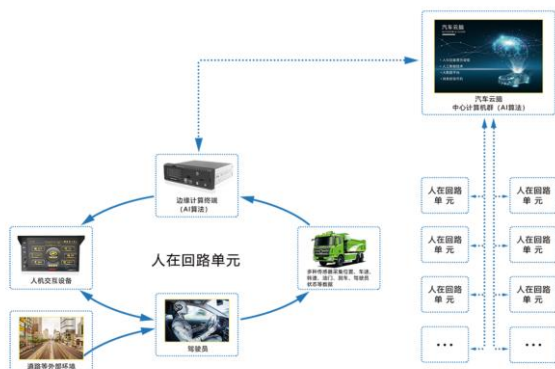
## 4.2. 鸿泉物联：中轻卡 OBD&渣土车物联网共振，实现高增长

以重型商用车智能增强驾驶业务为基础沉淀牢固的商用车制造商客户资源，以渣土车高级辅助驾驶后装模块的复杂功能集成沉淀坚实的商用车辆的传感器模块及相关云平台、大数据训练的 know-how, 未来显著受益于中轻卡尾气监测强制安装的推行&前装模块功能提升引致的单价提升和渣土车、水泥搅拌车、环保车的行业推广，未来 3 年核心主营业务营收复合增速高达 60%以上。(1) 以研发构筑核心竞争力：鸿泉物联投入 226 名研发人员，占公司总人数的 47.58%，2019 年研发投入超过 5000 万元，占公司营收的 16.40%，为公司发展建立完整的技术体系。①智能增强驾驶技术：包括不良驾驶行为识别技术、边云协同计算技术等，形成多种不良驾驶模型和双向的信息交流与控制机制。②基于人工智能的商用车辅助驾驶技术：包括深度学习框架 HQNN、商用车盲区监视技术、商用车驾驶员监视技术、商用车特殊环境图像识别技术等，实现高频率的人脸检测、图像分类和物体检测功能，积累大量训练数据，实现高精度监视和辅助。③转向作业车智能感知及主动干预技术：包括智能感知技术和主动干预技术，采用视频分析、传感器感知等方法，对车辆状态进行高精度识别，当出现超载等违规行为时主动引导司机回复正常驾驶状态。④数据与云平台技术：包括 HQEC2 云平台技术、商用车大数据管理平台技术、智慧城市大数据管理平台技术等，具备高可用性、高可扩展性、高并发、高安全性、低时延、低成本等特点，支持稳定接入大规模车辆。⑤商用车终端可靠性及环境适应性技术：包括车载电源稳定技术、车载放振防护技术、车载电磁兼容性技术、车载环境适应技术等，根据商用车运营的环境进行针对性设计，全方位提高商用车终端的对于恶劣和极端环境的适应性。(2) 主要业绩驱动：①重型商用车业务：市占率不断提升，奠定中轻卡增量市场。商用车前装业务主要用于商用重型车，包括智能增强驾驶系统和人机交互终端两大类业务，主要客户是整车厂商。目前，国家政策强制重型商用车安装行驶记录仪模块，鸿泉物联向前五商家用重卡实现供货并占据陕汽、北汽福田的最大供应份额，智能增强驾驶系统份额不断提升，2019 年底达 26.67%市场份额。越来越强的市场话语权和越来越稳定的客户关系将为鸿泉物联抓住中轻卡强制安装行驶记录仪的政策红利、不断提升重型车的单车价值贡献奠定坚实基础。②中轻卡 OBD：国六标准实施驱动营收增长。国六标准要求所有商用车辆安装 OBD 以实现对污染物排放的实时监测与故障控制，随之产生可观的 OBD 刚性需求，同时对 OBD 性能提出更高要求，预计新增中轻卡类商用车辆安装的 OBD 单价有望与目前安装在重型商用车辆上的智能增强驾驶系统的单价基本持平，中轻卡 OBD 将成为鸿泉物联业绩增长的重要驱动力。③城市类业务：项目制为主要形式，“平台+端+持续服务”。高级辅助驾驶业务以及智慧城市业务的实施主体均为地方政府相关部门或下属专用车辆车队管理部门，均以项目制为主要形式。其中，2019 年底，高级辅助驾驶系统在全国已经实施渣土车只能联网设备安装管理的 34 座城市中覆盖 27 座，销量不断提升，营收增长强劲；全资子公司成生科技专注于智慧城市业务，以



“平台+端+持续服务运营”为形式，已经实施上海市生活垃圾物流关系系统、渣土车辆监管系统等项目，智慧城市业务有望成为鸿泉物联开发城市专用车辆高级辅助驾驶场景并获取新增城市业务的重要抓手。

图 10 人在回路的智能增强驾驶技术



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 11 行驶记录仪示意图



资料来源：公司官网、华西证券研究所

受疫情冲击和公司的高投入影响公司第一季度增速放缓，但是考虑到国六标准仍将强制执行，全年将仍然呈高增长态势。预计 2020 年营收和归母净利润分别为 5.15/0.95 亿元，对应增速分别为 64.58%和 54.84%，目标价格 42.55 元，买入评级。

(1) 鸿泉物联第一季度增速下降，系疫情影响和公司高投入所致，考虑到需求依然坚挺，公司预计仍高速增长。①今年第一季度营收 6594.13 万元，同比 0.72%，我们判断主要因为疫情至少影响 2 个月的正常经营，以及 2020Q1 研发/管理/销售费用同比增长分别为 52.32%/38.79%/13.90%，主要系公司基于良性发展预期而在上市后积极招聘扩大研发布局、引进销售力量等因素所致。②国六标准的实施要求所有商用车辆强制安装 OBD，虽然国六生产过渡期截止时间延至 2021 年 1 月 1 日，但考虑到国六标准仍将强制执行，且以北汽福田等为代表的中轻卡商用车辆制造商已经于今年 4 月正式投产符合国六标准的轻型商用车辆，预估全年对鸿泉物联尾气监测装置的需求数量仍将在 20 万以上。③公司中标杭州市级平台项目，预估在 2020-2022 年完成全市范围内一万辆渣土车的高级辅助驾驶系统的安装。杭州渣土车高级辅助驾驶系统市场规模约为 2 亿元左右，我们判断其市场份额可占到 50%左右。(2) 营收及盈利预测：2020-2022 年营收分别为 5.15/6.70/8.35 亿元，对应归母净利润分别为 0.95/1.23/1.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.95/1.23/1.59 元，目标价 42.55 元，买入评级。(3) 主要风险：技术升级迭代的风险、大客户依赖的风险、原材料外购以来和价格波动的风险、应收账款超过信用期的风险、疫情引起的不确定因素、其他宏观环境变化的风险、系统性风险。

表 8 2020-2022 鸿泉物联营收及盈利预测

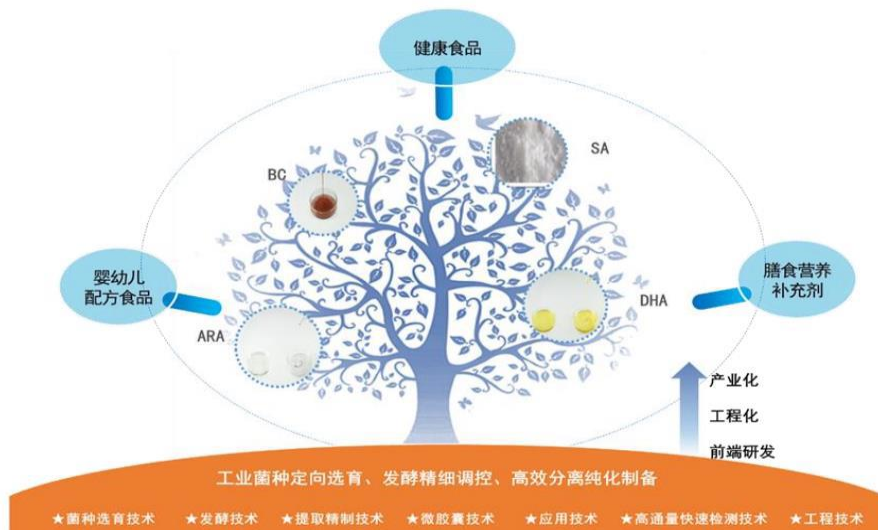
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2.48	3.13	5.15	6.70	8.35
同比增长 (%)	-8.43%	26.34%	64.58%	29.91%	24.75%
归母净利润 (亿元)	0.57	0.70	0.95	1.23	1.59
同比增长 (%)	19.51%	22.01%	54.84%	35.18%	30.08%
EPS (元)	0.57	0.70	0.95	1.23	1.59

资料来源：Wind、华西证券研究所

### 4.3. 嘉必优：技术&客户双轮驱动，营养素平台提供商属性显现

嘉必优在婴幼儿ARA添加剂领域稳居全球第二&国内第一，基于婴幼儿奶粉管理的严格性要求，嘉必优有望基于牢固的国内及全球领先的食物制造商客户资源，以生物技术的研发为基础，不断拓宽婴幼儿奶粉领域微量营养素的种类，在此基础上，进一步围绕人的生命周期的营养素需求来整合产业生态，与下游食品制造商一起提供更高品质的食品、保健食品、化妆品等可选消费品。（1）核心竞争力：①以系列技术的突破构建研发平台型公司，实现产品性能的全面领先。围绕生物油脂制备，嘉必优形成了一系列核心技术，包括发酵配方优化及发酵工艺控制、多不饱和脂肪酸油脂新型提取、多不饱和脂肪酸优质包埋、微生物油脂检测技术、功能脂质构建等。“离子束微生物诱变育种”专有技术系公司创始时依赖的关键技术，获得该技术后，嘉必优通过持续研发和投入，形成了ARA自主核心技术并实现量化生产，推动了ARA产品在国内的产业化和市场化，填补了我过在该领域的空白。嘉必优的产品工艺处于领先水平，在发酵系统中，装配了先进气流分布器的发酵罐，可提高发酵效率和降低能耗，流程气体分析仪可实时监控菌体的代谢情况，并在线实时精细调控发酵过程的关键参数，保障高生产效率和产品品质。嘉必优的核心专利形成完整的体系，参与国家标准制定，屡获重要奖项，产品的核心指标全面领先行业标准，其中，ARA和DHA产品创新含量较高。ARA方面，通过代谢组学方法进行发酵过程多尺度监控，毛油含磷量从1000ppm降至380ppm以下，ARA油脂提取率从86.3%提高到91.46%；DHA方面，建立了培养环境-细胞代谢-过程操作的动态模型，将DHA产量从18.75g/L提高到41.14g/L。②稳定的全球领先核心客户沉淀实现规模效应，为产品线&客户双延伸战略扩展提供基础。凭借优秀的产品品质及稳定的产品供应能力，嘉必优与嘉吉、达能、贝因美、伊利、飞鹤、君乐宝、圣元、雅士利等国内外知名婴幼儿配方奶粉企业形成了长期稳定良好的合作关系，部分客户合作时间已经超过10年。核心客户均为细分行业龙头，这种背书效应将成为嘉必优客户延伸的坚实基础。产品线延伸方面，出了目前已经具备量产能力的ARA、DHA、SA、β-胡萝卜素以外，嘉必优还在实验室成功研制出虾青素和EPA；客户延伸方面，嘉必优未来大概率将把其营养素添加剂提供给越来越多的食品、保健食品生产商，进而实现更广的客户占有及共同成长。（2）主要业绩驱动：①ARA：占公司营收比例最大，营收规模稳中有升，毛利率较高，2019年毛利率为55.02%。按照产品形态，ARA产品分为油剂与粉剂两类，油剂主要销售给食品供应商，满足其深加工需求，粉剂主要用于婴幼儿奶粉添加剂，目前嘉必优在ARA领域的国内绝对领先地位已经确立。②DHA：依托ARA优势客户资源及过硬的质量、价格折扣等，推动市场份额提升。嘉必优的藻油DHA产品质量指标显著高于美国、欧盟及中国国际标准，2018年藻油DHA占全球市场份额仅为2.67%，DHA市场份额的上升有望成为未来嘉必优业绩的重要驱动之一。③SA：营收高速增长，毛利率较高，2019年毛利率为53.43%，具备较大潜力。SA可以广泛应用于婴幼儿食品、保健食品、生物制药、化妆品等多个领域。2018年起，嘉必优的SA产出规模已经几倍明显的规模效应属性，未来有望实现较高的增速。④β-胡萝卜素：通过价格优势及规模效应的释放实现营收及毛利的显著改善，2019年毛利由负转正。β-胡萝卜素的应用范围非常广泛，可以用于食品添加剂及着色等领域，生物技术生产的胡萝卜素的性价比优势较为突出，未来有望成为公司重要增长点。⑤多种新型添加剂：顺应高质量标准的添加剂需求，布局多种新兴添加剂，为公司发展进一步蓄力。婴幼儿奶粉添加剂方面，嘉必优积极布局母乳低聚糖（HMOs）等多种新型添加剂，伴随公司婴幼儿添加剂产品线的进一步丰富与完善，嘉必优有望通过更灵活的方式与食品厂商进行联合创新来推出更富竞争力的婴幼儿奶粉。食品添加剂方面，嘉必优在叶黄素、番茄红素、益生菌等多种食品添加剂领域进行研发，这一产品群有望与SA、胡萝卜素等一起来放大客户价值。

图 12 嘉必优：基于核心生物技术的多营养素平台型公司



资料来源：Wind、华西证券研究所

预计 2020 年实现营收 3.28 亿元，同比增长 5.24%，归母净利润实现 1.39 亿元，同比增长 17.9%，目标价格 63.80 元，买入评级。(1) 刚性需求属性明显，疫情冲击有限。①2019 年实现营收 3.12 亿元，同比 8.89%，归母净利润 1.18 亿元，同比 21.85%，归母扣非净利润 0.80 亿元，同比 19.59%，每股收益 1.31 元。②嘉必优位于疫情核心区武汉，前期受疫情影响较为严重，2020 年第一季度嘉必优实现营收 0.56 亿元，同比 -15.71%。③主营产品 ARA 和 DHA 系婴幼儿奶粉必须添加的添加剂，刚性需求属性明显，今年后续阶段有望迅速回暖。(2) 预计 2020-2022 年分别实现营收 3.28/3.99/ 5.15 亿元，同比增长 5.24%/21.58%/29.27%，归母净利润分别为 1.39/1.58/1.85 亿元，同比增长 17.9%/13.6%/16.9%。对应 EPS 分别为 1.16/1.32/1.54 元，给予 55 倍 2020 年归母净利润估值，对应目标价为 63.80 元，维持“买入”评级。(3) 主要风险：技术迭代风险、原材料价格波动风险、专利诉讼风险、疫情导致的需求降低风险、新技术路线选择错误的风险、系统性风险等。

表 9 2020-2022 嘉必优营收及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	5.78	3.12	3.28	3.99	5.15
同比增长（%）	25.18%	8.89%	5.24%	21.58%	29.27%
归母净利润（亿元）	0.97	1.18	1.39	1.58	1.85
同比增长（%）	47.4%	21.9%	17.9%	13.6%	16.9%
EPS（元）	0.81	0.98	1.16	1.32	1.54

资料来源：Wind、华西证券研究所

#### 4.4. 三达膜：基于膜技术和大项目的备件&运营转型在路上

三达膜是国内领先的工业料液分离及膜法水处理厂商。料液分离和膜法水处理受益于环保压力增大带来的大项目机会，目前在手订单充沛。备件业务有望随项目的沉淀而呈现明显的加速成长趋势，水务运营类业务的单价刚性&数量保底的特性明显。



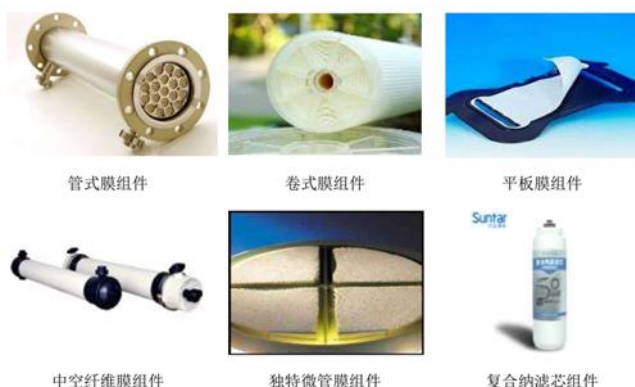
(1) 核心竞争力：①三达膜在膜材料、膜组件、膜设备方面拥有多项行业领先技术和产品，基于这种领先的技术，三达膜在环境工程、水处理运营领域展现出显著的综合竞争优势。在饮用水净化领域，三达膜的纳滤芯通过对原材料、配方、制备工艺进行技术创新，使纳滤芯在微观上呈现一种纳米级活性炭镶嵌于微米级蜂窝状多孔硅藻土的特殊结构，实现“高效吸附、迷宫过滤、选择分离”三位一体的净化功能。根据招股说明书披露的数据，纳滤芯的细菌去除率高达 100%，苯酚去除率大于 90%，三氯甲烷去除率大于 99.9%，余氯去除率大于 99%。自主研发的陶瓷膜材料具有机械强度高、耐腐蚀、耐高温、耐酸碱、耐磨损、抗污染能力强等优点。由三达膜自主研发的陶瓷膜组件成套膜分离设备，分离效率高、性能稳定、使用寿命长，已广泛应用于生物制药、食品饮料、石油化工行业生产过程中的分离、澄清、提纯、除菌等关键生产环节。根据厦门市产品质量监督检验院测试的结果，三达膜生产的陶瓷膜与国际知名陶瓷膜厂商鸥锐丽思同等规格产品相比过滤性能指标相当、稳定性能指标抗折强度高出一倍左右。三达膜的中空纤维膜以聚偏氟乙烯（PVDF）为主材及制备而成有高通量、拉伸强度高、断裂伸长率好等优点，部分性能超越进口膜丝产品，同时成本相比更低。根据招股说明书的数据，公司中空纤维膜产品的性能指标甚至优于陶氏集团同类产品——纯水透过率高于 180 L (m<sup>2</sup>·h·bar)，该指标越高，显示处理能力越强；公称膜孔径 0.03 μm，该指标的涵义在于在满足通量要求的情况下，膜丝孔径越小，过滤精度越高；产水浊度小于 0.15NTU，该指标越小，则过滤精度越高。基于先进的膜软件及解决方案能力，三达膜先后实施了多项国家级项目，于 2013 年 1 月至 2014 年 7 月实施的“农村饮水安全关键技术攻关及装置开发示范推广”项目被列入“国家星火计划”，于 2007 年 9 月至 2010 年 12 月参与实施的“维生素 C 与 B12 生产工艺技术创新研究与开发——‘维生素 B12 初提工艺关键技术研究’”项目被列入“国家科技支撑计划”，于 2005 年 3 月至 2007 年 12 月实施的“基于先进技术的分离纯化装置”项目被列入“科技兴贸行动计划项目”。三达膜掌握的市政水处理核心技术主要包括 AO+MBR 膜工艺、外置式超滤膜+臭氧工艺和改良型 AAO 工艺等。市政水处理核心技术主要包括 AO+MBR 膜工艺、外置式超滤膜+臭氧工艺和改良型 AAO 工艺等。AAO 工艺已成功应用于巨野县第二污水处理厂，宿松临江产业园复兴污水处理厂正在进行该技术的升级改造；外置式超滤膜+臭氧工艺成功应用于许昌市屯南污水处理厂，使得三达膜运营的污水处理厂在国内出水水质高于一级 A 标准的污水处理厂中具有成本和效果的综合优势；改良型 AAO 工艺已应用于沈阳胡台新城污水处理厂、许昌市东城区污水处理厂、梅河口市污水处理厂、东营西郊现代服务区污水处理厂、汶上县康驿污水处理厂等。②设备及解决方案&耗材协同，三达膜商业模式具有显著的稳健指数效应增长特征。公司主营业务可以分为三类，分别是膜净化设备、膜净化工程及运营项目、备件及其他。其中，膜净化设备和净化工程及运营项目在客户开拓的初期是主要的形态，而备件类耗材业务则是客户采购公司的净化设备以后定期需要更换的耗材。客户向公司采购膜技术应用相关设备后，后续该设备的备品备件亦向公司购买的可能性较大；因此，随着公司膜技术应用相关设备销售规模的扩大、市场和客户的不断开拓，备品备件收入快速增长。

图 13 三达膜公司主要膜材料类型



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 14 三达膜公司主要膜组件产品



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 15 三达膜公司主要膜设备产品



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 16 三达膜主要污水处理厂分布图



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

预计 2020 年实现营收 8.15 亿元，同比增长 9.82%，归母净利润实现 2.95 亿元，同比增长 6.64%，目标价 24.15 元，“买入”评级。(1) 订单宽裕，刚性需求明显。① 原料液分离与膜法水处理业务是典型的项目制业务，目前在手订单较为充裕，有望实现较好增速；备件业务将随着料液分离和膜法水处理项目的积累而呈现明显的指数增强特征，水务投资运营有望在上市后积极推进，亦有望呈现明显的增速提升特征。② 从公司业务的行业属性分析：三达膜各项业务均属基于先进膜技术来治理水污染的尝试，属于典型的朝阳产业。另外，公司业务具有显著的抗周期属性——即使在经济出现严重衰退的情况下，污水处理的规模以及各类膜备件的更替亦是刚性需求。(2) 营收及盈利预测：2020-2022 年营收分别为 8.15/9.66/11.50 亿元，对应规模净利润分别为 2.95/3.46/3.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.04/1.17 元，目标价 24.15 元，“买入”评级。(3) 主要风险：水务投资运营项目的经营风险，应收账款占比较高且单项营收账款较大引致的潜在损失风险，业绩受投资收益影响较大的风险，系统性风险。



表 10 2020-2022 三达膜营收及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收 (亿元)	5.90	7.42	8.15	9.66	11.50
同比增速 (%)	0.68%	25.78%	9.82%	18.53%	19.01%
归母净利润 (亿元)	1.81	2.77	2.95	3.46	3.90
同比增速 (%)	-2.11%	52.58%	6.64%	17.14%	12.71%
EPS (元)	0.72	0.83	0.88	1.04	1.17

资料来源: Wind、华西证券研究所

#### 4.5. 开普云：技术为基的政务互联&大数据平台建维领先者

以国家级门户网站建设及运维为抓手，不断实现客户的下沉及深耕，未来有望显著受益于政务信息化推进及政务大数据共享、政务功能网络化带来的业务机会。(1)核心竞争力：自主研发的六大核心技术具显著竞争优势，是营收创造核心驱动力。相较于国内外竞争对手，开普云自有研发的覆盖数字内容采集、存储、分析和应用全生命周期管理的六大核心技术具有明显的竞争优势，是公司营收创造的主要驱动力。具体包括 a 大规模多形态高性能采集技术。b 基于平衡语料库的文本智能分析技术。c 大规模互联网敏感信息实时监测技术。d 政务领域智能搜索技术。e 集约化环境下数字内容全生命周期管理技术。f 一体化在线政务服务平台的异构数据交换关键技术。六大核心技术对公司业务的开发与拓展起到重要的支撑作用——基于公司研发的数字内容管理和大数据相关的核心技术，为客户提供互联网内容服务平台的建设、运维以及大数据服务，并成为长期以来公司营业收入的主要来源，2017 年度到 2019 年度核心技术相关营业收入占比均在 97%以上。数据资源及客户占有的积累提升行业进入壁垒。作为大数据服务提供商，数据的基础性价值在行业内已经得到共识，数据规模和质量很大程度上决定了深度学习算法的训练模型优劣，进而影响算法精度直至用户体验。a 数据资源优势：公司自 2015 年开始持续对政府网站进行采集和监测，截至上市前已经积累了有效网页链接超过 200 亿条，收录有效文章索引 30 亿篇，存储数据规模接近 500TB，形成了全面、准确和及时的政府网站内容数据。公司政府网站内容数据的全面性、准确性和及时性得到权威机构的认可，被 CNNIC 牵头组织撰写的《第 42 次中国互联网络发展状况统计报告》、《第 43 次中国互联网络发展状况统计报告》、《第 44 次中国互联网络发展状况统计报告》，清华大学发布的《2018 年中国政府网站绩效评估报告》所引用。高质量的政府网站大数据已经成为了公司的战略资源。其中，公司掌握了全国各个地区、各个行业的政策文件、法律法规内容数据，对该数据进行深入挖掘，可以为政府、企业、科研单位提供完整、深入、专业的政策文件主题大数据服务。b 客户资源优势：公司自成立以来专注于为党政机关提供软件产品和服务，承担了中国政府网等一系列典型项目的建设，大数据 SaaS 服务获得了政府客户的广泛认可。根据公司招股说明书的披露：截至 2019 年年底，公司互联网内容服务平台及大数据服务共有省、部委、地市级以上政府客户数量 198 个，客户占有率约为 49.13%。(3) 市场地位：开普云拥有广泛和优质的客户资源，在互联网内容服务平台建设和政府网站内容监测领域取得了较为领先的市场地位，截至 2019 年，开普云在政府网站内容监测领域市场占有率第一，是该细分领域的领导厂商。这种强势的市场地位还为处于快速起步阶段的政务大数据业务奠定先进——公司早于竞争对手推出政府网站云监测、内容安全和云搜索等 SaaS 服务模式并积累一定数量的客户。(2) 主要业绩驱动：开普云两大主营业务为面向政府的互联网内容服务平台建设和大数据内容监测服务，均属于“互联网政务”范畴——“互联网+政务”是以信息化的手段打破

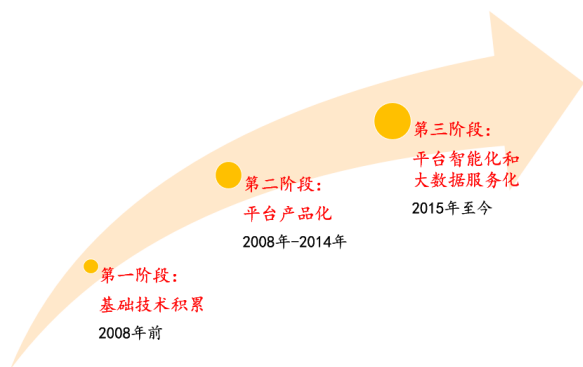
政府部门间和部门内部的信息孤岛和数据烟囱，重塑、优化业务流程和组织体系，打造更加透明、高效的服务型政府，是深化“放管服”改革的关键环节，是推进国家治理体系和治理能力现代化的战略支撑。“互联网+政务”建设的主要载体是政务智慧门户和政务服务平台，以及为上述平台提供的大数据等运营服务。“互联网+政务”的发展目标是打造更加全面的政务公开平台、更加及时的回应关切和便民服务平台，建设整体联动、高效惠民的数字政府。

**互联网平台。**以互联网内容服务平台为中间件，开普云构筑起互联网智慧门户、政务服务平台以及融媒体平台应用三大场景。基于公司在政务内容平台领域的突出技术优势和口碑优势，开普云实现了客户数量增长及客单价提升的良性增长：2017-2019 年的客户总数分别为 159/179/181 个，2018 和 2019 年分别同比增长 12.58%和 1.12%；同期平均客单价分别为 59.62/83.99/111.45 万元，2018 和 2019 年分别同比增长 40.87%和 32.69%。

**大数据平台。**以平台层的核心能力为依托，开普云大数据服务平台业务分为监测类 SAAS 服务和搜索类 SAAS 服务。2017-2019 年大数据业务的客户数量分别为 829/1033/1044 个，由于 SAAS 服务类业务具有粘性，续约概率大；对应的客单价分别为 5.49/5.67/6.06 万元，呈现稳中有升态势。

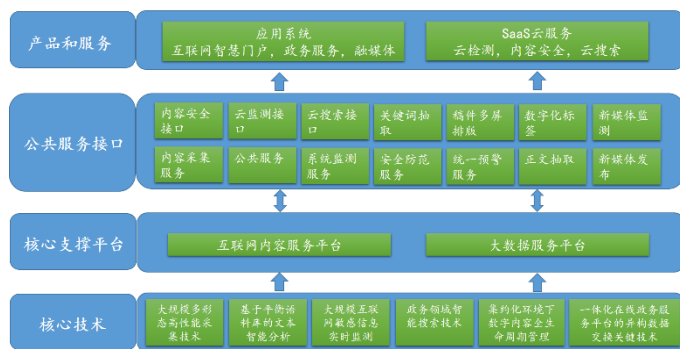
**运维服务。**运维服务主要是指公司在内容服务平台建设完成后为客户提供的运维保障服务，服务形式为以非现场为主、现场长期值守为辅，服务内容主要包括定期巡检、漏洞扫描、故障处理、重大活动系统应急保障、突发事件及时响应以及年度运维总结等，服务目标为保障平台系统安全稳定地运行。2017-2019 年运维业务的续费率分别为 77.00%、75.96%和 71.19%，收取运维服务费用的项目数量分别为 200/231/253 个，单一项目的年化运维费用分别为 8.20/8.27/13.07 元。续费率保持稳定，可以推断运维业务具有显著的指数增强属性，单价上涨主要系承担的后续任务更重及初始项目的金额越来越大所致。上述因素共同决定运维服务收入走势：2017-2019 年实现的运维收入分别为 1639.76/1910.20/3305.99 万元，同比增速分别为 25.30%、16.49%和 73.07%。

图 17 开普云发展历程



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 18 开普云核心技术、业务支撑平台和产品服务体系



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

预计 2020-2022 年开普云的营收分别为 3.62/4.62/6.05 亿元，年复合增长 26.65%，归母净利润分别为 1.03/1.34/1.75 亿元，年复合增长 30.66%。给予公司 55 倍 2020 年 EPS 估值，目标股价 84.04 元，给予“买入”评级。（1）2020-2022 年电子政务市场的整体规模为 2334/2686/3081 亿元，年复合增速 15.00%。2020-2022 年大数据核心产业规模分别为 586/768/998 亿元，年复合增速 31.09%，政务大数据的增速将不低于整体大数据核心产业增速。（2）基于公司在电子政务内容平台领域的突出技术优势和口碑优势，预计 2020-2022 年来自于互联网服务平台业务的营收分别为 2.60/3.51/4.85 亿元，对应毛利分别为 1.35/1.84/2.56 亿元；预计 2020-2022 年大数据服务平台的营收分别为 0.66/0.71/0.76 亿元，对应毛利分别为 0.51，

0.54, 0.58 亿元。(3) 风险提示。疫情导致的不确定性、市场竞争加剧的风险、技术风险、业绩季节性波动风险、系统性风险等。

表 11 2020-2022 开普云营业收入及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2.28	2.98	3.62	4.62	6.05
同比增长 (%)	45.54%	30.71%	21.42%	27.69%	31.02%
归母净利润 (亿元)	0.63	0.78	1.03	1.34	1.75
同比增长 (%)	74.84%	24.71%	31.03%	31.05%	29.88%
EPS (元)	0.94	1.17	1.53	2.00	2.60

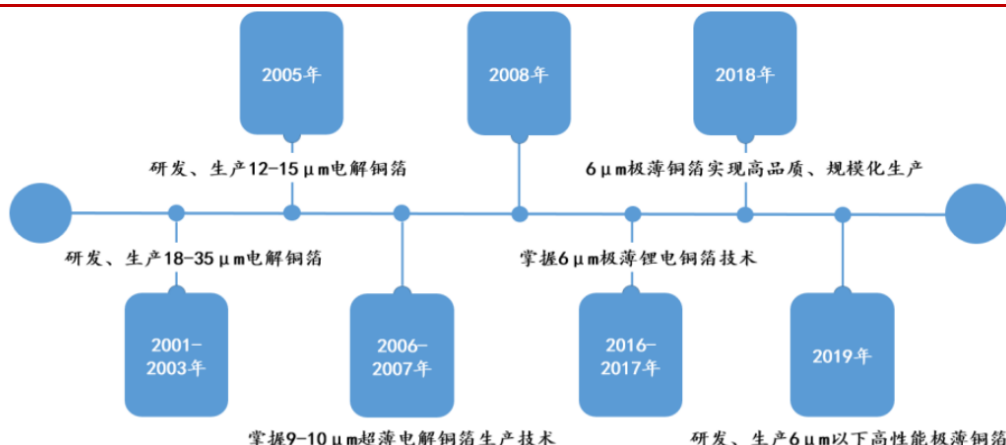
资料来源: Wind、华西证券研究所

#### 4.6. 嘉元科技：工艺致胜&资本密集的锂电池铜箔头部供应商

嘉元科技成立于 2001 年，作为国内高性能锂电铜箔行业领先企业，嘉元科技已与宁德时代、宁德新能源、比亚迪等电池知名厂商建立了长期合作关系，并成为其锂电铜箔的核心供应商。2018 年嘉元科技荣获宁德时代锂电铜箔优秀供应商称号，是唯一一家获此殊荣的锂电铜箔供应商。(1) 核心竞争力：不断实现铜箔的轻薄化研发及量产，产品品质得到下游客户的高度认可：自公司 2001 年创设以来，实现了多次铜箔领域的技术革新——创立伊始，公司主要研发生产 18-35  $\mu\text{m}$  的电解单面毛铜箔；2005 年以后，公司实现了由单面毛铜箔到双面光铜箔的技术革新：2005 年，公司开始研发、生产 12-15  $\mu\text{m}$  的点解铜箔，2006-2007 年，公司掌握 9-10  $\mu\text{m}$  超薄电解铜箔的关键生产技术；2016-2017 年，公司成功掌握 6  $\mu\text{m}$  的极薄锂电铜箔技术；2018 年具备了高品质、规模化生产 6  $\mu\text{m}$  极薄铜箔的能力，其产品得到宁德时代的高度认可，是其唯一一家锂电池铜箔优秀供应商；2019 年，公司着手研发、生产 6  $\mu\text{m}$  以下高性能极薄铜箔产品，目前已经成功研发出 4.5  $\mu\text{m}$  的极薄铜箔，技术实力与国内领先公司接近（据诺德股份 2018 年年度报告，诺德股份已研制成功 4  $\mu\text{m}$  极薄锂电铜箔并实现了终端试用）。借助资本市场的力量，通过一轮轮的融资来投产新产线，进而满足下游客户的量产配套能力，这是作为上游高性能材料的嘉元科技得以发展壮大发展的关键密钥。这种资本密集的属性在新能源汽车成为热门产业关键词的 2015 年之后得以充分体现：2011 年实现股份制改造；2015 年，嘉元科技成功挂牌新三板，同年的 12 月 15 日，公司完成发行 1,900 万股，募集资金 4,750 万元，发行价格为 2.5 元/股；2016 年成功实现资金募集；2016 年 9 月 23 日，嘉元科技完成发行 1,500 万股人民币普通股，募集资金 5,850 万元，发行价格为 3.90 元/股，同年 12 月本次定向发行完成；2017 年，公司完成发行 2,300 万股人民币普通股，募集资金总额 11,845 万元，发行价格为 5.15 元/股。2017 年 11 月，公司收购子公司金象铜箔其他股东持有的剩余 44.19% 股权。2019 年 7 月，公司于上海证券交易所科创板正式上市，公司完成发行 5,780 万股人民币普通股，发行价格为 28.26 元，募集资金总额达 163342.8 万元。



图 19 嘉元科技产品演进图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2019 年全年实现新能源车铜箔销量 17278.68 吨，同比 18.00%。其中，6 $\mu$ m 及以下极薄锂电铜箔销量达 11133.57 吨，同比增速 362.52%，6 $\mu$ m 以上的销量 6145.11 吨，同比下降 49.78%，产能加速向 6 $\mu$ m 及以下极薄铜箔领域集中，宁德时代整体营收占比达到 67.86%。与宁德时代的协同创新与批量供货优势得到进一步加强。展望未来：在 2020 年产能瓶颈明显的情况下，嘉元科技有望进一步集中有限产能满足 6 $\mu$ m 及以下极薄锂电铜箔的旺盛需求，8 $\mu$ m 以上定制化铜箔的毛利较高，预计仍将维持一定的生产与销售。经过测算，我们判断：2020 年 6 $\mu$ m 及以下的铜箔销量为 16007.55 吨，对应增速 43.78%，6 $\mu$ m 以上铜箔的销量为 5000 吨。（1）在 2019 年全年新能源汽车销量同比下滑 4% 的情况下，嘉元科技实现整体铜箔销量 17278.68 吨，同比 18.00%。其中，6 $\mu$ m 及以下极薄锂电铜箔销量达 11133.57 吨，同比增速 362.52%，6 $\mu$ m 以上的销量 6145.11 吨，同比下降 49.78%。显示公司强大的竞争力，充分验证我们前期深度报告关于公司核心竞争力的总结——出众的工艺能力以及与宁德时代的产业链协同绑定创新，来自宁德时代的营收占比由 2018 年的 37.41% 提升到 2019 年的 67.86%。（2）疫情下的新能源汽车刺激政策陆续出台，新能源汽车整体市场有望在疫情控制后加速回暖——3 月 31 日召开的国务院常务会议新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。新能源汽车产业链呈现“强者恒强”的产业特征，宁德时代及产业链配套公司实现营收、经营性现金项目的高增长（参见报告《疫情下的新能源汽车消费刺激政策来袭，嘉元科技等宁德时代产业链受益显著》），未来仍将延续这种态势。（3）受制于产能瓶颈，公司将通过集中资源生产 6 $\mu$ m 及以下的铜箔来满足产业链的旺盛需求，仅保留少量高毛利的 8 $\mu$ m 以上的定制化需求；H2 有望实现新增产能的释放并通过恢复定制程度较高 8 $\mu$ m 以上的铜箔业务、标准化铜箔业务等方式实现产能利用率的迅速爬坡。我们判断：2020 年 6 $\mu$ m 及以下的铜箔销量为 16007.55 吨，对应增速 43.78%，下调全年 6 $\mu$ m 以上铜箔的销量至 5000 吨。进一步预测 2021-2022 年来自于 6 $\mu$ m 及以下的销量增速分别为 33% 和 31%，6 $\mu$ m 以上的销量增速分别为 12.5% 和 11.1%。此外，我们判断 2020-2022 年标准铜箔的营收分别为 1000/8000/9000 万元——2020 年仅象征性为少数战略客户供货，2021 年后恢复至 2017-2018 年的出货水平。锂电池铜箔的整体平均单价由 2018 年的 7.34 万元/吨上升至 2019 年的 8.30 万元/吨，同比上涨 13.06%。主要系 6 $\mu$ m 以下极薄铜箔占比提升所致。我们判断：新产能释放以前，公司将主要生产 6 $\mu$ m 及以下的极薄铜箔，即使单价有所下降，但仍然高于去年同期的超薄铜箔的单价，单价预计能够小幅提升。在新增产能释放后，公司有望通过填充 PCB 用标准铜箔等方式来提升新产线的产能利用率，单价或在 2021 年出现小幅的下降。我们进一步推测 4.5 $\mu$ m 铜箔将在 2022 年实现大规模的普及，因技术含量更高，生产难度更大，单价将有所提升。总之，我们判断 2020-2022 年的平均单价分别为 8.5/8.6/8.9 万元/吨。公司整体毛利由 2018 年的 27.21% 上升到 2019 年的 34.70%，主要系产品结构变化及与宁德时代的充分绑定有关。我们认为，宁德时代对上游铜箔电池供应商的认证相对严格，出于稳定供货考虑，即使在价格有所下降的情况下，嘉

元科技仍然有望通过规模效应维持相应的毛利水平。结合公司产能释放进度，我们预计：2020年全面的毛利率为34.30%，2021年新增产能释放以后，嘉元科技有望重启标准铜箔的出货，毛利率将下滑到33.60%；2022年有望实现4.5 $\mu$ m的大批量供货进而有望小幅提升毛利率至33.75%。凭借大客户优势及先进工艺的基因，依靠资本市场的力量，嘉元科技有望通过扩大产能、开拓国际客户及深度研发等举措打开新的增长极。

(1) 无形资产项目由2018年底的2462.07万元增加到4139.31万元，主要系新增土地使用权所致，预示公司正在有序安排扩大再生产，按照土地使用权增加的比例判断有望新增和嘉元科技目前规模相当的生产能力。(2) 2019年底新增4500万元信用证存款（列示于其他货币资金项目），考虑到该类货币资金项目往往用于国际间贸易往来，推测可能的原因在于国际客户的开发所致。(3) 研发费用由2018年的3826.67万元增加到2019年的6314.88万元，创历史新高。主要系研发人员增加（对应费用由634.84万元增加到1198.86万元）及各种新品的直接投入（对应费用由2416.30万元增加到4197.88万元）增加所致。

预计2020-2022年归母净利润分别为4.35/5.57/7.37亿元，维持目标价格66.15元，考虑系统性风险的释放引致公司股价下跌，给予“买入”评级。这种预测基于：

(1) 销售费用率由2018年的1.32%变动为2019年1.35%，基本保持稳定，考虑宁德时代单一客户的营收占比持续增加，预计这一比例有望呈现下降趋势，假设2020-2022年的销售费用率分别下降至1%、0.99%和0.98%；(2) 管理费用率由2018年的1.62%变动为2019年2.21%，主要系上市过程中的中介费用增加所致，预计2020年起将出现明显下降，假设2020-2022年的管理费用率分别下降至1.58%、1.55%和1.53%；(3) 研发费用总额由2018年的3826.27万元（占比3.32%）增加至2019年的6314.88万元（占比4.37%），主要系新增研发人员付出的薪酬及直接用于新产品的相关研发支出所致，是公司长期发展的推动力，我们预计未来研发费用将保持稳中有升态势，假设2020-2022年的研发费用率分别为3.60%、3.30%和3.20%；(4) 上市带来充沛资金，财务费用率将显著下降，出于审慎考虑，仍然假设2020-2022年的财务费用率保持在0.50%的水平。(5) 受疫情影响，减税政策有望成为政府拉动经济的重要政策方向，实际所得税率有望下降，预计2020-2022年的实际所得税率分别为12.50%、12.80%和12.80%。(6) 风险提示：技术进步导致的竞争力相对下降的风险、新能源汽车补贴退坡的影响、客户集中的风险、财务风险、系统性风险等。

表 12 2020-2022 年嘉元科技营业收入及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	11.53	14.46	17.96	23.41	30.60
同比增长（%）	103.7%	25.4%	24.2%	30.4%	30.7%
归母净利润（亿元）	1.76	3.30	4.35	5.57	7.37
EPS（元）	0.76	1.43	1.88	2.41	3.19

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

## 4.7. 佳华科技：核心技术为基&多场景协同的高增长环保物联网方案商

佳华科技是一家具有强大技术积累，不断在应用场景中发展的物联网企业。经过十余年对物联网技术的研发与应用，佳华科技形成了拥有自主知识产权的智能传感器、云链数据库、物联网IoT平台及人工智能AI算法等核心技术，并积淀了丰富的物联网技术应用经验，业务涉及建筑智能化、智能脱硫运营、智慧环保、智慧城市和环保监



控与信息化五个方面。(1) **核心竞争力**：公司深耕物联网领域十余年，佳华科技成功探索出以嵌入式物联网智能终端技术、高并发的物联网平台技术、高性能&高时效、高可靠的云链数据库技术和多场景复杂分析的AI技术为主要内容的核心技术体系，并通过多点多场景的实时运营构筑起公司在环保物联网领域的技术竞争力。

(1) **模块化、自校准、高敏感的嵌入式物联网智能终端技术**——这种技术设计思想可以缩短软硬件开发40%的周期，此外，公司开发了气体类传感器、温湿度传感器、噪声传感器、压力传感器、液位传感器、颗粒物传感器、风速风向传感器等环境类传感器具备自补偿、自校准、自诊断、自学习与自适应的能力，进而具有良好的场景适用性。

(2) **百万级高并发的物联网IoT平台技术**——公司研发的物联网IoT平台是一种通用连接和控制所有终端设备，并对终端设备上报的数据进行实时计算和处理的平台。相较于其他物联网IoT平台所面临的需求场景，公司的物联网IoT平台需求考虑了2/3/4/5G、蓝牙、WIFI等各种不同的网络传输特性、大量行业不同传输标准和协议的复杂性。该架构具备高效率的设备接入和灵活数据处理的优势，能够支持视频、遥感、雷达、环境质量等不同特征的多源信息和大量设备7x24小时的不间断传输。

(3) **安全可信、高性能、高实时性的云链数据库技术**——一般云计算的模式，将所有数据集中到一个中心数据库进行数据共享交换，弊端是难以集中到中心的数据无法参与数据交换共享。佳华科技的云链数据库可以有效解决这一问题：通过云链数据库的设计，适合中心化交换的数据进行集中化交换，不适合的用分布式数据库之间建立“区块链”技术特色模式的点对点交换。简称“宜云则云、宜链则链”。

(4) **多场景复杂分析能力的AI技术体系**——公司构建的AI技术体系主要以AI算法和AI工程化为核心解决城市各种智能场景的应用问题。相较于其他AI公司，公司面临的是一个直接面向结果的复杂AI场景，而非单一识别场景，如城市扬尘管理中涉及渣土车、裸露土地、燃烧等多种场景识别，对这种场景的识别需要结合终端设备数据、气象数据、遥感数据来进行污染溯源，因此，复杂场景的AI技术既需要从视频等非结构化数据中做智能识别，也需要大量多源大数据以帮助用户做辅助决策。

(5) 先后组建10个子公司，为佳华科技实现多点多场景的物联网建设及运营奠定基础。**主要管理层具有10余年深耕环保物联网领域的合作经历并通过股权机制实现利益绑定。**

(1) **实际控制人李玮、王倩的持股及基本情况**：①李玮、王倩直接或间接持有罗克佳华48.47%的股份——李玮、王倩夫妻分别持有公司控股股东韦青信息90%、10%的股份，通过韦青信息持有罗克股份42.18%的股份，同时李玮直接持有罗克股份20.84%的股份，通过共青城华云间接持有罗克股份1.60%的股份。②公司董事长李玮具有华中理工大学国际贸易专业本科学历，目前的荣耀包括第二批国家“千人计划”专家、国家特聘专家、北京市“海聚人才”专家、山西省“百人计划”专家、国家环境保护工业污染源监控工程技术中心主任、华中科技大学兼职教授。李董事长具有20余年深耕环保物联网的实操及管理经验。

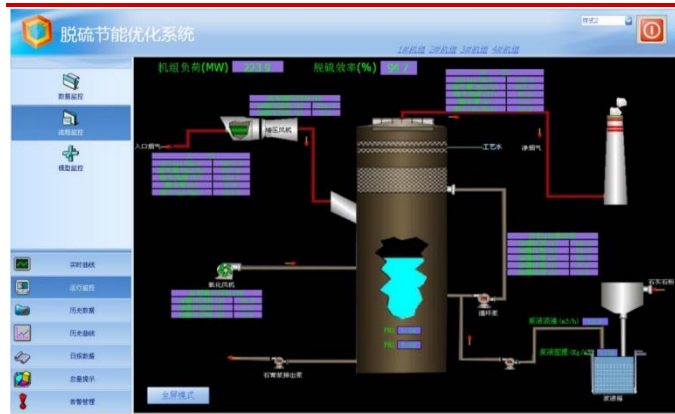
(2) **高管团队中部分重要成员持有公司股份**：池智慧通过共青城华云间接持有佳华科技0.68%股份，现任公司董事、副总经理，曾任太罗工业生产技术总监、副总经理等；范保娴通过共青城华云间接持有公司0.63%股份，现任公司董事、副总经理；黄志龙通过共青城华云间接持有公司0.37%，现任公司副总经理，分管公司嵌入式智能产品的研发、设计，任职期间参与获得专利25项，其中发明专利1项；郭瑞娟通过共青城华云间接持有公司0.68%股份，现任公司副总经理；连燕通过共青城华云间接持有公司0.59%股份，现任公司副总经理，王朋朋通过共青城华云间接持有公司0.16%股份，现任公司财务总监。

图 20 智能配电产品示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 21 脱硫节能优化系统示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 22 生态环境大数据平台示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 23 城市降尘复杂场景智能识别



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

预计 2020-2022 年主营业务收入分别为 5.98/7.39/9.25 亿元，年复合增长达 21.58%。归母净利润分别为 1.33/1.77/2.27 亿元，年复合增速为 24.08%，目标价 103.2 元，增持评级。

(1) 刚性需求所引导的环保物联网行业。①大气环境 AI 大数据体系建设项目：以国家规划的 13 个大气污染防治重点区域、117 个重点监测城市为目标，新建 9 个区域运营机构，在现有的 40 余个服务城市基础上，再拓展 41 个城市市场，最终建立覆盖京津冀、长江三角洲、珠江三角洲地区，以及辽宁中部、山东、武汉及其周边、长株潭、成渝、山西中北部、陕西关中等区域的以环境监测为基础的大数据 AI 服务体系。本项目全部建成后，在现有服务城市基础上，新增 41 个城市的环境数据密度，建成以海量智能传感器数据为基础，通过 IoT 系统数据存储归集以及云链数据库的共享融合的物联网大数据体系，并经过 AI 智能分析软件的深度解析，为行业管理部门等用户提供智能分析和辅助决策。本项目的实施将支撑公司智慧环保类业务的高增长并为智慧城市业务进行引流，为公司营收预测奠定坚实基础。

②大数据 AI 研发体系建设项目：将投入于“环境智能传感器升级研发项目”、“云链数据库共享交换平台升级研发项目”及“城市人工智能软件研发及产业化项目”三大领域。我们认为，研发体系的建设将促进公司竞争力的提升，有助毛利率的稳定。

(2) 营收及盈利预测：2020-2022 年营收分别为 5.98/7.39/9.25 亿元，对应归母净利润分别为 1.33/1.77/2.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.29/2.94 元，目标价 103.2 元，增持评级。

(3) 主要风险：物联网终端嵌入式产品中所应用芯片的供应风险，智慧城市等物联网垂直应用领域市场竞争加剧的风险，收入季节性波动的风险，应收账款金额较大、账龄较长及流动性不足的风险，系统性风险。

表 13 2020-2022 年佳华科技营业收入及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	3.89	5.15	5.98	7.39	9.25
同比增长（%）	17.08%	32.32%	16.13%	23.70%	25.11%
归母净利润（亿元）	0.64	1.19	1.33	1.77	2.27
同比增长（%）	79.00%	85.65%	11.83%	33.56%	28.37%
EPS（元）	0.83	2.05	1.72	2.29	2.94

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 5. 风险提示

疫情对宏观及产业影响的不确定性风险：尽管目前国内疫情已经接近尾声，市场消费和生产正陆续回暖，但能否迅速回复到过往正常水平已然具有不确定性。

系统性风险等。

## 分析师与研究助理简介

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

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年放射性药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长和科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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



## 华西证券免责声明

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

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

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

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

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。