

2023年04月21日

于“隐形冠军”前夜，待“专精特新”花开

北交所研究团队

——北交所策略专题报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

● 中小企业筑“制造强国”巨轮，精准政策携多层次资本市场齐扬帆

中小企业是国民经济和社会发展的生力军。当前国内中小企业整体发展景气度偏低，反映在我国关键元器件、关键材料等产业的自产率较低，2022年我国集成电路出口金额仅为进口金额的37%，2016-2019年我国大型科研仪器整体进口率约为70.6%。优质中小企业培育工作开展以来，专精特新“小巨人”企业认定数量累计8997家。新三板市场以其“低门槛、包容性、规范性”独特优势，满足了众多成立初期的中小微企业发展过程中的融资需求。截至目前，新三板中已有602家企业成功转板，在北交所、科创板、创业板转板上市的企业分别有186家、116家、200家。此外，港交所推出新特专科技公司上市机制，可接纳5大领域内（新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术）的企业申请上市，进一步丰富了创新型中小企业资本市场融资渠道。随着对“专精特新”企业培育的必要性与实施路径的理解深入，我国适时调整“专精特新”企业发展支持政策的推进力度，努力通过精准政策引领中小企业健康成长。

● 聚焦优势领域路漫漫，“政产学研”、“职业教育”可化东风助力

“隐形冠军”企业是“专精特新”中小企业的发展目标。德国“隐形冠军”占全球半数，集中于工业领域。尽管德国、美国、日本企业从“专精特新”到“隐形冠军”的经验有共同之处，但在某些领域与环节三个国家的发展经验与产业政策也有不同的侧重点与特征。日本政府倾向“政、产、学、研”协同，主动整合资源；德国政府大力推广“职业教育”，为“隐形冠军”企业提供高级技术工人后备军；美国政府在立法领域，通过产权、专利领域的立法来保证“隐形冠军”企业在技术上的垄断地位。我们可以从贺利氏、安捷伦的发展历程中获得以下启示：围绕优势材料技术持续创新、不断拓展高壁垒和持续增长的领域，是企业维护核心竞争力的有力措施；聚焦自身领域不断进行技术精进和产品出新，并持续全价值链的“收购和建设”的扩张策略，是企业得以一直壮大的核心原因。

● 北交所&新三板拓宽融资渠道，为发展“专精特新”企业道路点亮灯塔

截至2023年4月10日，北交所共有186家上市公司，其中专精特新“小巨人”有76家，占比41%；新三板共有6548家挂牌企业，其中专精特新“小巨人”共有739家，占比11%。15家企业在北交所上市后入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业名单，包括恒进感应、鑫汇科等，其在北交所上市之时并非“小巨人”企业，此次入选作证了北交所对中小企业的培育贡献。与此同时，新三板为我国“专精特新”企业发展提供早期融资渠道，润丰股份、欧晶科技、高测股份、吉林碳谷等优质企业在新三板融资后，转板上市以来的发展较好。从德国、日本及美国对于中小企业的培育路径，我们总结出3条相关政策建议，分别为（1）丰富相关组织机构的数量及职能，增强上下游产业信任；（2）推动“产学研”合作，兼并推动“人才+研发”发展；（3）推动企业数字化转型，实现“先进智造”。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、流动性风险、政策效果不达预期风险

相关研究报告

《产品出新推动国产替代，与高校合作研发加速功率半导体器件测试领域成果产业化——北交所信息更新》
-2023.4.21

《汽车冷凝器细分龙头，多年工艺的精进积累构筑产效壁垒及成本优势——北交所首次覆盖报告》-2023.4.21

《易实精密(836221.BJ)：汽车金属零部件“小巨人”，募投加深布局新能源车领域——北交所新股申购报告》
-2023.4.19

目 录

1、 中小企业筑“制造强国”巨轮，政策携资本市场齐扬帆.....	4
1.1、 发展背景：中小企业是国民经济生力军，关键产业国产替代任务重.....	4
1.2、 培育现状：“小巨人”企业认定数量 8997 家，超 6 成集中于制造业.....	5
1.3、 资本市场：新三板、北交所、科创板、港交所共担中小企业培养皿.....	6
1.4、 政策驱动：多元主体构建服务生态，各省重点培育战略性新兴产业.....	9
2、 聚焦优势领域路漫漫，政产学研、职业教育可化东风助力.....	12
2.1、 德国观察：以“隐形冠军”为头部的中小企业贡献德国经济主量.....	12
2.2、 培育路径：德国通过建立强大的行业协会、大力推广“职业教育”，引导更多企业向“隐形冠军”发展.....	13
2.3、 优秀案例：从贺利氏、安捷伦，探寻国外中小企业发展历程.....	14
2.3.1、 贺利氏：围绕优势材料技术持续创新、不断拓展高壁垒和持续增长的领域.....	14
2.3.2、 安捷伦：聚焦自身领域进行技术精进和产品出新，持续全价值链“收购和建设”的扩张策略.....	15
3、 北交所&新三板拓宽融资渠道，为“专精特新”点亮灯塔.....	18
3.1、 国内市场：北交所及新三板为“专精特新”企业集聚地.....	18
3.2、 融资案例：新三板为我国“专精特新”企业发展提供早期融资渠道.....	19
3.3、 政策建议：丰富机构数量及职能，推动“产学研”合作、数字转型.....	23
4、 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 当前国内中小企业整体发展景气度偏低.....	4
图 2： 2022 年我国集成电路出口金额为进口金额的 37%.....	4
图 3： 中国分析仪器行业自主创新能力依然薄弱.....	4
图 4： 工信部于 2022 年 6 月提出构建 3 个层次的优质中小企业梯度培育体系.....	5
图 5： 专精特新“小巨人”企业认定数量累计 8997 家.....	5
图 6： 已认定的专精特新“小巨人”企业集中于制造业.....	5
图 7： 我国专精特新“小巨人”企业具有专注补链强链、细分领域市占率高等特征.....	6
图 8： 专精特新“小巨人”发展围绕十大重点领域，并着力突破工业“四基”瓶颈.....	7
图 9： 在北交所、科创板、创业板上市的新三板企业分别为 186 家、116 家、200 家.....	7
图 10： 北交所设立促进中小企业创新高质量发展.....	8
图 11： 科创板较港交所 18C 要求更为严格.....	9
图 12： 政府主导联合多元主体共同构建“专精特新”企业服务生态.....	10
图 13： 我国适时调整“专精特新”企业发展支持政策的推进力度.....	10
图 14： 专精特新“小巨人”企业是制造业单项冠军和“隐形冠军”发展的初期阶段.....	12
图 15： 此“政产学研”合作模式下，研究院最终助力企业内部形成独立的研究部门.....	12
图 16： 德国“隐形冠军”企业数量占全球总数的 47.8%.....	13
图 17： 德国 86%“隐形冠军”企业集中在工业领域.....	13
图 18： 2022 年，世界 500 强名单中的德国企业仅有 28 家.....	13
图 19： 2013 年至今，贺利氏专注于创新的初创企业和定向的投资收购.....	14
图 20： 贺利氏的业务范围已逐渐拓展至 10 大领域.....	15
图 21： 2020 年至 2021 年贺利氏的研发支出占比始终保持在 5%以上的水平.....	15
图 22： 安捷伦 LSAG、ACG、DCG 三大业务及代表性产品.....	16
图 23： 安捷伦近几个财年研发费用率在 7%左右.....	16

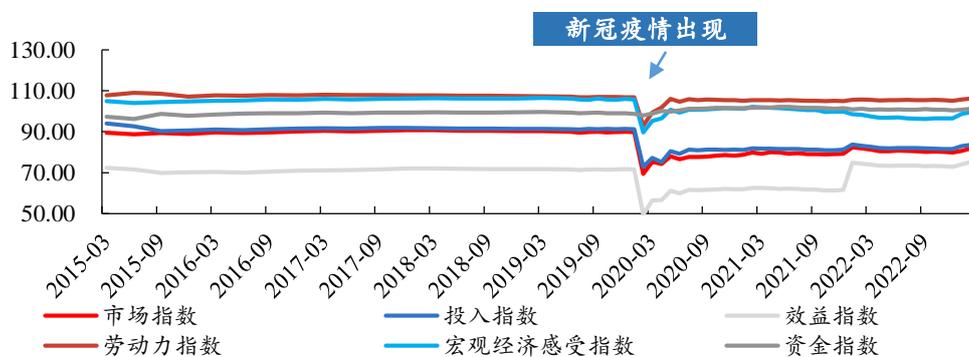
图 24: 近些年安捷伦股价持续上升(美元/股)	17
图 25: 北交所共有 186 家上市公司, 其中专精特新“小巨人”有 76 家, 占比 41%	18
图 26: 润丰股份于 2015 年在新三板挂牌, 2021 年赴深交所上市	19
图 27: 润丰股份市值由 100 亿元左右最高上升至近 300 亿元	19
图 28: 欧晶科技于 2017 年在新三板挂牌, 2022 年在深交所上市	20
图 29: 欧晶科技市值由 31 亿元上升至目前的 173 亿元	20
图 30: 高测股份于 2015 年在新三板挂牌, 2020 年赴科创板上市	21
图 31: 高测股份市值由 79 亿元上升至目前的 154 亿元	21
图 32: 吉林碳谷于 2016 年在新三板挂牌, 2021 年赴北交所上市	22
图 33: 吉林碳谷市值由 20 亿元上升至目前的 137 亿元	22
图 34: 建议丰富相关组织机构的数量及职能, 推动“产学研”合作、数字化转型	23
表 1: 港交所新规面向五大特专科技行业—新一代信息技术、先进硬件、先进材料等	8
表 2: 各省份培育专精特新企业的扶持政策主要在认定奖励、服务补贴、研发补贴、机构补贴等方面提供支持	11
表 3: 提及频率排名前五的产业领域分别为新材料、生物医药、新能源汽车、集成电路等	11
表 4: 德国、美国、日本企业从“专精特新”到“隐形冠军”的经验有不同的侧重点与特征	14
表 5: 15 家企业在北交所上市后入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业名单	18
表 6: 2017 年 1 月, 润丰股份在新三板进行了 1 次定向增发用于补充流动资金	19
表 7: 2017 年 3 月, 欧晶科技在新三板进行了 1 次定向增发用于项目融资	20
表 8: 2017 年、2019 年, 高测股份在新三板共进行了 2 次定向增发	21
表 9: 2016 年、2020 年, 吉林碳谷在新三板共进行了 2 次定向增发	22

1、中小企业筑“制造强国”巨轮，政策携资本市场齐扬帆

1.1、发展背景：中小企业是国民经济生力军，关键产业国产替代任务重

中国中小企业整体发展景气度偏低，助力中小企业发展是国家战略。我国中小企业具有“五六七八九”的典型特征，贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量，是国民经济和社会发展的生力军。发展“硬科技”已成为国家重大战略，叠加科创板、北交所服务创新企业的定位，高精尖的“中国质造”和“中国智造”正成为中国外贸高质量发展的新动能。当前国内中小企业整体发展景气度偏低，推动中小企业向“专精特新”发展、提高企业全要素生产率和核心竞争力，是助力中小企业突破困境的重要部署。

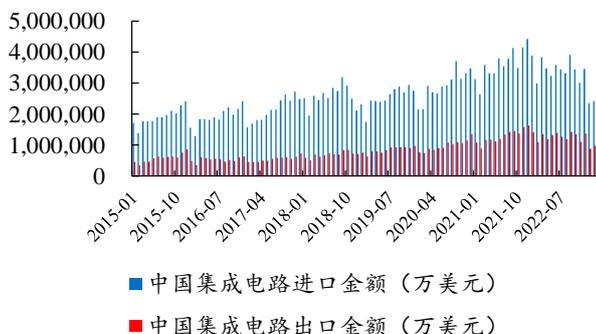
图1：当前国内中小企业整体发展景气度偏低



数据来源：中国中小企业协会、Wind、开源证券研究所

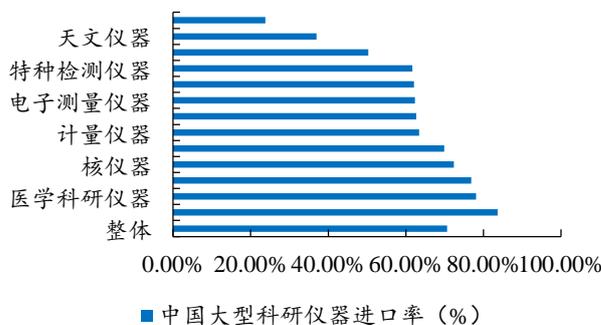
关键元器件、关键材料等产业国产替代任务艰巨。在过去只能依靠欧美品牌的产品领域，中国中小企业不仅通过技术创新实现了在本土市场的国产化替代，还在逐步打破欧美品牌在全球市场的垄断。但是，当前我国关键元器件、关键材料等产业的自产率依然较低，以具有代表性的集成电路产业和分析仪器产业为例，2022 年我国集成电路出口金额仅为进口金额的 37%，叠加当前中美贸易摩擦下对我国半导体产业的冲击，未来国产替代任务艰巨。我国分析仪器行业自主创新能力同样薄弱，一些高端产品和核心技术等方面与国际先进水平依旧有差距，2016-2019 年我国大型科研仪器整体进口率约为 70.6%，其中分析仪器的进口率更是超过 80%。

图2：2022 年我国集成电路出口金额为进口金额的 37%



数据来源：海关总署、Wind、开源证券研究所

图3：中国分析仪器行业自主创新能力依然薄弱

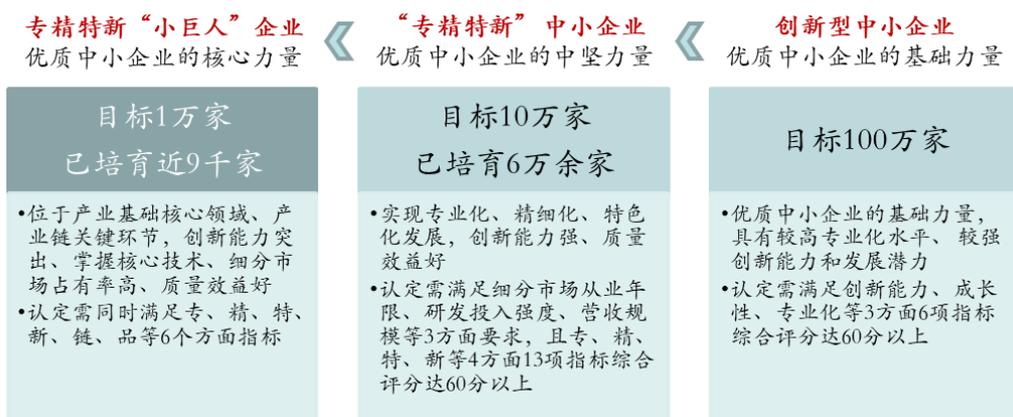


数据来源：重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台、开源证券研究所

1.2、培育现状：“小巨人”企业认定数量 8997 家，超 6 成集中于制造业

“专精特新”成为我国推动中小企业高质量发展的重要方向。工信部于 2022 年 6 月印发《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》，提出构建包含创新型中小企业、“专精特新”中小企业和专精特新“小巨人”企业 3 个层次的优质中小企业梯度培育体系。

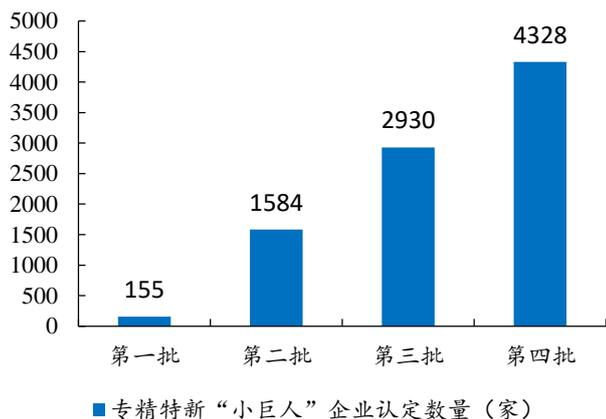
图4：工信部于 2022 年 6 月提出构建 3 个层次的优质中小企业梯度培育体系



数据来源：工信部《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》、开源证券研究所

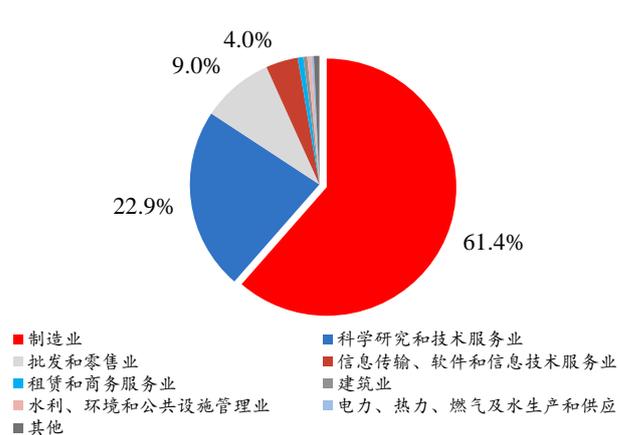
8997 家专精特新“小巨人”企业集中分布于制造业。自 2019 年培育工作开展以来，专精特新“小巨人”企业认定数量累计 8997 家，其中，第一批复核通过 155 家，第二批认定通过 1584 家，第三批认定通过 2930 家，第四批认定通过 4328 家。从行业领域来看，已认定的专精特新“小巨人”企业集中分布于制造业，占公示专精特新“小巨人”企业总数超六成。

图5：专精特新“小巨人”企业认定数量累计 8997 家



数据来源：《专精特新中小企业发展报告（2022）》、开源证券研究所

图6：已认定的专精特新“小巨人”企业集中于制造业



数据来源：工信部官网、艾瑞咨询、开源证券研究所

根据中国中小企业发展促进中心、中国信息通信研究院、中国工业互联网研究院联合发布的《专精特新中小企业发展报告（2022）》，当前我国专精特新“小巨人”企业具有以下四个特征：

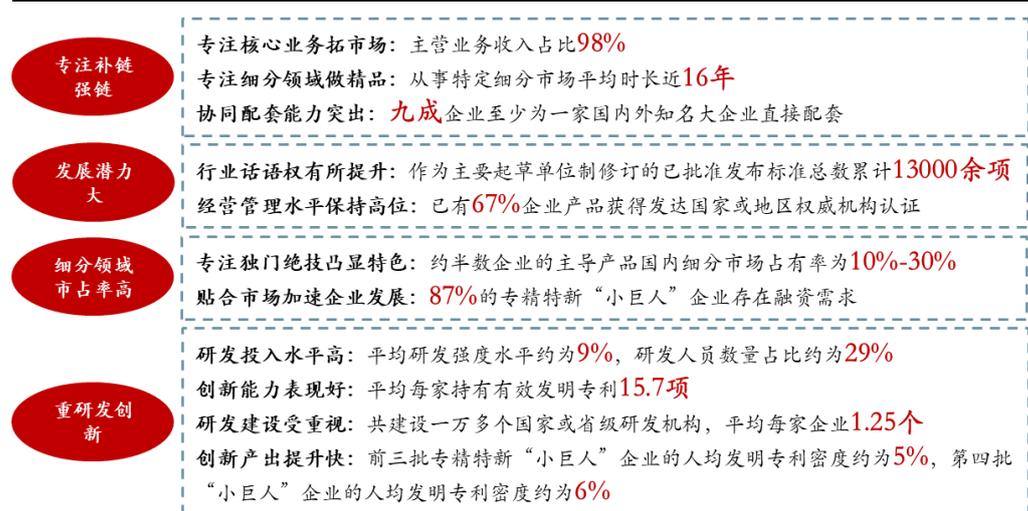
特征一：专注补链强链。专精特新“小巨人”企业中主营业务收入占营业收入比重的平均水平为 98%，从事特定细分市场平均时长近 16 年，九成企业至少为一家国内外知名大企业直接配套。

特征二：发展潜力大。专精特新“小巨人”企业作为主要起草单位制修订的已批准发布标准总数累计 13000 余项，已有 67% 企业的产品获得发达国家或地区权威机构认证。

特征三：细分领域市占率高。约半数专精特新“小巨人”企业的主导产品国内细分市场占有率为 10%-30%。截至 2022 年 6 月，有 765 家专精特新“小巨人”企业已完成上市，87% 的专精特新“小巨人”企业存在融资需求。

特征四：重研发创新。专精特新“小巨人”企业研发强度的平均水平约为 9%，研发人员数量占全职员工数量比重的平均水平约为 29%；平均每家持有有效发明专利 15.7 项；共建设一万多个国家或省级研发机构，平均每家企业 1.25 个。前三批专精特新“小巨人”企业的人均发明专利密度约为 5%，第四批“小巨人”企业的人均发明专利密度约为 6%。

图7：我国专精特新“小巨人”企业具有专注补链强链、细分领域市占率高等特征



资料来源：《专精特新中小企业发展报告（2022）》、开源证券研究所

1.3、资本市场：新三板、北交所、科创板、港交所共担中小企业培养皿

专精特新“小巨人”注重细分领域并着力解决“卡脖子”问题。根据《工业“四基”发展目录（2016年版）》，专精特新发展方向围绕《中国制造 2025》十大重点领域，并着力突破工业“四基”发展瓶颈，即核心基础零部件及元器件、先进基础工艺、关键基础材料、产业技术基础。具体而言，专精特新“小巨人”企业的主营产品应聚焦于国内制造业短板弱项，在产业链中起“补短板”、“锻长板”、“填空白”作用，通过深入研发，解决细分领域“卡脖子”问题，实现产业链的补齐工作。

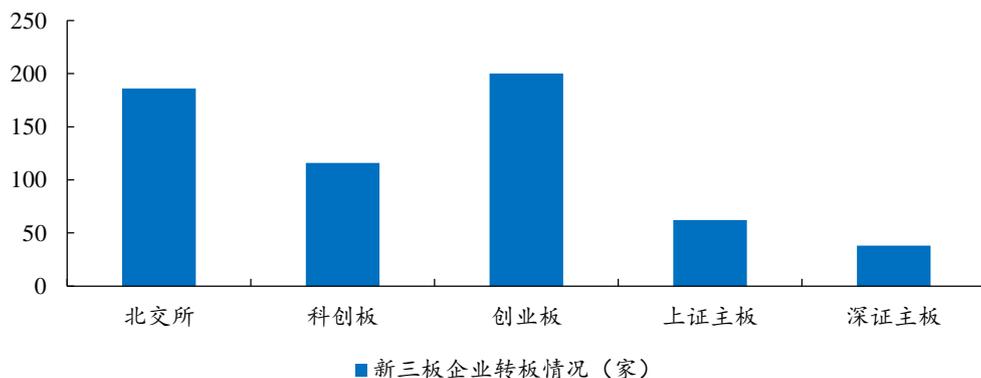
图8：专精特新“小巨人”发展围绕十大重点领域，并着力突破工业“四基”瓶颈



资料来源：《工业“四基”发展目录（2016年版）》、开源证券研究所

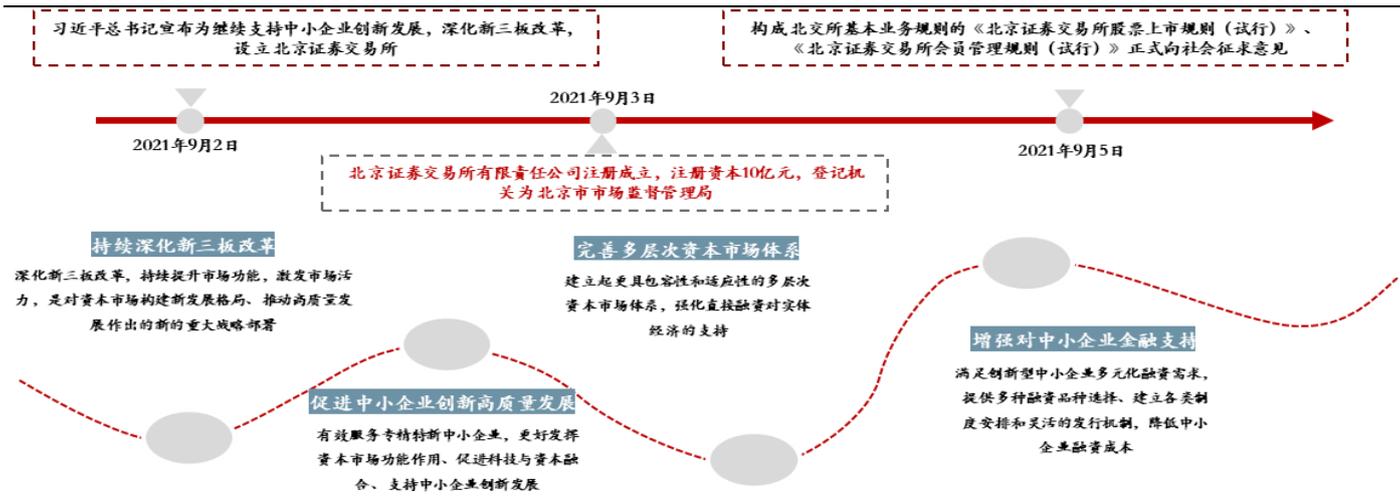
新三板中已有 602 家企业成功转板。从 2006 年的开始试点至今，新三板已走过 17 个年头。在此期间，新三板市场以其“低门槛、包容性、规范性”独特优势，赢得了众多成立初期的创新型、创业型、成长型中小企业的青睐，较好地满足了小微挂牌企业的融资需求，为中小企业的发展壮大提供了强有力的支持。借助于新三板市场的支持，实力较为薄弱的中小企业在挂牌期间迅速提升品牌影响力，市场规模不断扩大，逐渐成为优质企业，最终实现转向更高的资本市场层级。截至目前，新三板中已有 602 家企业成功转板，其中在北交所上市的企业共有 186 家，在科创板上市的企业共有 116 家，在创业板上市的企业共有 200 家。

图9：在北交所、科创板、创业板上市的新三板企业分别为 186 家、116 家、200 家



数据来源：Wind、开源证券研究所

北交所设立完善了多层次资本市场体系，拓宽“专精特新”企业融资渠道。北交所的设立是深化金融供给侧结构性改革、完善多层次资本市场体系的重要内容，对于更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合、支持中小企业创新发展具有重要意义。其设立打通了从创业投资到私募股权投资，再到区域股权投资领域服务支持中小企业创新创业的全链条，拓宽了中小企业直接融资的渠道，解决了“专精特新”中小企业融资难的问题。

图10：北交所设立促进中小企业创新高质量发展


资料来源：北京证券交易所官网等、开源证券研究所

自2023年3月31日起，港交所推出的新特专科技公司上市机制（即“18C”）正式生效。相较于2022年刊发的《特专科技公司上市制度咨询文件》，港交所在各个方面都放宽了上市要求，包括对于未商业化的特专科技公司的市值门槛从150亿港元降至100亿港元，同时已商业化的特专科技公司的市值门槛从80亿港元下降到60亿港元。特专科技公司可接纳5大领域内的企业申请上市，包括新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术。

表1：港交所新规面向五大特专科技行业—新一代信息技术、先进硬件、先进材料等

特专科技行业	其中的可接纳领域
新一代信息技术	云端服务
	人工智能
	机器人和自动化
	半导体
	先进通讯技术
先进硬件及软件	电动及自动驾驶汽车
	先进运输技术
	航天科技
	先进制造业
	量子信息技术与计算
先进材料	元宇宙技术
	合成生物材料
	先进无机材料
	先进复合材料
新能源及节能环保	纳米材料
	能源生产
	储能及传输技术
新食品及农业技术	新绿色技术
	新食品技术
	新农业技术

资料来源：普华永道、开源证券研究所

科创板较港交所 18C 要求更为严格。从属性定位上看，科创板与港交所 18C 章节覆盖的企业类型较为相似，但科创板明确规定了负面清单的企业。对于金融科技、模式创新、房地产及金融类业务和投资类业务企业禁止或者限制在科创板上市。从研发投入来看，科创板不仅对研发投入有定性和定量的要求，同时对研发人员以及发明专利的数量也有一定的要求，而 18C 仅对研发支出占比有明确要求。

图11：科创板较港交所 18C 要求更为严格

	港交所-18C	上交所-科创板
属性定位	<ul style="list-style-type: none"> 特专科技 新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术 	<ul style="list-style-type: none"> 硬核科技 新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业
负面清单		<ul style="list-style-type: none"> 限制类：金融科技、模式创新 禁止类：房地产、主要从事金融类业务和投资类业务
属性评价	<ul style="list-style-type: none"> 拥有高增长潜力 研究及开发为领域内公司贡献一大部分的预期价值，亦是公司的主要活动及占去大部分开支（报告期每年研发投入占总运营支出 ≥15%或50%） 取得成功的原因在于其核心业务应用了新技术，将有关该领域的科学/科技应用于新的商业模式，令他们有别于服务相似的消费者或最终用户的传统市场参与者的消费者或最终用户的传统市场参与者 	<ul style="list-style-type: none"> 四项常规指标：同时 营业收入：最近3年营业收入复合增长率 ≥20%；或者最近一年营业收入金额≥3亿元；采用标准五申报科创板发行上市的除外 研发投入：最近三年累计占营业收入 ≥5%；或累计金额≥6000万元； 研发人员：最后一年研发人员占比≥10% 发明专利：形成主营业务收入发明专利（含国防专利）≥ 5 项； 五项例外情形：核心技术、国家奖项、国家项目、产品和服务、发明专利；具备之一

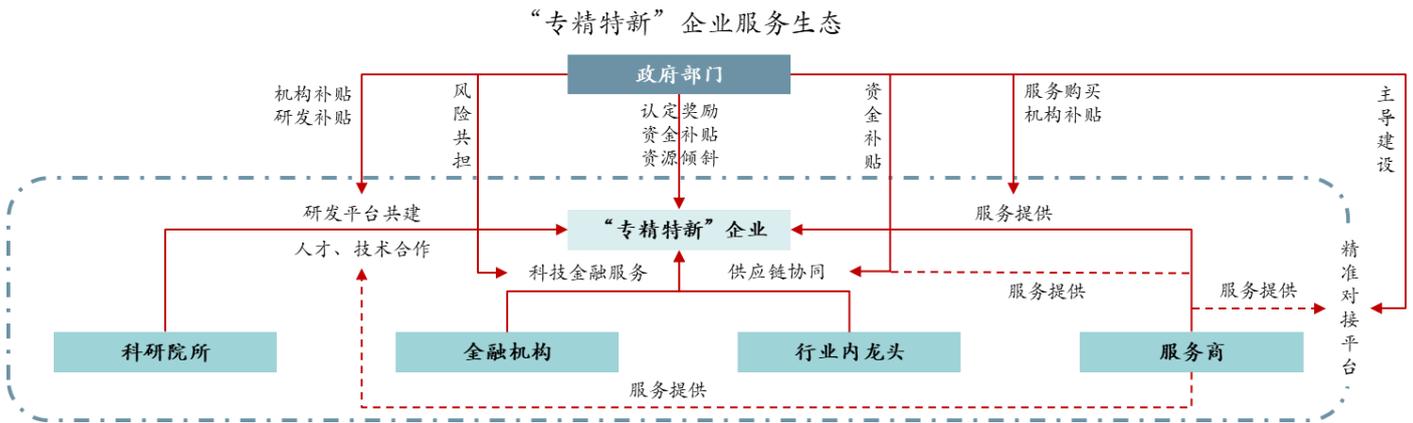
资料来源：普华永道

港交所引入的新上市机制将有助新一代创新型中小企业接通资本市场。处于初创期或成长期的特专科技公司，尤其是在人工智能、航空航天、生物技术、光电芯片、信息技术、新材料、新能源、智能制造等领域的新兴企业，具有大投入、长周期、高风险等发展特点，资本投入水平有限成为约束特专科技企业发展速度和发展质量的关键因素之一。18C 的出台将显著降低特专科技公司在港上市的门槛，为相关企业提供了重要的发展机遇。

1.4、政策驱动：多元主体构建服务生态，各省重点培育战略性新兴产业

政府部门、科研院所、金融机构、行业内龙头企业及专业化服务商共同构建了多元化的“专精特新”企业服务生态。其中，政府侧以认定奖励、资金补贴、资源倾斜等方式支持“专精特新”企业发展；并通过政策引导、建设精准对接服务平台并以提供机构补贴、研发补贴、购买服务、风险共担等形式，鼓励各类机构为“专精特新”企业提供人才、技术、资金、市场及其他专业化服务。科研院所多在人才、技术等领域以项目合作、平台共建等形式与“专精特新”企业合作。金融机构为“专精特新”企业成长的不同阶段提供相匹配的科技金融服务。行业龙头多以工业互联网平台建设等形式与“专精特新”企业形成供应链协同。专业化服务商则直接为“专精特新”企业提供数字化、绿色化、创新创业等服务，并通过参与、支持科研院所、行业龙头与“专精特新”企业的合作构建服务生态。

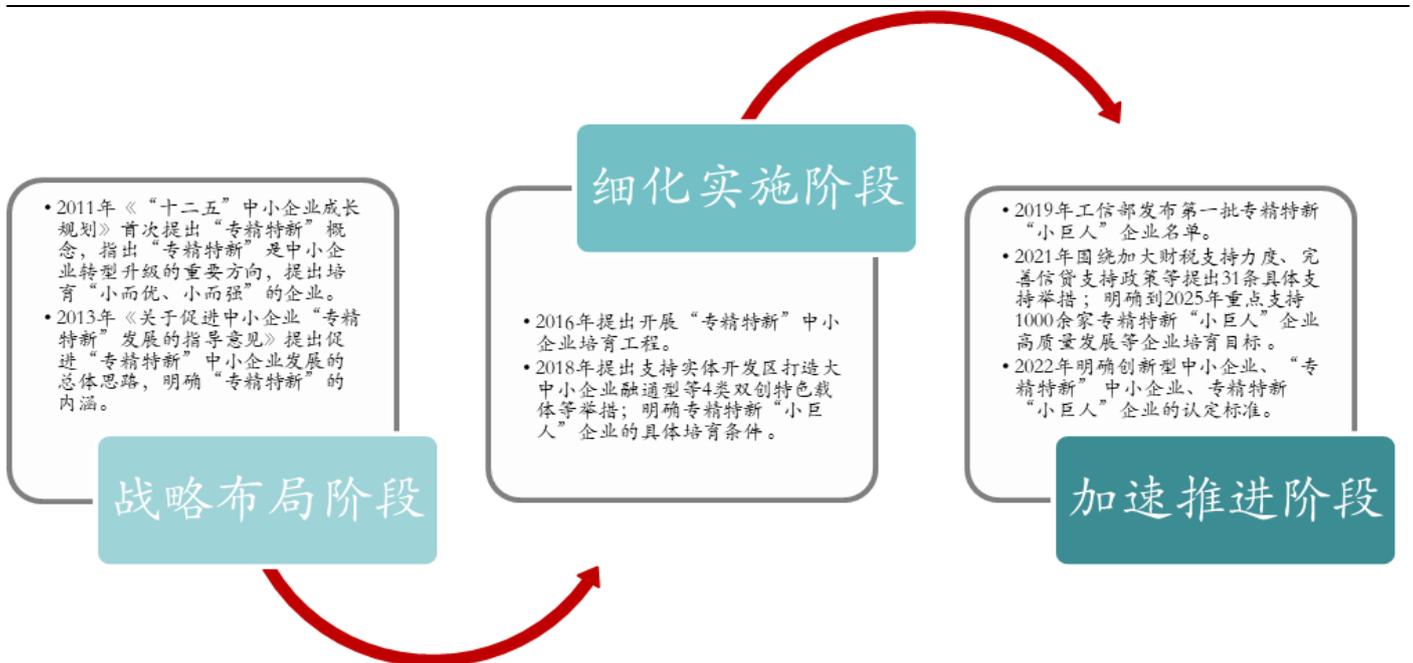
图12：政府主导联合多元主体共同构建“专精特新”企业服务生态



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

我国政府对“专精特新”企业发展支持政策的推进力度逐渐加大。随着对“专精特新”企业培育的必要性与实施路径的理解深入，我国适时调整“专精特新”企业发展支持政策的推进力度，根据支持“专精特新”中小企业发展的推进力度和紧迫性，大致可分为总体布局、细化实施、加速推进 3 大阶段。其中**战略布局阶段**提出了专精特新中小企业概念，明确了专精特新发展思路方向；**细化实施阶段**细化了专精特新企业培育路径，落实了企业培育相关重点举措；**加速推进阶段**正在逐步提升专精特新企业战略地位，加速推进企业培育重点工程。

图13：我国适时调整“专精特新”企业发展支持政策的推进力度



资料来源：国务院、工信部、开源证券研究所

各地区为扶持“专精特新”企业发展出台各类专项支持政策。根据公开政策文件，目前全国超 80%的省及直辖市推出“专精特新”企业认定奖补措施，以鼓励符合条件的中小企业积极申报“专精特新”中小企业及专精特新“小巨人”企业，并引导有潜力的中小企业加快发展“专精特新”路线。除奖补措施外，现阶段各省份培育专精特新企业的扶持政策主要还在服务补贴、研发补贴、机构补贴、科技金融、综合服务等方面提供支持。

表2：各省份培育专精特新企业的扶持政策主要在认定奖励、服务补贴、研发补贴、机构补贴等方面提供支持

政策类型	主要内容	代表性省份
认定奖励	根据企业认定情况直接给予现金奖励，奖励额度 20 万元-200 万元不等	北京、重庆、福建、广东、上海
服务补贴	发放创新券、信息化券、服务券等间接补贴	江苏、北京
研发补贴	发放研发准备金补助、重大新产品补贴、首台（套）重大技术装备推广应用保险补贴	重庆
机构补贴	提供研发中心、工程中心、技术中心配套补贴	福建
科技金融	通过专精特新贷、专精特新板、投资风险补偿等科技金融手段，引导社会资本为“专精特新”企业提供金融支持	北京、重庆、广东、上海、浙江
综合服务	将“专精特新”作为中小企业培育重点方向，在项目申报、资质认定、上市辅导等方面给予倾斜并为企业发展提供政策咨询、主题培训、融资对接等跟踪服务	北京、福建、广东、江苏、山东、上海

资料来源：朱巍等《科技企业培育梯次设计与对策研究》、开源证券研究所

各省专精特新培育重点分布在战略性新兴产业、先进制造业等。各省份在国家明确的重点领域基础上，结合当地的主导支柱产业或优势产业，形成了各省市“专精特新”的发展重点。根据各省市公布的“专精特新”发展政策，专精特新培育的重点领域主要分布在战略性新兴产业、先进制造业等，提及频率排名前七的产业领域分别为：新材料、生物医药、新能源汽车、集成电路、新一代信息技术、智能网联汽车。

表3：提及频率排名前五的产业领域分别为新材料、生物医药、新能源汽车、集成电路等

省市	“专精特新”重点领域
河北	即钢铁、高端装备制造、石化、食品 4 个优势产业，新一代信息技术、生物医药、新能源、新材料 4 个新兴产业，应急、被动式超低能耗建筑、冰雪装备、康复辅助器具 4 个催潜产业，量子通信、区块链、太赫兹 3 个未来产业
北京	国际引领支柱产业：新一代信息技术和医药健康；特色优势产业：集成电路、智能网联汽车、智能制造与装备、绿色能源与节能环保等；未来前沿产业：光电子、前沿新材料、量子信息等
海南	围绕旅游业、现代服务业、催新技术产业三大主导产业，以及热带特色高效农业(即“3+1”产业)
山西	聚焦 14 大战略性新兴产业：信息技术应用创新、半导体、大数据、碳基新材料；光电、特种金属材料、先进轨道交通装备、煤机智能制造装备、节能环保；生物基新材料、光伏、智能网联新能源汽车、通用航空、现代医药和大健康
四川	重点培育“5+1”现代工业体系(电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源)、“4+6”现代服务业体系(新零售、现代物流、金融服务、文体旅游;商务会展、人力资源、川派餐饮、医疗康养、家庭社区)、“10+3”现代农业体系(现代农业种业、现代农业装备、现代农业烘干冷链物流)以及特色优势产业等
贵州	大数据电子信息、先进装备制造、健康医药、生态特色食品、基础材料、现代化工、新型建材、特色轻工及民族工艺品等
云南	新一代信息技术、高端装备、绿色环保、数字经济、旅游、有色金属等
陕西	新一代信息技术、生物医药、新能源、节能环保、新材料、高端装备制造、现代化工、农产品加工、轻工、纺织等
甘肃	节能环保、新能源、循环农业、中医中药、文化旅游、通道物流、数据信息、军民融合、先进制造等
青海	新一代信息技术、生物医药、新能源、新材料、节能环保、高端装备制造等

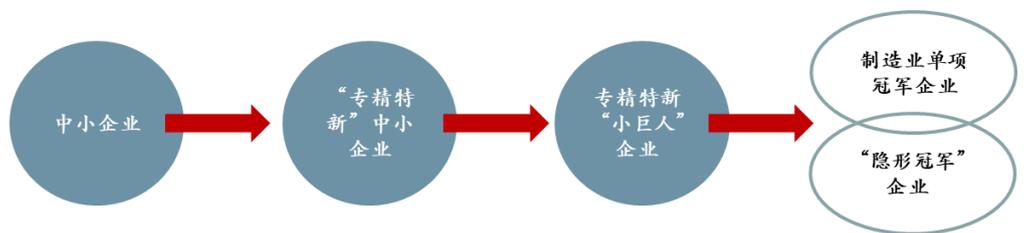
资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2、聚焦优势领域路漫漫，政产学研、职业教育可化东风助力

2.1、德国观察：以“隐形冠军”为头部的中小企业贡献德国经济主量

“隐形冠军”企业是“专精特新”中小企业的发展目标。德国管理学家赫尔曼·西蒙（Hermann Simon）基于德国中小企业的调研经验，在1992年创造性提出“隐形冠军”（Hidden Champions）的概念。“隐形冠军”特指主营业务在所处细分领域中位于龙头地位但是不为外界所关注的中小企业。“隐形冠军”企业大多为拥有独特技术与工艺的制造型企业，是“专精特新”中小企业的发展目标。西蒙定义的“隐形冠军”需要满足3个条件：（1）世界同业市场的前三强或者至少是某个大洲的第一名；（2）年营业额低于50亿欧元；（3）不为外界周知，公众知名度比较低。

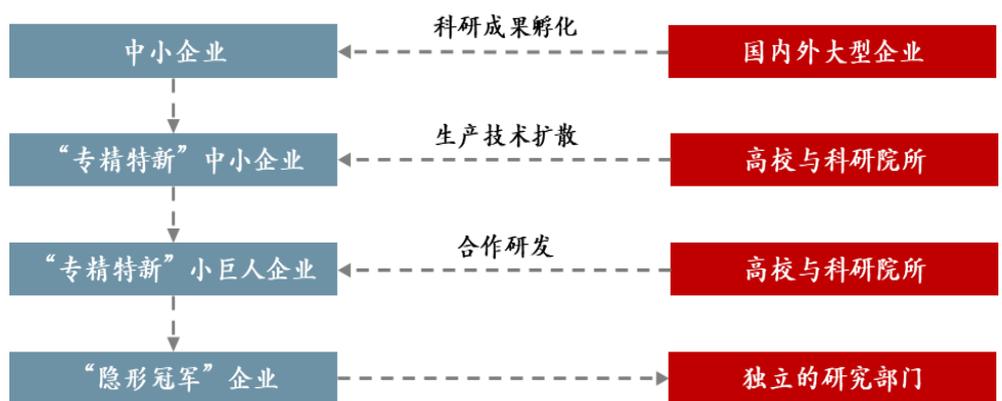
图14：专精特新“小巨人”企业是制造业单项冠军和“隐形冠军”发展的初期阶段



资料来源：刘晨等《国内中小企业从“专精特新”到“隐形冠军”的成长路径研究》、开源证券研究所

相似的“政产学研”合作模式，赋能中小企业研究进步。我国中小企业的发展与德国、日本式政府积极的产业政策，以及美国式扩张发展的互联网模式具备一些相似之处。最初阶段，通过国内外大型企业技术扩散获得基本生产技术后，在代工生产配套中不断加强工艺水平，提高产品质量，随后在政府为主导的“政产学研”合作模式下，科研院所加入创业等形式将研究成果引入到企业中，以此取得技术突破和合作持续，最终助力企业内部形成独立的研究部门。

图15：此“政产学研”合作模式下，科研院最终助力企业内部形成独立的研究部门

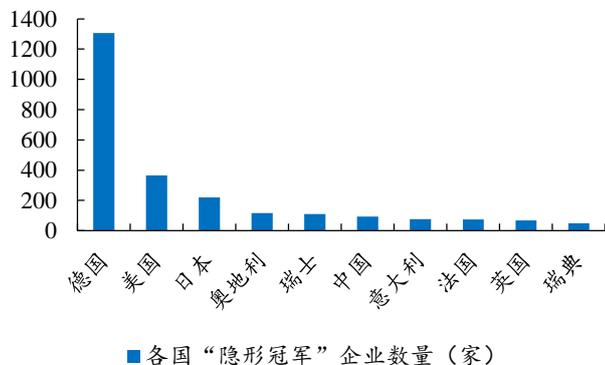


资料来源：刘晨等《国内中小企业从“专精特新”到“隐形冠军”的成长路径研究》、开源证券研究所

德国“隐形冠军”占全球半数，集中于工业领域。2019年西蒙教授研究数据指出，全球的隐形冠军企业共有2758家，其中德国1307家，美国和日本分别以366家和220家紧随其后，而中国仅有92家。德国“隐形冠军”企业数量占全球总数的

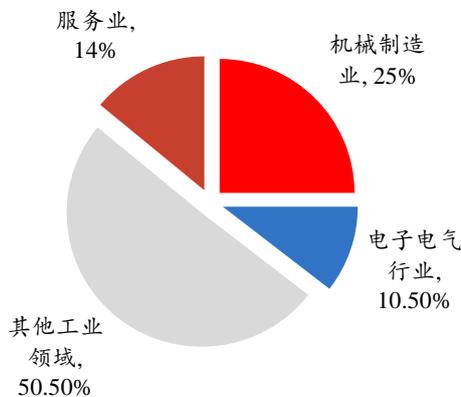
47.8%，位于榜首。2019 年德国“隐形冠军”企业主要集中在工业领域，占总数的 86%，14%的企业属于服务业。从工业细分领域来看，机械制造业的企业数量最多，占总数的 25%；其次是电子电气行业，约占总数的 10.5%。

图16：德国“隐形冠军”企业数量占全球总数的 47.8%



数据来源：新工业网、开源证券研究所

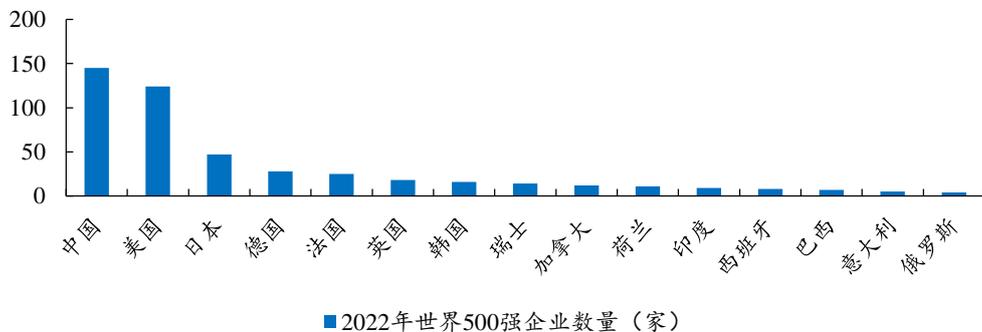
图17：德国 86% “隐形冠军”企业集中在工业领域



数据来源：新工业网、开源证券研究所

以“隐形冠军”为头部的中小企业贡献德国经济主量。2022 年，世界 500 强名单中的德国企业仅有 28 家，与 500 强企业中的企业家数占比仅为 5.6%，但德国稳居世界 GDP 总量榜前列，这离不开中小企业的支撑。在德国的企业总数中，中小企业数量占到 95%以上，贡献了超过 40%的经济附加值，并提供了超过 50%的就业机会，其中“隐形冠军”企业贡献较多。

图18：2022 年，世界 500 强名单中的德国企业仅有 28 家



数据来源：财富中文网、开源证券研究所

2.2、培育路径：德国通过建立强大的行业协会、大力推广“职业教育”，引导更多企业向“隐形冠军”发展

尽管德国、美国、日本企业从“专精特新”到“隐形冠军”的经验有共同之处，但在某些领域与环节三个国家的发展经验与产业政策也有不同的侧重点与特征。

宏观层面：日本政府在评选出“隐形冠军”企业后，对企业进行持续跟踪调研，深入了解企业发展需求，并基于此随时调整适应政策。同时倾向“政、产、学、研”协同，主动整合资源，引导更多企业向“隐形冠军”发展；**德国政府**大力推广“职业教育”，在德国 350 多种执业证书被官方所承认，政府在社会层面不断提高技术工人的社会地位，让更多学生投入到“职业教育”，为“隐形冠军”企业提供高级技术工人后备军；**美国政府**对中小企业的支持力度较低，但在立法领域，通过产权、专利领域的立法来保证“隐形冠军”企业在技术上的垄断地位，此外建立了发

达且多层次的金融与资本市场，保证中小企业在向“隐形冠军”发展的过程中的各个阶段都可以筹措资金，使企业得以快速壮大。

微观层面：日本与德国的“隐形冠军”企业主要集中在制造业领域，而美国的类似企业多集中在互联网科技领域。日本的核心技术较为封闭，很少进行合作研发，生产过程中所需设备也自研自产，也保证了日本“隐形冠军”企业的技术优势。德国“隐形冠军”企业大部分为家族企业，资金基本为自有或自筹资金，极少参与资本市场，其竞争优势在于独特的技术工艺与高质量的产品。德国的行业协会在市场、政策失灵的情况下，实现部分政府职能。美国企业创业方向更多集中在互联网领域，规模经济是其发展的内生动力和支柱，自有资金无法支撑其发展，须向发达的资本市场筹措前期发展资金。这种市场环境使得美国的“隐形冠军”企业在要素投入与整合上更加注重与外部市场的连接，企业的目标更多倾向于发展成为大型企业。

表4：德国、美国、日本企业从“专精特新”到“隐形冠军”的经验有不同的侧重点与特征

	德国	日本	美国
宏观层面	推广“职业教育”	政府主导的“政产学研”协调	建立发达的资本市场
微观层面	强大的行业协会	核心技术与设备企业自主研发	依靠互联网迅速扩张

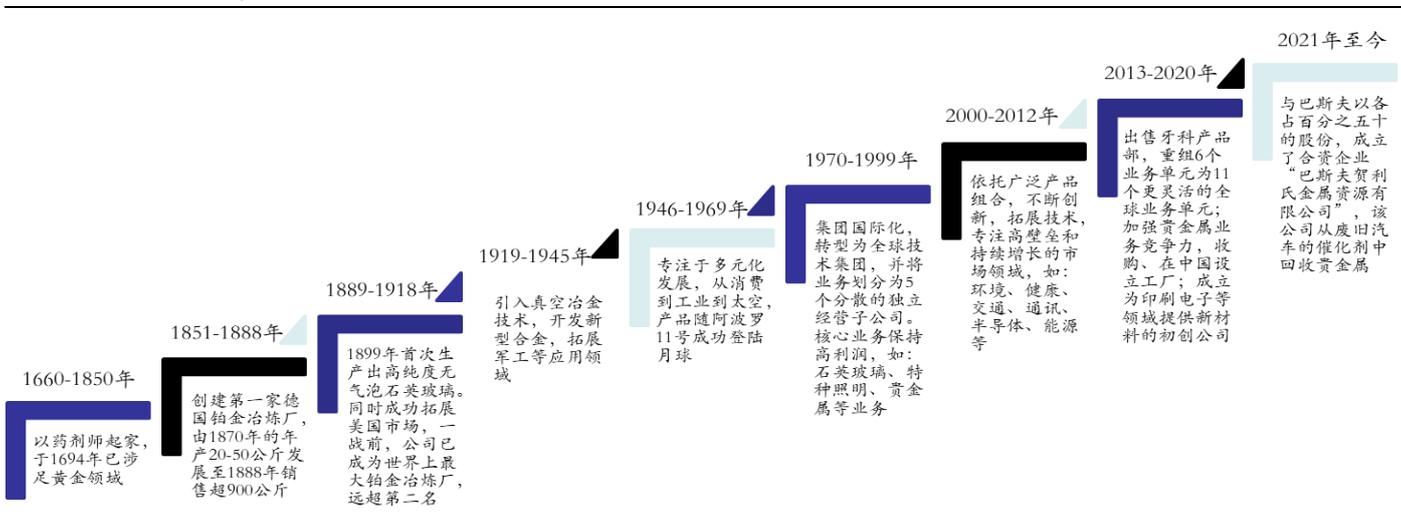
资料来源：刘晨等《国内中小企业从“专精特新”到“隐形冠军”的成长路径研究》、开源证券研究所

2.3、优秀案例：从贺利氏、安捷伦，探寻国外中小企业发展历程

2.3.1、贺利氏：围绕优势材料技术持续创新、不断拓展高壁垒和持续增长的领域

300 多年历史，贺利氏持续创新，不断拓展高壁垒和持续增长的领域，保持自身竞争力。贺利氏 (Heraeus Holding GmbH) 是总部位于德国哈瑙的生产贵金属及技术供应的全球性集团公司，在贵金属、齿科、传感器、石英玻璃及特种光源领域的市场及技术方面位居世界领先地位。贺利氏以一家伯爵宫廷药房起步，1694 年开始涉足黄金领域，并于 1850 年创建德国第一家铂金冶炼厂，同时于 1899 年首次生产出高纯度无气泡石英玻璃，并成功开拓美国市场，逐步发展为多产品集团。二战后，专注多元化发展，产品从消费、工业到太空。2000 年后，拓展技术的同时，专注通讯、半导体、健康等高壁垒和持续增长的领域。2013 年后，出售牙科产品部，重组业务单元，同时成立为印刷电子等领域提供新材料的初创公司。

图19：2013 年至今，贺利氏专注于创新的初创企业和定向的投资收购



资料来源：贺利氏官网、开源证券研究所

当前，贺利氏的业务范围已逐渐拓展至通信、纳米、电子、电测、化学材料、医疗设备、医疗用品、特种光源、光伏、贵金属共 10 大领域。

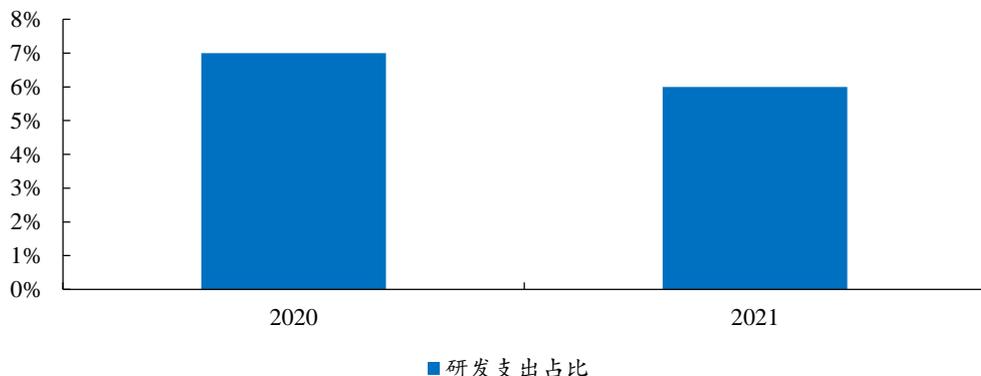
图20：贺利氏的业务范围已逐渐拓展至 10 大领域

<p>贺利氏先进通信</p> <p>产品类别包括用于芯棒制造的高纯度熔融石英管、用于电信光纤的大型 RIC 套管和预制棒制造服务。</p>	<p>Heraeus Medevio</p> <p>与合作伙伴共同将救生和改变生命的医疗设备推向市场。</p>
<p>贺利氏科纳米</p> <p>提供从半成品到复杂系统组件在内的熔融石英和陶瓷产品，同时也为客户量身打造定制解决方案。</p>	<p>贺利氏医疗</p> <p>专注于生产矫形外科与伤科用医疗产品。作为骨粘固剂行业的参与者，是德国创新性中型企业之一。</p>
<p>贺利氏电子</p> <p>电子封装领域的材料解决方案。</p>	<p>贺利氏特种光源</p> <p>在全球工业、科学与医疗特种灯具和模领域是市场与技术专家，产品波长范围涵盖了从紫外线到红外线的广泛波长。</p>
<p>贺利氏电测骑士</p> <p>为冶金行业提供测量系统，以及为客户提供用于各种分析任务的定制式取样器。</p>	<p>贺利氏光伏</p> <p>作为太阳能电池金属化浆料提供商，为光伏行业提供先进的产品和卓越的服务。</p>
<p>贺利氏电子化学材料</p> <p>掌握了关于多种有机化合物合成方面的丰富经验，能生产低痕量金属且纯度高。</p>	<p>贺利氏贵金属</p> <p>提供多方面的贵金属服务与产品提供商，业务涵盖贸易、贵金属产品及其回收利用。</p>

资料来源：贺利氏官网、开源证券研究所

创新实力为贺利氏保持技术领先奠定了基础。公司紧跟未来的发展趋势，如健康、电动汽车和人口变化，开发具有针对性的创新产品和解决方案。2020 年至 2021 年，贺利氏的研发支出占比始终保持在 5% 以上的水平。

图21：2020 年至 2021 年贺利氏的研发支出占比始终保持在 5% 以上的水平



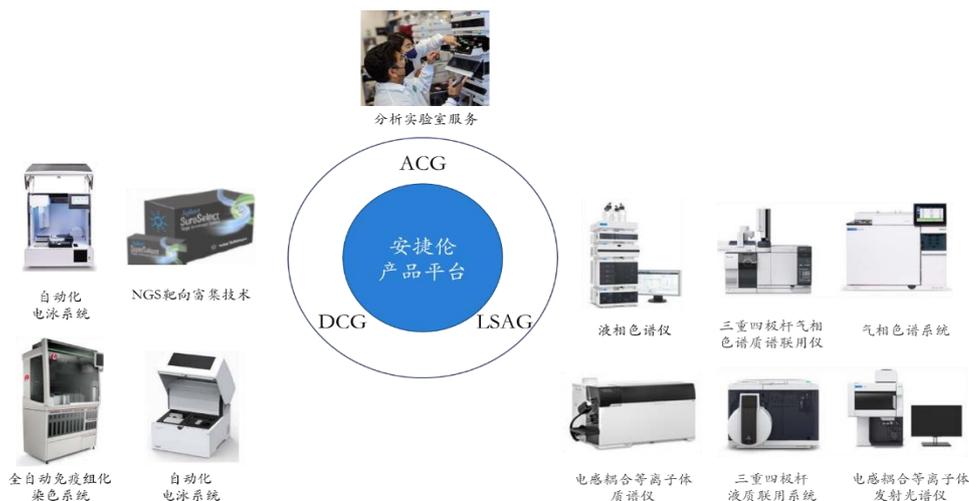
数据来源：贺利氏官网、开源证券研究所

研究贺利氏的发展历史和当下布局，围绕优势材料技术持续创新、不断拓展高壁垒和持续增长的领域，是企业维护核心竞争力的有力措施。

2.3.2、安捷伦：聚焦自身领域进行技术精进和产品出新，持续全价值链“收购和建设”的扩张策略

安捷伦 (Agilent) 是全球生命科学、医疗诊断和应用化学市场的龙头企业，主要包括生命科学应用 (LSAG)、交叉实验室 (ACG)、诊断学和基因学 (DGG) 三大业务集团，面向食品、环境、医药、诊断、化学能源、科学研究六大板块提供先进的仪器、软件、耗材和服务，包括毛细管电泳仪、色谱仪、光谱仪、质谱仪、临床流式细胞仪、微阵列扫描仪以及观测、染色、过滤相关的仪器。

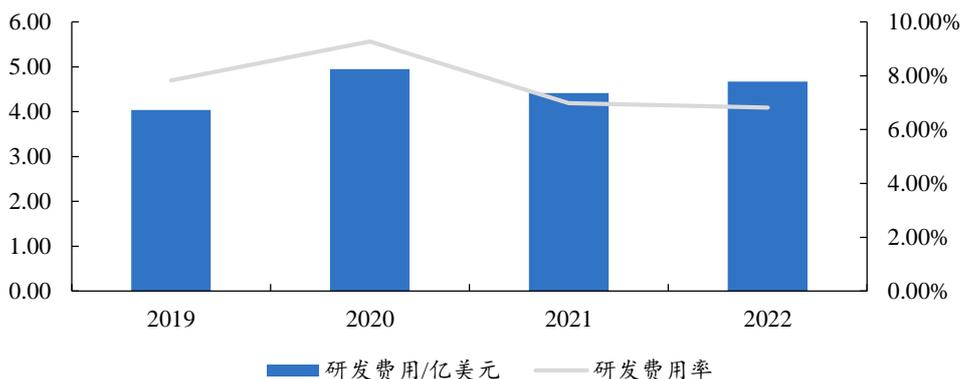
图22：安捷伦 LSAG、ACG、DCG 三大业务及代表性产品



资料来源：安捷伦年报、开源证券研究所

注重提高自身的科研能力，通过加大科研投入、与相关领域的科研人员合作、收购相关企业等方式实现。2019至2022财年，安捷伦每年都投入4亿美元以上的科研费用，现有17个主要的技术专业中心分布在美国、欧洲和亚太地区，与全球学术界和工业研究领域的专家有深度合作。正因为安捷伦对于自身创新和科研能力的长期投入，才能在技术商业化的路上始终握有坚实的科技基础，才能在前沿化、精细化的各类细分领域提供最先进的解决方法，以此巩固自身的科技护城河。

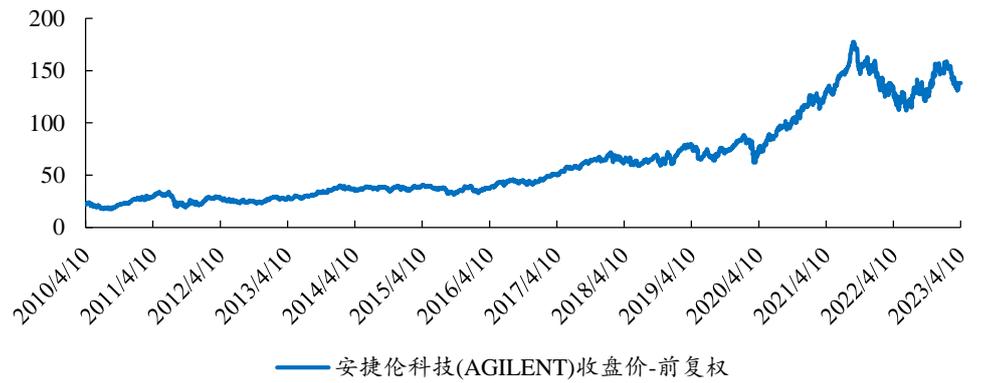
图23：安捷伦近几个财年研发费用率在7%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

研究安捷伦的发展历史和当下布局，聚焦自身领域不断进行技术精进和产品出新，并持续全价值链的“收购和建设”的扩张策略，是企业得以一直壮大的核心原因。

图24：近些年安捷伦股价持续上升（美元/股）



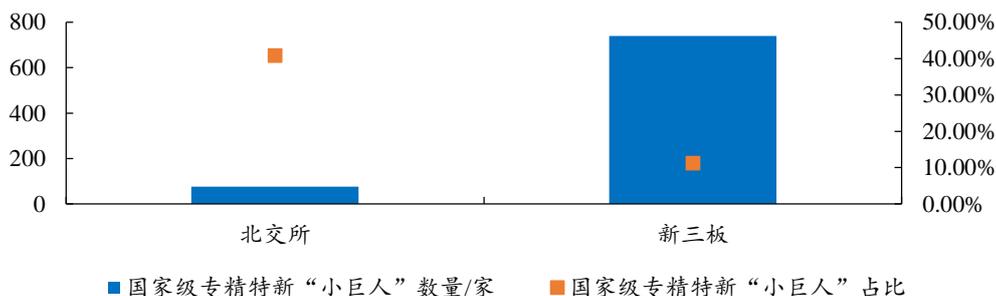
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、北交所&新三板拓宽融资渠道，为“专精特新”点亮灯塔

3.1、国内市场：北交所及新三板为“专精特新”企业集聚地

截至 2023 年 4 月 10 日，北交所共有 186 家上市公司，其中专精特新“小巨人”有 76 家，占比 41%；新三板共有 6548 家挂牌企业，其中专精特新“小巨人”共有 739 家，占比 11%。

图25：北交所共有 186 家上市公司，其中专精特新“小巨人”有 76 家，占比 41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

15 家企业在北交所上市后入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业名单。工信部于 2022 年 8 月初开展了第四批国家级专精特新“小巨人”企业培育工作，并完成相关审核。我们统计了北交所第四批国家级专精特新“小巨人”中，上市公告日位于 2022 年 8 月前的企业，共有 15 家，分别为恒进感应、鑫汇科、七丰精工、大地电气、晶赛科技、吉林碳谷、利通科技、同惠电子、丰光精密、秉扬科技、苏轴股份、佳先股份、创远信科、球冠电缆、中航泰达，这些企业在北交所上市之时并非国家级专精特新“小巨人”企业，而此次入选则作证北交所对中小企业的培育贡献。

表5：15 家企业在北交所上市后入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业名单

证券代码	证券简称	市值/亿元	国家级专精特新“小巨人”批次	上市公告日
838670.BJ	恒进感应	11.57	第四批	2022/7/1
831167.BJ	鑫汇科	4.71	第四批	2022/5/25
873169.BJ	七丰精工	5.05	第四批	2022/4/13
870436.BJ	大地电气	6.30	第四批	2021/11/11
871981.BJ	晶赛科技	10.24	第四批	2021/11/11
836077.BJ	吉林碳谷	136.63	第四批	2021/8/27
832225.BJ	利通科技	8.10	第四批	2021/2/23
833509.BJ	同惠电子	16.99	第四批	2021/1/7
430510.BJ	丰光精密	11.78	第四批	2020/12/24
836675.BJ	秉扬科技	8.30	第四批	2020/12/24
430418.BJ	苏轴股份	10.09	第四批	2020/7/23
430489.BJ	佳先股份	7.63	第四批	2020/7/23
831961.BJ	创远信科	14.86	第四批	2020/7/23
834682.BJ	球冠电缆	11.27	第四批	2020/7/23
836263.BJ	中航泰达	6.82	第四批	2020/7/23

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2023/4/10

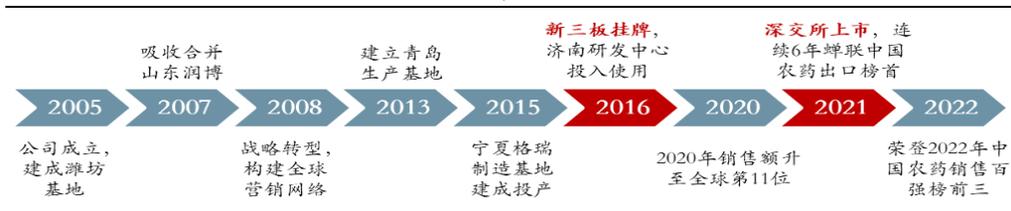
3.2、融资案例：新三板为我国“专精特新”企业发展提供早期融资渠道

我们挑选了 4 家具有代表性的“专精特新”企业，依次观察企业在新三板融资后，转板以来的发展情况，4 家企业分别是润丰股份（301035.SZ）、欧晶科技（001269.SZ）、高测股份（688556.SH）、吉林碳谷（836077.BJ）。

➤ 润丰股份（301035.SZ）--（原 837380.NQ）

公司主营业务为农药原药及制剂的研发、生产和销售，具备除草剂、杀虫剂、杀菌剂等多种植保产品的原药合成及制剂加工能力，部分技术与工艺达到国际领先或先进水平，并以较为完善的全球营销网络为核心，初步构建了涵盖农药原药及制剂的研发、制造以及面向全球市场的品牌、渠道、销售与服务的完整业务链。作物保护产品出口额持续多年排名全国第一，作物保护产品销售额 2021 年度位居全国同行业前三。公司已通过海关 AEO 高级认证，先后获得“中国农药出口额 30 强”、“中国农药制造业 100 强企业”、“中国农药创新贡献奖”等各类荣誉称号。

图26：润丰股份于 2015 年在新三板挂牌，2021 年赴深交所上市



资料来源：Wind、开源证券研究所

润丰股份于新三板挂牌期间定增 1 次。2017 年 1 月，润丰股份在新三板进行了一次定向增发，募集资金 4 亿元用于补充流动资金。从深交所上市后的表现来看，润丰股份市值由 100 亿元左右最高上升至近 300 亿元。

表6：2017 年 1 月，润丰股份在新三板进行了 1 次定向增发用于补充流动资金

增发指标	增发数据
发行日	2017/1/10
发行价（元/股）	14.74
增发数量（万股）	2713
实际募集资金（亿元）	4
增发目的	补充流动资金

数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：润丰股份市值由 100 亿元左右最高上升至近 300 亿元

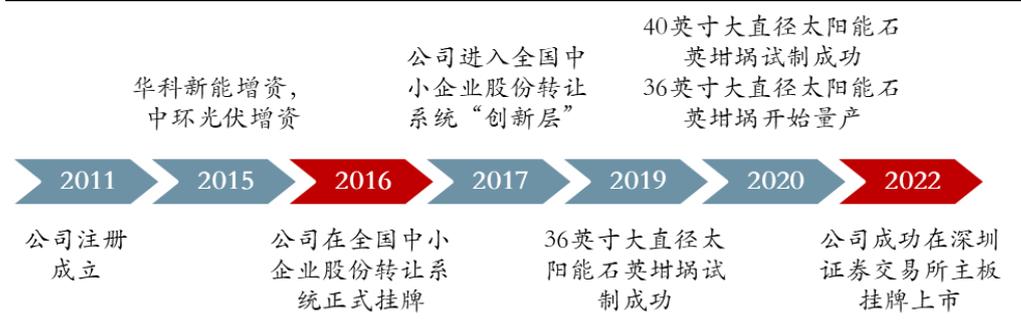


数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ **欧晶科技 (001269.SZ) -- (原 836724.NQ)**

公司立足于**单晶硅材料产业链**，主要为太阳能级单晶硅棒硅片的生产和辅助材料资源回收循环利用，提供配套产品及服务，具体包括石英坩埚产品、硅材料清洗服务、切削液处理服务。经过多年的发展，与中环股份、宁夏协鑫、有研半导体、晶澳太阳能科技股份有限公司、挪威挪森等建立了长期、稳定的合作关系。公司是石英坩埚行业团体标准的主要起草人，已逐步树立在细分领域主要产品的标准制订的重要地位。主要负责起草了《光伏单晶硅生长用石英坩埚》、《光伏单晶硅生长用石英坩埚》、《光伏单晶硅生长用石英坩埚生产规范》、《半导体单晶硅生长用石英坩埚生产规范标准》、《半导体单晶硅生长用石英坩埚标准》等行业团体标准。

图28：欧晶科技于 2017 年在新三板挂牌，2022 年在深交所上市



资料来源：欧晶科技官网、开源证券研究所

欧晶科技于**新三板挂牌期间定增 1 次**。2017 年 3 月，欧晶科技在新三板进行了一次定向增发，募集资金 0.3 亿元用于项目融资。从深交所上市后的表现来看，欧晶科技市值由 31 亿元上升至目前的 173 亿元。

表7：2017 年 3 月，欧晶科技在新三板进行了 1 次定向增发用于项目融资

增发指标	增发数据
发行日	2017/3/9
发行价 (元/股)	6.79
增发数量 (万股)	441.83
实际募集资金 (亿元)	0.3
增发目的	项目融资

数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：欧晶科技市值由 31 亿元上升至目前的 173 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 高测股份 (688556.SH) -- (原 834278.NQ)

公司始终聚焦光伏主业，充分发挥“切割设备+切割工艺+切割耗材”技术闭环优势，不断推动切割设备的更新迭代、切割耗材持续细线化及切割良率不断提升，实现光伏切割设备、光伏切割耗材、硅片切割加工服务、创新业务四大业务板块快速发展。2018年以来，公司持续推进金刚线切割技术在半导体硅材料、碳化硅材料、蓝宝石材料、磁性材料等更多高硬脆材料加工领域的研发及产业化应用，获行业头部企业选择与认可。

图30：高测股份于2015年在新三板挂牌，2020年赴科创板上市



资料来源：高测股份官网、开源证券研究所

高测股份于新三板挂牌期间定增2次。2017年7月和2019年3月，高测股份在新三板共进行了两次定向增发，分别募集资金0.55亿元、1.5亿元用于项目融资、补充流动资金。从科创板上市后的表现来看，高测股份市值由79亿元上升至目前的154亿元。

表8：2017年、2019年，高测股份在新三板共进行了2次定向增发

增发指标	增发1	增发2
发行日	2017/7/15	2019/3/6
发行价(元/股)	10	16.11
增发数量(万股)	548.6	930.9
实际募集资金(亿元)	0.55	1.5
增发目的	项目融资	补充流动资金

数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：高测股份市值由79亿元上升至目前的154亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 吉林碳谷 (836077.BJ) -- (原 836077.NQ)

吉林碳谷主要从事聚丙烯腈基碳纤维原丝的研发、生产和销售，在国内是首家采用三元水相悬浮聚合两步法生产碳纤维聚合物，DMAC 为溶剂湿法生产碳纤维原丝，致力于成为国内领先、国际知名的聚丙烯腈基碳纤维原丝及相关产品的供应商。吉林碳谷碳纤维原丝整体规模、研制、生产能力及技术水平在国内均处于行业先进水平，产品品质优良且稳定性强，近年不断丰富大丝束系列产品，为降低碳纤维产业链成本打下坚实的基础。2022 年入选第四批专精特新“小巨人”企业。

图32：吉林碳谷于 2016 年在新三板挂牌，2021 年赴北交所上市



资料来源：吉林碳谷官网、开源证券研究所

吉林碳谷于新三板挂牌期间定增 2 次。2016 年 7 月和 2020 年 8 月，吉林碳谷在新三板共进行了两次定向增发，分别募集资金 0.39 亿元、1.33 亿元用于项目融资、补充流动资金。从北交所上市后的表现来看，吉林碳谷市值由 20 亿元上升至目前的 137 亿元。

表9：2016 年、2020 年，吉林碳谷在新三板共进行了 2 次定向增发

增发指标	增发 1	增发 2
发行日	2016/7/29	2020/8/25
发行价 (元/股)	2.86	3.8
增发数量 (万股)	1363.64	3500
实际募集资金 (亿元)	0.39	1.33
增发目的	项目融资	补充流动资金

数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：吉林碳谷市值由 20 亿元上升至目前的 137 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

由以上四个公司的案例可以看出，新三板作为中小企业的融资平台，在“专精特新”企业的发展初期起到了关键作用，为我国“专精特新”中小企业后续的发展提供了早期的资金支持，丰富了我国中小企业的早期融资渠道。

3.3、政策建议：丰富机构数量及职能，推动“产学研”合作、数字化转型

我国政府对于中小企业发展重视程度较高，从德国、日本及美国对于中小企业的培育路径，我们总结出以下相关政策建议。

➤ 丰富相关组织机构的数量及职能，增强上下游产业信任

通过设立了专门的中介组织，从各个维度向中小企业提供多元化、综合化服务。各地政府、行业协会、指定银行等相关机构，应当加强研讨会、信息交流会的召开，为中小企业提供各种国内外市场信息咨询并提供相关补贴。同时，通过行业协会对中小企业的审视和评选，提高优质专精特新“小巨人”的知名度和商业影响力，增强下游产业链对中上游企业的信任程度，从而实现国产替代、产业链补短板的目标。

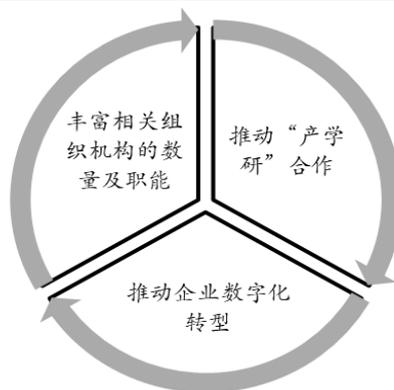
➤ 推动“产学研”合作，兼并推动“人才+研发”发展

在职业教育方面，通过将职业教育与高校学习相结合，高校向学生提供理论学习的平台，而企业为学生提供参与工作和技术研发的实习和培训，最终培养出理论与实践相结合的应用型人才，从而通过职业教育为中小企业输送大量高技能工人和技术人员。在基础研发方面，对具有较强创新能力的中小微企业提供知识产权保护，另一方面通过经费投入大力支持以高校、科研机构为代表的基础研究部门从事研发和创新。

➤ 推动企业数字化转型，实现“先进智造”

随着互联网、大数据、人工智能与实体经济的深度融合，数字赋能成为推动企业高质量发展的关键。相较于大企业，中小企业在数字化转型中较为滞后，通过数字赋能推动中小企业转型升级显得尤为迫切。政府和行业组织应加强对中小企业数字化转型的帮扶工作，推动行业大数据平台建设和企业数据共享机制，培育具有较强服务能力的数字化服务平台，引导企业将业务向云端迁移，充分利用政府公共数据降低中小企业“数字鸿沟”，促进中小企业的信息化、数字化、智能化升级。

图34：建议丰富相关组织机构的数量及职能，推动“产学研”合作、数字化转型



资料来源：董志勇等《“专精特新”中小企业高质量发展态势与路径选择》、开源证券研究所

4、风险提示

宏观经济波动风险、流动性风险、政策效果不达预期风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn