

2020 年 05 月 14 日

经济下行叠加环比改善，看好次新新兴个股

两会前瞻

受疫情因素影响，两会时间被推迟，近日官方公布两会将于 5 月 21 日~22 日在京召开。

主要观点：

► 预计未来中短期经济增长环比改善，但同比数据相较于过往下行概率大。

中国率先平稳控制疫情，经济已经走在快速恢复途中，但 Q2 起面临全球需求下滑，全球产业配套能力严重下滑的冲击，复工复产后可能面临的冲击更大，接下来 1-2 个季度的同比数据相较于过往仍有下行压力，环比确定性出现较大改善，内外需不足及供给端的成本压力仍将严重拖累整体经济增速。

► 宏观政策组合将更为积极，但仍将保持前后的连贯性，超出市场预期概率较小。

基于经济基本面的判断，可能的宏观政策是就业优先、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，但超出市场预期概率较小。**

► 消费板块两会行情更为明显，且在两会前的表现更好，看好次新中小新兴产业个股机会。

由过往经验看，两会前后，医药、食品饮料等消费行业表现更好的概率更大。基于目前的政策环境及新兴产业培育的进展，考虑到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。推荐组合：长阳科技、嘉必优、鸿泉物联、三达膜、开普云。

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

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司 EPS (元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
688299	长阳科技	24.96	买入	0.51	0.68	1.01	1.54	40.15	29.99	20.09	13.21
688288	鸿泉物联	34.90	买入	0.7	0.95	1.23	1.59	46.09	33.24	25.64	19.81
688089	嘉必优	41.45	买入	0.98	1.16	1.32	1.54	39.20	33.25	29.27	25.04
688101	三达膜	20.11	买入	1.07	0.88	1.04	1.17	17.64	21.37	18.03	17.39
688228	开普云	73.55	买入	1.17	1.53	2.00	2.60	56.56	43.16	32.93	25.36

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 预计未来中短期经济增长环比改善，但同比数据不乐观.....	3
2. 政策展望：就业为上，更加积极的财政&货币政策.....	4
3. 市场判断：注册制红利叠加更为宽松的货币政策，中小成长结构性牛市的概率更大.....	6
3.1. 两会行情下潜在受益板块分析.....	6
3.2. 两会以前的走势更为积极，医药和食品饮料等消费板块及地产板块的两会效应更为显著.....	8
4. 投资建议：小市值科创板个股最具吸引力.....	11
4.1. 长阳科技：迭代创新&国产化加速，新业务布局显著加速.....	12
4.2. 鸿泉物联：中轻卡 OBD&渣土车物联网共振，实现高增长.....	14
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.....	16
4.4. 三达膜：基于膜技术和大项目的备件&运营转型在路上.....	18
4.5. 开普云：技术为基的政务互联&大数据平台建维领先者.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

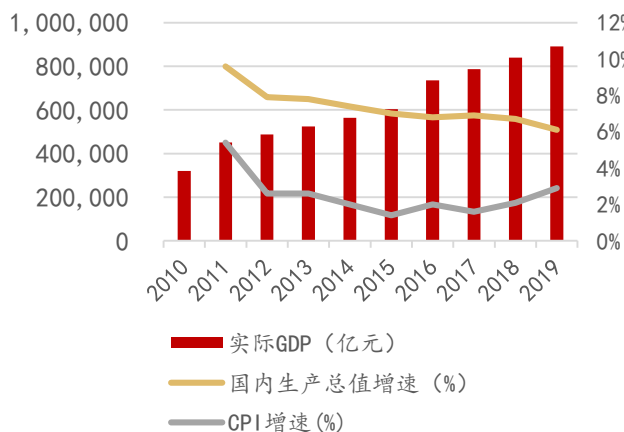
图 1 2010 年以来的年化 GDP 增长率/CPI.....	3
图 2 2015 年以来的季度 GDP 增长率.....	3
图 3 近 15 年两会前单月各板块涨跌幅中位数 (%).....	10
图 4 近 15 年两会前单月各板块上涨概率 (%).....	10
图 5 近 15 年两会期间各板块涨跌幅中位数 (%).....	10
图 6 近 15 年两会期间各板块上涨概率 (%).....	10
图 7 近 15 年两会后单月各板块涨跌幅中位数 (%).....	11
图 8 近 15 年两会后单月各板块上涨概率 (%).....	11
图 9 围绕国家发展战略，布局新兴产业.....	13
图 10 人在回路的智能增强驾驶技术.....	15
图 11 行驶记录仪示意图.....	15
图 12 嘉必优：基于核心生物技术的多营养素平台型公司.....	17
图 13 三达膜公司主要膜材料类型.....	19
图 14 三达膜公司主要膜组件产品.....	19
图 15 三达膜公司主要膜设备产品.....	19
图 16 三达膜主要污水处理厂分布图.....	19
图 17 开普云发展历程.....	22
图 18 开普云核心技术、业务支撑平台和产品服务体系.....	22

表 1 中国抗击疫情重要里程碑事件整理.....	3
表 2 2010-2019 政府工作报告的经济形势描述与宏观政策组合部分摘要.....	5
表 3 近期证券市场改革里程碑事件整理.....	7
表 4 潜在受益个股整理.....	8
表 5 近十五年历次两会前后上证综指统计.....	9
表 6 华西中小市值科创个股组合整理表.....	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.....	15
表 9 2020-2022 嘉必优营收及盈利预测.....	17
表 10 2020-2022 三达膜营收及盈利预测.....	20
表 11 2020-2022 开普云营业收入及盈利预测.....	22

1. 预计未来中短期经济增长环比改善，但同比数据不乐观

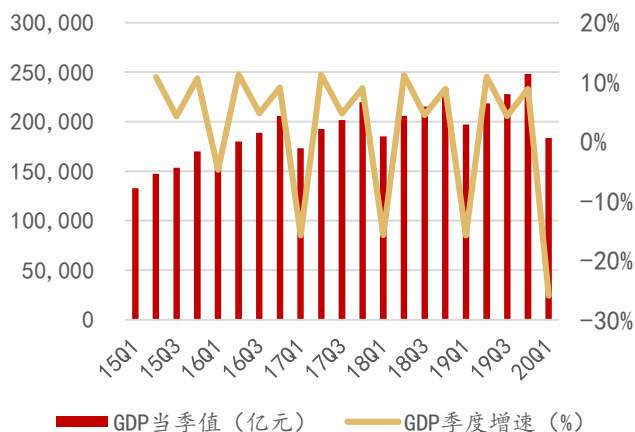
经济增速下滑&居民消费价格指数上升周期中遭遇疫情冲击引致增速下滑更快&居民消费价格指数上升更快，考虑到中国率先走出疫情最危险时刻，未来有望出现短期GDP数据的环比改善及同比数据下降共存的宏观数据。(1)在经济增速进一步下台阶的情况下，遭遇疫情冲击，经济增速显著下滑：2019 全年经济总量 99.09 万亿，同比增长 6.1%，相较于 2018 年下滑 0.5 个百分点。2020 年一季度国内生产总值 20.65 万亿元，同比下降 6.8%。(2)在经济遭遇疫情引起严重下滑的情况下，居民消费价格因供给端成本上升驱动，居民消费价格指数持续高于去年。2019 年全年居民消费价格指数上涨 2.9%，2020 年一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%，2020 年 4 月份居民消费价格同比上涨 3.3%，低于一季度但高于去年全年平均水平。(3)从全球范围看，疫情冲击将在 Q2 后进一步显现，2021 年全球有望在疫情得以控制的情况下实现低基数情况下的经济恢复，国际货币基金组织预测 2020 发达经济体增速约 4.7%，中国经济增速高达 9.2%。剔除物价因素后，今年一季度美国 GDP 同比实际增长了 0.5%。国际经济组织预测美国全年经济增速下滑 5.9%。我们判断：在美国经济增速不断下台阶的情况下，中国面临的外需形式仍将十分严峻。(4)中国率先平稳控制疫情，经济已经走在快速恢复途中，但 Q2 起面临全球需求下滑&全球产业配套能力严重下滑的冲击，未来 1-2 个季度的同比数据压力仍存，环比出现较大改善。①4 月 30 日零时起，北京应急风险等级下降为二级；②疫情防控形势仍然严峻：2020 年 5 月 9 日，吉林省吉林市确诊本土病例 11 例，吉林市风险等级上升为一级；③疫情防控措施限制的产能供给仍将长期存在，疫情防疫引致的成本增加亦将在相当时期内长期存在；④预计 2020 年二季度经济将底部企稳，但仍将面临相当严重的同比压力，居民消费指数亦将显著高于去年同期。

图 1 2010 年以来的年化 GDP 增长率/CPI



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

图 2 2015 年以来的季度 GDP 增长率



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

表 1 中国抗击疫情重要里程碑事件整理

序号	日期	事件
1	2020/1/21	病毒人传人得到验证，鉴于疫情迅速蔓延、防控工作面临严峻挑战，习近平明确要求湖北省对人员外流实施全面严格管控
2	2020/1/23	湖北省启动重大突发卫生事件一级响应

3	2020/2/3	经中央军委主席习近平批准，军队抽组 1400 名医护人员于 2 月 3 日起承担武汉火神山新型冠状病毒感染肺炎专科医院医疗救治任务。
4	2020/3/27	要加快释放国内市场需求，在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场，市场复工复市，生活服务业正常经营。
5	2020/3/18	加快建立同疫情防控相适应的经济社会运行秩序，积极有序推进企业单位复工复产，努力把疫情造成的损失降到最低限度
6	2020/02/03-03/18	新冠肺炎在全国各地爆发
7	2020/4/1	要在严格做好疫情防控工作的前提下，有力有序推动复工复产提速扩面，积极破解复工复产中的难点、堵点，推动全产业链联动复工。

资料来源：新华社，华西证券研究所

2. 政策展望：就业为上，更加积极的财政&货币政策

基于经济基本面的判断，可能的宏观政策是就业优先、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）回溯 2010 年以来的两会政府工作报告，我们注意到宏观政策组合基本表现为积极的财政政策和稳健的货币政策，但每年的提法又有细微差异：2017 年的提法是要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策更加积极有效，货币政策要保持稳健中性。2018 年的提法是极的财政政策取向不变，要聚力增效。稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。2019 年的提法是实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策。不难看出：第一，中国宏观财政政策通常表述为积极的财政政策，通常表现为通过赤字来安排重大投资，2019 年则用较大笔墨阐述了减税安排；第二，中国宏观货币政策通常表述为稳健的货币政策，但又有微调：2017 年政府工作报告中追求稳健中性的货币政策，2018 年则表述为稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。这种细微差异体现了宏观经济发展导向的调整，在整体定调为高质量发展为优先之后，预计不会因为突发事件而改变宏观政策的基调，货币政策上不会参照其他国家实行货币超发。在受到疫情冲击之后，尽管一季度经济增速明显下滑，但考虑到疫情控制的成效全球最优，工业结构门类全球最为齐全，经济发展的韧性较强，预判在宏观政策的选择上会更积极，但市场可能已经充分预估，超出市场预期的概率较小。（2）更加积极的财政政策：①减税方面：2019 年实现较大幅度的减税降费，今年继续推减税以刺激经济回暖的概率较大；②政府三公经费可能进一步压缩；（3）定向宽松&稳健有度的货币政策。预计小微信贷支持有望进一步得到强化，值得预期的是基于数据的小微经营贷服务有可能成为关键的落地手段，成为未来一段时期内非常重要的信息技术&金融相结合进而促进小微端高质量增长的抓手。（4）供给侧改革进一步推进：①政府端服务：进一步推动数据共享，互联网+政务面临由上而下的驱动力。②企业端收费项目有望迎来政策性下降：考虑前期政府报告的指引，可能的方向包括——电价下降、高速公路跨省联网收费加速落地等。（5）创新引领仍是两会热词，亦是经济发展最大引擎——工业互联网、智能+、大数据、人工智能、新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群有望得到进一步强化。此外，两会热词——壮大数字经济、远程教育、远程医疗、移动通信费进一步下降有望再次出现。（6）更加积极的消费刺激政策有望加码：①有望推出节能环保、以旧换新、消费券等方式刺激消费；②社区养老&婴幼儿照护政策进一步推行；③旅游业恢复刺激政策有望在两会中被提及以顺应疫情对酒店、航空公司等旅游

相关行业的巨大冲击；④互联网经济（O2O、电子商务、快递服务等）等领域面临更为友好的政策环境。（7）投资力度有望在两会后提速。①新基建投资：高铁、高速公路、高速信息基础设施建设（数据中心、5G 等）均将提速，预计中央及各地都将推出较大规模的投资以对冲疫情的影响；②融资方式有可能进一步丰富，REITS 等新兴投资有望迎来政策支持。（8）脱贫攻坚、乡村振兴&因疫返贫治理可能是今年将推出的扶弱方面的政策。农业产业化、新农村建设投资、农村饮用水安全有可能是重要的抓手。（9）区域发展政策：基于长三角&珠三角区域的经济总量占比大，长三角&珠三角率先发展可能显得更加重要。（10）污染治理&绿色发展：蓝天工程、污水处理、工业污染控制、国六尾气监测等仍会继续受到关注。（11）重点领域改革：可能的方向包括——自然垄断行业网运分离、分类型盘活国有国资、民营经济营商环境进一步改善、房产税立法、资本市场注册制&进一步推进直接融资比例提升。（12）改善和保障民生方面：公共卫生体系的完善有望提上议事日程、基于互联网提供更加公平的教育、医疗等服务有望得到空前重视。

表 2 2010-2019 政府工作报告的经济形势描述与宏观政策组合部分摘要

年份	经济形势描述	政策组合部分摘要
2010	我国在全面建设小康社会道路上又迈出坚实的一步。	提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展。要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，根据新形势新情况不断提高政策的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏和重点。处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好的势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展，还要管理好通胀预期、稳定物价总水平。
2011	这五年，我国社会生产力、综合国力显著提高；各项社会事业加快发展、人民生活明显改善；改革开放取得重大进展；我国国际地位和影响力显著提高。	（1）继续实施积极的财政政策。保持适当的财政赤字和国债规模。 （2）实施稳健的货币政策。保持合理的社会融资规模。健全宏观审慎政策框架，综合运用价格和数量工具，提高货币政策有效性。
2012	巩固和扩大了应对国际金融危机冲击成果，实现了“十二五”时期良好开局。	（1）继续实施积极的财政政策。保持适度的财政赤字和国债规模。 （2）继续实施稳健的货币政策。按照总量适度、审慎灵活的要求，兼顾促进经济平稳较快发展、保持物价稳定和防范金融风险。
2013	这五年，我国宏观经济总体上保持增速平稳较快、物价相对稳定、就业持续增加、国际收支趋于平衡的良好态势，国内生产总值年均增长 9.3%，显著高于同期全球和新兴经济体的增速，通货膨胀率远低于其他新兴经济体。	（1）继续实施积极的财政政策。更好地发挥积极财政政策在稳增长、调结构、促改革、惠民生中的作用。 （2）继续实施稳健的货币政策。把握好促进经济增长、稳定物价和防范金融风险之间的平衡。
2014	经济运行稳中向好；居民收入和经济效益持续提高；结构调整取得积极成效；社会事业蓬勃发展。	（1）推动重点领域改革取得新突破。 （2）宏观调控：保持经济运行处在合理区间。完善宏观调控政策框架，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

2015	我国经济社会发展总体平稳，稳中有进。	<p>(1) 宏观调控：稳定和完善宏观经济政策。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，更加注重预调微调，更加注重定向调控，用好增量，盘活存量，重点支持薄弱环节。以微观活力支撑宏观稳定，以供给创新带动需求扩大，以结构调整促进总量平衡，确保经济运行在合理区间。</p> <p>(2) 保持稳增长与调结构的平衡。</p>
2016	经济运行保持在合理区间；结构调整取得积极进展；发展新动能加快成长；人民生活进一步改善。	<p>(1) 宏观调控：稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，创新宏观调控方式，加强区间调控、定向调控、相机调控，统筹运用财政、货币政策和产业、投资、价格等政策工具，采取结构性改革尤其是供给侧结构性改革举措，为经济发展营造良好环境。</p> <p>(2) 加强供给侧结构性改革，增强持续增长动力。</p> <p>(3) 深挖国内需求潜力，开拓发展更大空间。</p>
2017	经济运行缓中趋稳、稳中向好；就业增长超出预期；改革开放深入推进；经济结构加快调整；经济结构加快调整；发展新动能不断增强；基础设施支撑能力持续提升；人民生活继续改善。	<p>(1) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策更加积极有效，货币政策要保持稳健中性。</p> <p>(2) 深化重要领域和关键环节改革。要全面深化各领域改革，加快推进基础性、关键性改革，增强内生发展动力。</p> <p>(3) 进一步释放国内需求潜力。推动供给结构和需求结构相适应、消费升级和有效投资相促进、区域城乡发展相协调，增强内需对经济增长的持久拉动作用。</p>
2018	五年来：经济实力跃上新台阶；经济结构出现重大变革；创新驱动发展成果丰硕；改革开放迈出重大步伐；人民生活持续改善。	<p>(1) 积极的财政政策取向不变，要聚力增效。稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。</p> <p>(2) 深入推进供给侧结构性改革：坚持把发展经济着力点放在实体经济上，继续抓好“三去一降一补”，大力简政减税减费，不断优化营商环境，进一步激发市场主体活力，提升经济发展质量。</p> <p>(3) 加快建设创新型国家：把握世界新一轮科技革命和产业变革大势，深入实施创新驱动发展战略，不断增强经济创新力和竞争力。</p>
2019	经济运行保持在合理区间；经济结构不断优化；发展新动能快速成长；改革开放取得新突破；三大攻坚战开局良好；人民生活持续改善。	<p>(1) 宏观调控：实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策。实施更大规模减税；明显降低企业社保缴费负担；确保减税降费落实到位；着力缓解企业融资难融资贵问题；有效发挥地方政府债券作用；多管齐下稳定和扩大就业。</p> <p>(2) 产业创新：推动传统产业改造提升；促进新兴产业加快发展；提升科技支撑能力；进一步把大众创业万众创新引向深入。</p> <p>(3) 释放内需：推动消费稳定增长；合理扩大有效投资。</p>

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：注册制红利叠加更为宽松的货币政策，中小成长结构性牛市的概率更大

3.1. 两会行情下潜在受益板块分析

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，中小新兴产业个股存在结构性机会。(1) 更为宽松的货币政策&相对前期更低的利率水平，有助证券市场风险偏好的相对改善。从过往周期看，这种背景之下的中小创、次新股显著跑赢市场。(2)

从板块间的相对吸引力看，疫情拖累经济增速下行将影响上市公司的整体利润，尽管二季度起可能出现边际上的环比改善，但受制于疫情诱发的成本上升和需求下降影响，单季度同比增速仍将显著低于过往，而中小创及次新股的利润相对有限，部分公司存在弯道超车可能，结构性效应显著。(3) 政策红利效应明显：以科创板推出为例，信息披露为核心的注册制实施以后，显著加快了一批科创型公司上市的进度——以我们深度覆盖的三达膜为例，尽管其在工业料液分离及膜法水处理领域具备领先的技术优势，但与四平市相关企业的法务纠纷是其登陆证券市场的短板。科创板推出以后，通过充分的信息披露，完整展现纠纷形成过程及处理结论，最终成功登陆科创板。伴随创业板注册制的推行以及新三板精选层的实施，预计将进一步活跃中小创成长板块，新兴产业结构效应有望进一步显现。(4) 中小创新个股商业模式更加先进，企业家精神决定的长期发展愿景更加具有全球视野，有望涌现一些未来细分产业的全球主导权公司——以我们深度覆盖的长阳科技为例：通过研发沉淀及全球客户开拓，长阳科技已经成为全球反射膜领域市占率最高的公司，成为三星、LG、京东方等全球显示巨头的创新合作伙伴。立足研发及客户的优势，长阳科技在离型膜、基膜、车衣膜、折叠膜等多个领域进行积极的研发，提出“十年十膜”的发展愿景，有望成为中国乃至全球领先的信息技术领域的关键膜材料的平台型公司。再以我们深度覆盖的嘉必优为例：公司是婴幼儿奶粉必须的ARA及DHA等营养素的领先供应商，沉淀了大量的优质食品类全球客户。基于其生物技术及强大的客户优势，公司立志在婴幼儿食品添加剂、保健食品、化妆品等多个领域的营养素进行平台化布局。

具体看好的方向政务互联（尤其看好政府门户网站供应商）、供给侧改革驱动的智能交通和智能电网板块、信息技术创新驱动的云计算、大数据、物联网及人工智能板块、消费刺激政策驱动的互联网经济、家电及新能源汽车、节能环保与污染治理领域的耗材类及大数据平台类公司、信息技术及新能源汽车上游关键材料、民生改善相关的医疗信息化和教育信息化等板块。具体个股整理如下：(1) 政务公开&互联网政务加快推进，政府透明度显著提升。受益标的包括开普云、拓尔思、南威软件、华宇软件等；(2) 供给侧改革进一步推进，ETC不停车收费加速推广、交通物联网、智能电网等产业链面临发展良机，受益标的包括千方科技、数字政通、鸿泉物联、辉煌科技、金智科技等。(3) 信息技术创新仍是两会热词，智能+、人工智能、大数据、云计算继续受到追捧，主题性机会概率更大。率先实现商业模式变现领域的包括数据中心基础设施建设，受益标的宝信软件、易华录、紫晶存储等。基于大数据的商业模式创新是未来一个世代最为关键的商业创新，受益标的包括佳华科技、易联众、卫宁健康、神州信息、航天信息、东软集团、东华软件等。自主可控是未来一段时间的主旋律，受益标的包括中微公司、金山办公、致远互联、紫晶存储、易华录、中国软件、中国长城等；在线经济看好金山办公、光云科技等。(4) 消费刺激加码，在线经济、汽车和家电消费刺激政策有望驱动的公司：嘉必优、嘉元科技、光云科技、超图软件等相关个股。(5) 节能环保与污染治理：受益标的包括佳华科技、三达膜等。(6) 新材料国产替代加大方面的受益标的包括：长阳科技、安集科技等。(7) 民生改善领域：信息技术的商业重构加快推进，我们判断受益标的包括东软集团、易华录、卫宁健康、麦迪科技、久远银海、东华软件、神州信息等。

表 3 近期证券市场改革里程碑事件整理

序号	日期	事件
1	2018/11/5	中央宣布在上交所成立科创板并试点注册制
2	2019/1/30	证监会发布《实施意见》：上交所配套规则公开征求意见

3	2019/3/1	证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法》
4	2019/6/11	首批过会的3家公司提交注册申请科创板发行注册程序正式启动
5	2020/3/6	证监会就《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》公开征求意见

资料来源：wind、华西证券研究所

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. 两会以前的走势更为积极，医药和食品饮料等消费板块及地产板块的两会效应更为显著

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。近十五年来

除 2008、2013 和 2018 年个别年份外，其余年份在两会前一个月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 2007、2008、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) 近十五年来除 2008、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 73%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

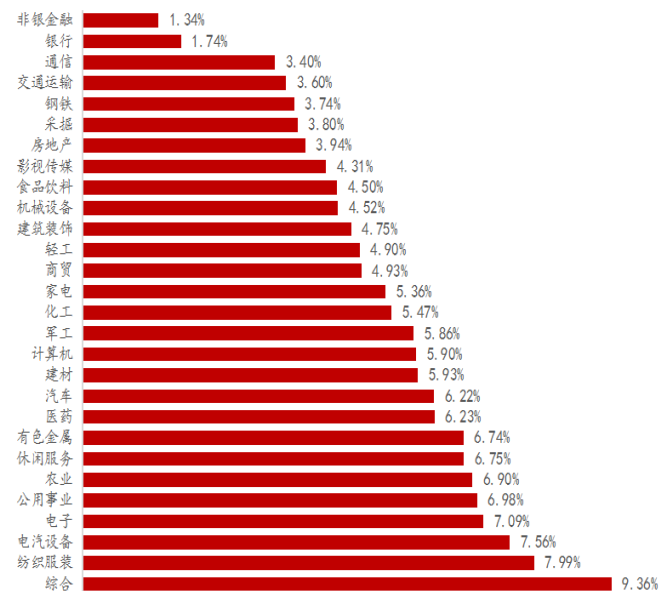
两会开幕时间	两会闭幕时间	两会前月涨跌幅 (%)	两会期间涨跌幅 (%)	两会后月涨跌幅 (%)
2019/3/3	2019/3/15	16.3%	0.9%	5.2%
2018/3/3	2018/3/20	-6.7%	1.1%	-6.7%
2017/3/3	2017/3/15	2.2%	0.4%	0.1%
2016/3/3	2016/3/16	4.1%	0.7%	7.2%
2015/3/3	2015/3/15	3.9%	1.1%	21.1%
2014/3/3	2014/3/13	1.1%	-1.8%	5.5%
2013/3/3	2013/3/17	-1.0%	-3.4%	-3.7%
2012/3/3	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

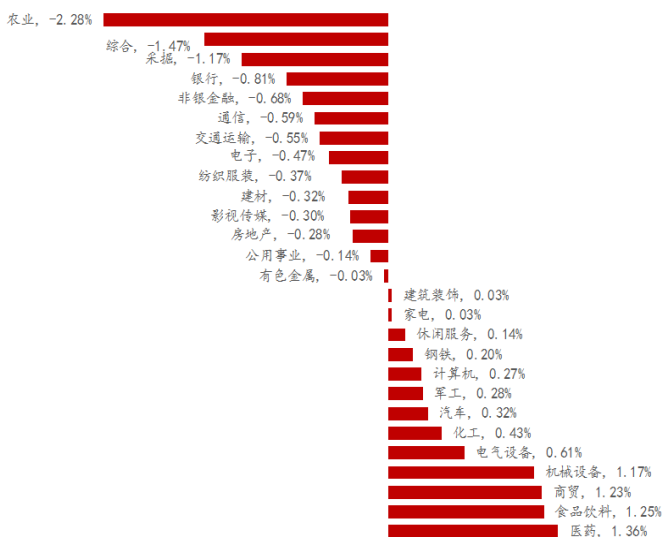
从板块结构看，两会前夕表现较好的板块是纺织服装、电气、电子及综合类；两会期间表现更好的板块通常是医药、食品饮料及商贸板块，两会后通常地产表现更占优势。(1) 从各行业板块来看，我们从各板块的阶段涨幅和对应的涨跌概率两个维度入手，统计分析两会前后的板块市场表现。(2) 两会前夕，综合、纺服、电气、电子板块涨幅居前，而金融板块表现较弱。两会前单月各板块上涨概率较大。综合、纺织服装、电气设备、电子和公用事业板块相对占优，单月涨跌幅中位数居前，分别为+9.36%、+7.99%、+7.56%、+7.09%和+6.98%；而银行、非银金融、通信、交通运输和钢铁板块则表现较差，单月涨跌幅中位数分别为+1.34%、+1.74%、+3.40%、+3.60%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 3 近 15 年两会前单月各板块涨跌幅中位数 (%)



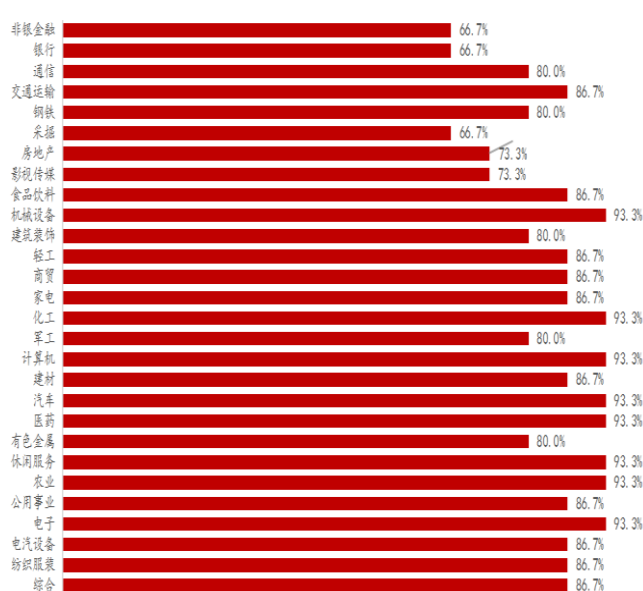
资料来源: wind、华西证券研究所

图 5 近 15 年两会期间各板块涨跌幅中位数 (%)



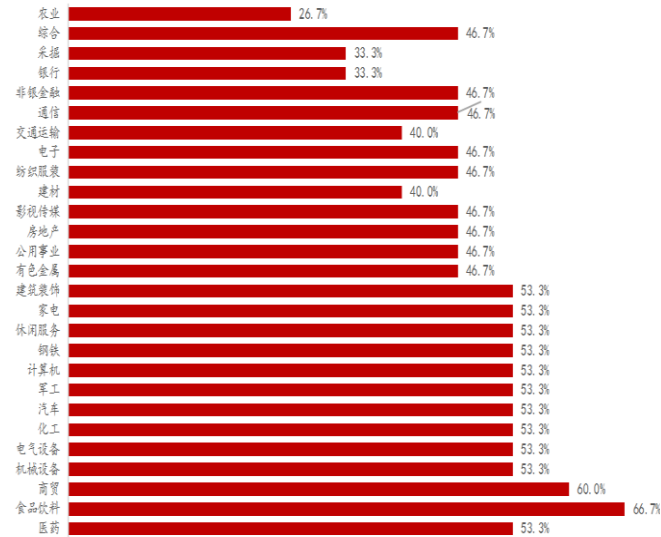
资料来源: wind、华西证券研究所

图 4 近 15 年两会前单月各板块上涨概率 (%)



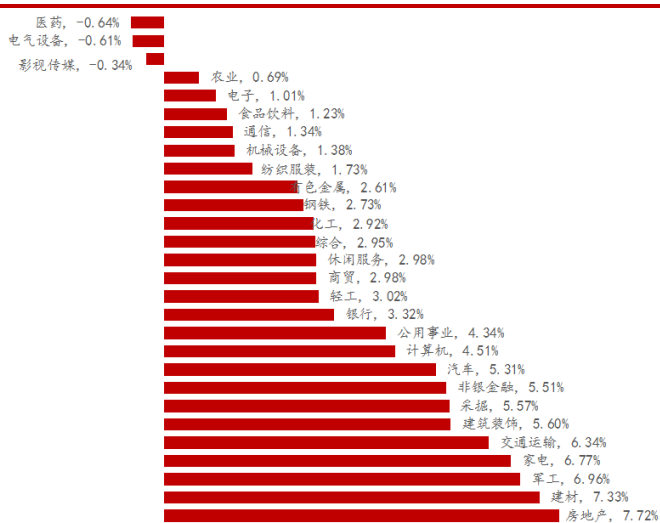
资料来源: wind、华西证券研究所

图 6 近 15 年两会期间各板块上涨概率 (%)



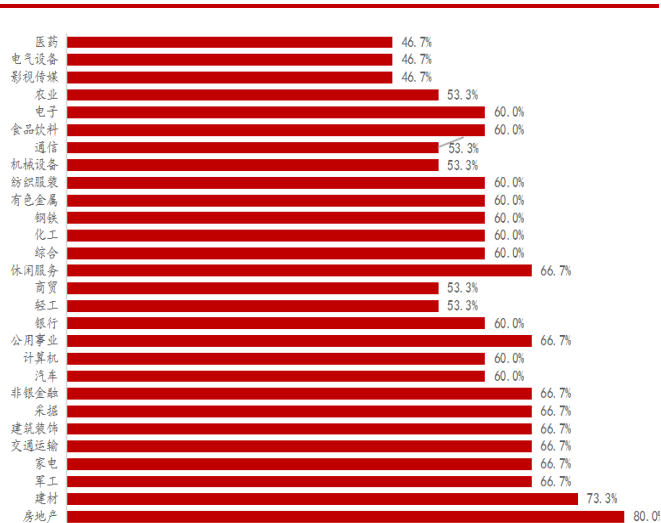
资料来源: wind、华西证券研究所

图 7 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 8 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

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。

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

资料来源：Wind、华西证券研究所

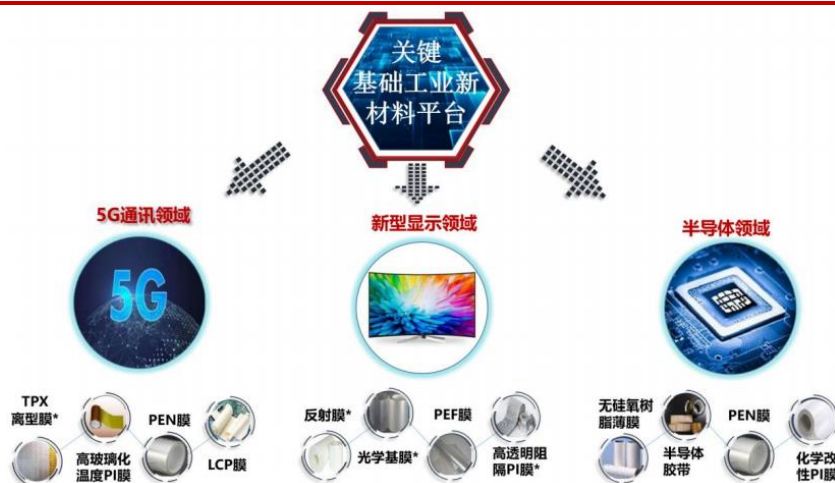
4.1. 长阳科技：迭代创新&国产化加速，新业务布局显著加速

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

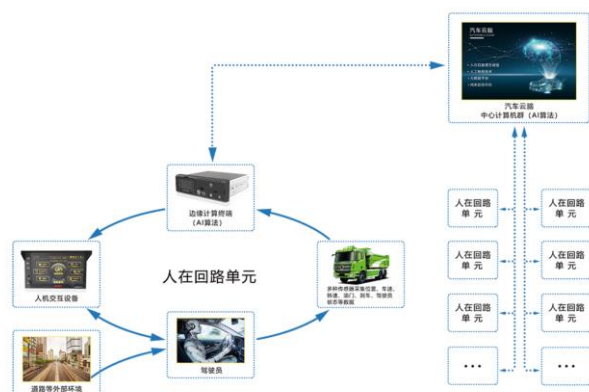
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	6.91	9.10	10.11	13.87	18.51
同比增长（%）	47.8%	31.7%	11.1%	37.2%	33.5%
归母净利润（亿元）	0.89	1.43	1.92	2.86	4.35
同比增长（%）	251.0%	61.0%	33.9%	49.3%	52.1%
EPS（元）	0.31	0.51	0.68	1.01	1.54

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智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 30.75%，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，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%	30.75%	32.59%	29.60%
EPS (元)	0.57	0.70	0.95	1.23	1.59

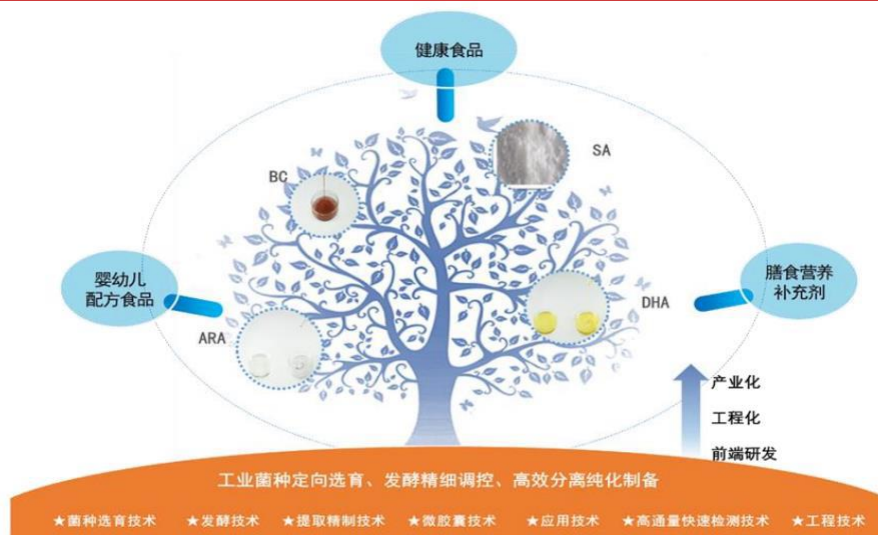
资料来源: Wind、华西证券研究所

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产生产, 推动了 ARA 产品在国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质量。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、欧盟及中国国家标准, 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。④ β -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，“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 (m²·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。

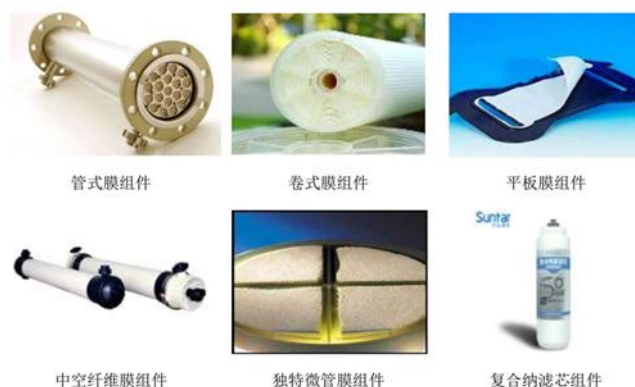
②设备及解决方案&耗材协同，三达膜商业模式具有显著的稳健指数效应增长特征。公司主营业务可以分为三类，分别是膜净化设备、膜净化工程及运营项目、备件及其他。其中，膜净化设备和净化工程及运营项目是客户开拓的初期是主要的形态，而备件类耗材业务则是客户采购公司的净化设备以后定期需要更换的耗材。客户向公司采购膜技术应用相关设备后，后续该设备的备品备件亦向公司购买的可能性较大；因此，随着公司膜技术应用相关设备销售规模的扩大、市场和客户的不断开拓，备品备件收入快速增长。

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%，目标价格 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，对应归母净利润

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

以国家级门户网站的建设及运维为抓手，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：①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。②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。

①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中心应用三大场景。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%。

②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。

③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

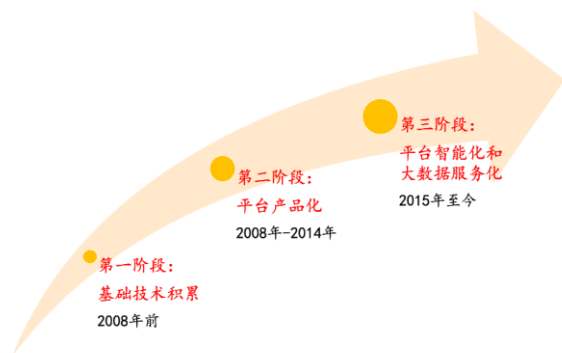
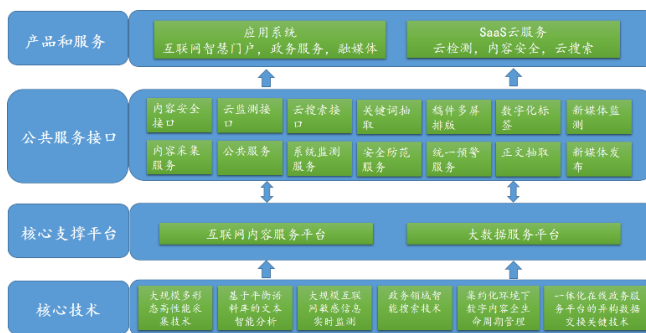


图 18 开普云核心技术、业务支撑平台和产品服务体系



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

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，目标价 84.04 元，“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

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。