

新兴产业2022投资策略

重点布局新型烟草产业链，关注新兴赛道“隐形冠军”

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001

分析师 戴飞 SAC执业证书编号：S1110520060004



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

1. “新型烟草”板块：监管政策国内外逐步明朗化，国内HNB布局中烟体系供应链，海外市场布局代工龙头！

1) **HNB领域**：**一、海外市场**，菲莫国际（PMI）旗下IQOS出货量持续创新高，公司预计2023年减害产品收入贡献占比将达到40%，2025年减害产品收入贡献占比超过50%，日本烟草加速HNB产品创新。各地中烟产品持续出海试水，今年8月四川中烟进入欧洲市场；湖北中烟已在海外推出新款MOK one加热设备及多种口味烟弹。**二、国内市场**，从未来新型烟草市场规模来看，HNB（加热卷烟）才是主赛道。近一年来中烟系19家子公司有17家在做HNB产品，并且产品力不断迭代，21年云南中烟可燃可烤的“双享”国内试销，期待明年更多中烟系子公司HNB新品试销，此外，9月27日国家烟草专卖局党组印发指导意见，要求全面加强新时代行业科技创新工作，其中以中式卷烟、重大需求和降焦减害为战略方向。

2) **雾化**：国内外监管政策逐步明朗化，美国FDA通过首个电子烟PMTA申请，标杆作用明显；英美烟草雾化电子烟产品销量近年来快速增加，2021H1，公司雾化电子烟实现收入4.23亿英镑（+59.3%），烟弹销量达2.47亿只（+70%）；近期国内烟草总局发布电子烟管理办法，全球电子烟市场进入“类烟草”监管时代。监管落地将有效推高行业门槛，集中度提升，利好行业上下游龙头企业。

投资建议：**HNB产业链**：**重点推荐-华宝国际/股份（国内烟用香精龙头、新型薄片唯一民营牌照）【与食品饮料团队联合覆盖】，劲嘉股份（国内烟标龙头、与云南中烟唯一战略合作民企）【与轻工团队联合覆盖】**；**建议关注**：集友股份、顺灏股份、东风股份【轻工团队覆盖】、中烟香港、中国波顿。**1）雾化产业链**：**重点推荐-思摩尔国际（全球雾化设备生产商龙头），雾芯科技（国内雾化品牌龙头），其次：爱施德（国内雾化渠道服务龙头）**；

2. “隐形冠军”板块：2022年重点关注“双碳”&“智能驾驶”投资主线

➤ **主线1——“双碳”促多行业发生深远变革**：2021年来，包括我国在内，全球的资源利用体系正在逐渐改变，三大趋势逐渐明显：一是能源结构转型升级，可再生能源占比持续提升；二是塑料供需结构优化，可降解塑料产业加速发展；三是生物技术打破自然限制，资源利用效率再提升。**2022年建议关注“隐形冠军”系列标的：嘉必优（合成生物工业菌种平台）、中粮科技（生物基可降解材料技术领先）。**

➤ **主线2——电动智能化轮番开启汽车革命**：电动化方面，低碳出行已步入新常态，全球政府均针对汽车产业出台“碳中和政策”，国际主流车企也纷纷提出各自的碳中和目标（均在2050年之前）。电动与混动加速渗透，继续看好汽车零部件板块增量机会；智能化方面，智能汽车整车架构和商业模式被重新定义，汽车核心竞争要素围绕智能座舱与自动驾驶展开，看好智能座舱、自动驾驶、整车落地三条投资逻辑。**2022年建议关注“隐形冠军”系列标的：双环传动（齿轮行业重塑者，新能源时代全球供应商龙头）【与汽车组联合覆盖】、万里扬（国内自主变速器龙头，再添储能业务“新羽翼”双轮驱动开启向上成长空间）【与汽车组联合覆盖】、智能驾驶产业链等**

风险提示：新型烟草政策变动风险，新型烟草技术开发风险，销售/企业发展不及预期，汇率波动的风险，贸易、关税等政策对出口业务的影响，食品安全及产品质量控制风险，原材料价格波动风险，市场竞争加剧的风险，宏观经济波动风险，疫情进一步扩散风险。

目录

0、引言：如何挖掘新兴产业投资机会

1、新型烟草板块：国内HNB布局中烟体系供应链，海外市场布局代工龙头！

2、“隐形冠军”板块：2022年重点关注“双碳” & “智能驾驶”投资主线

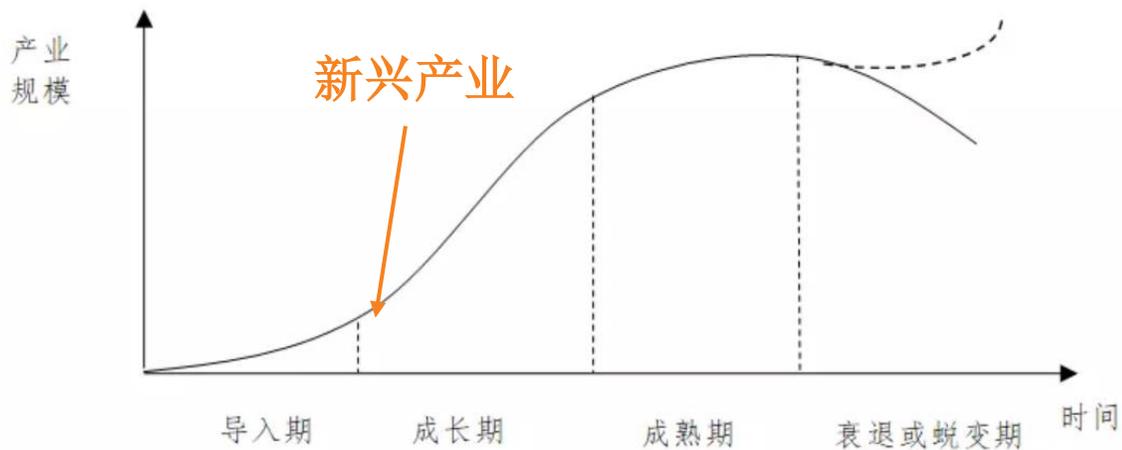
引言：“新兴产业”是什么？

“新兴产业”的定义：

- 是指伴随着企业创造出的新产品、新服务或新技术而出现的尚处于资本化初期的产业。从行业生命周期理论来看，行业从兴起到衰落可以分成导入期、成长期、成熟期和衰退期四个发展阶段，而新兴产业则处于导入期及成长期的阶段，我们认为该阶段的产业特征：1) 竞争格局是“各领风骚三五年”，2) 行业规模快速扩张，3) 产品迭代层出不穷，4) 企业资本化刚刚开始。

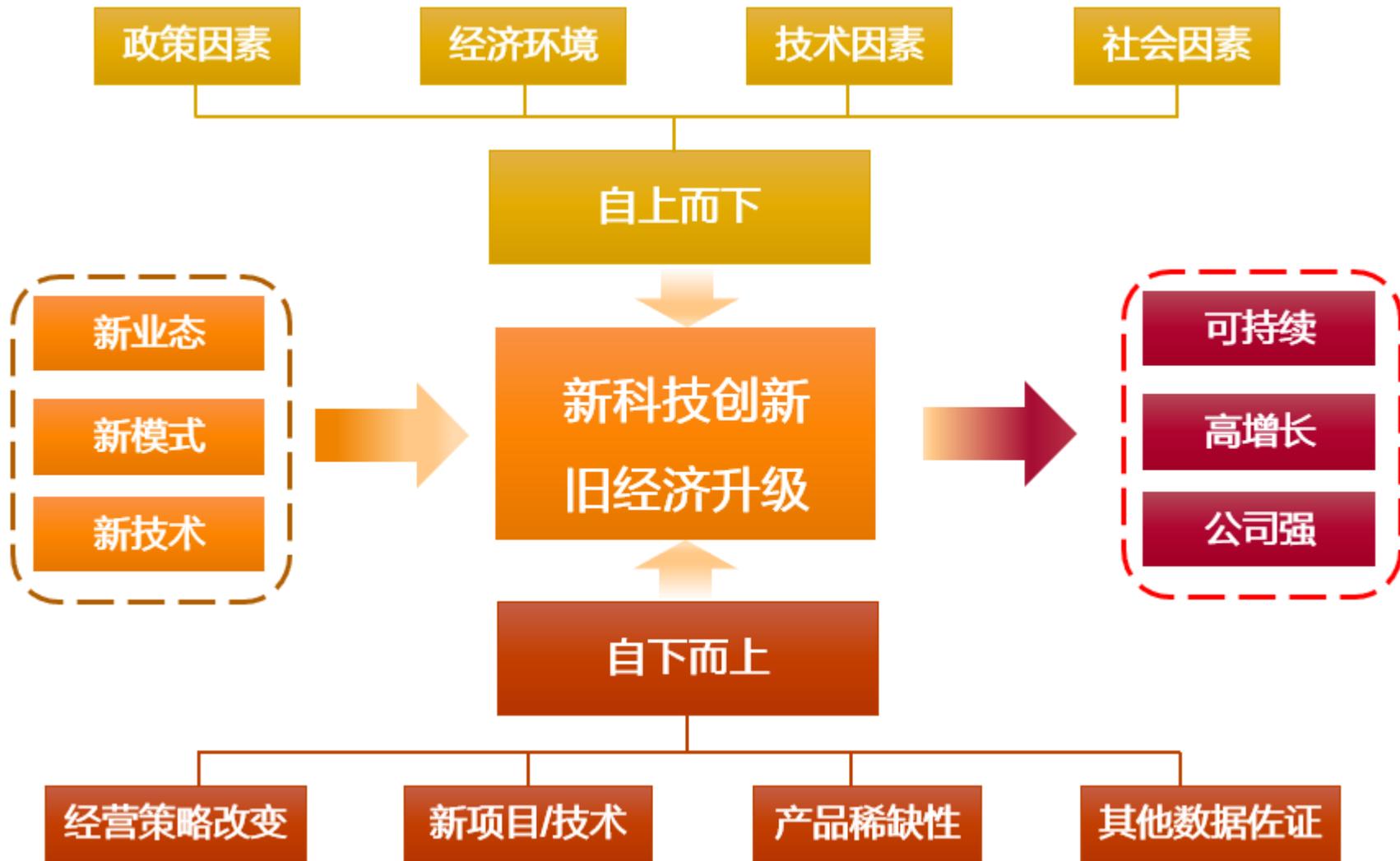
“新兴产业”的特征：

- 竞争格局是“各领风骚三五年”
- 行业规模快速扩张
- 产品迭代层出不穷
- 企业资本化刚刚开始



来源：woshipm网站，天风证券研究所

引言：如何挖掘“新兴产业”投资机会？



来源：天风证券研究所



1. 新型烟草板块

电子烟监管逐步落地，优选行业龙头，重点布局HNB供应链

1.1. 2021年新型烟草板块走势如何？

- 2021年接近尾声，相比2020年，国内资本市场对于新型烟草的关注度随着国内外的监管政策逐步明朗化而显著提升，wind电子烟指数在2021年年末较年初上涨超40%，我们认为这跟新型烟草在海内外的持续推广、渗透率不断提升以及海外FDA PMTA审核进度、国内监管政策持续明朗化有关。

图：2021年1月-12月WIND 电子烟指数

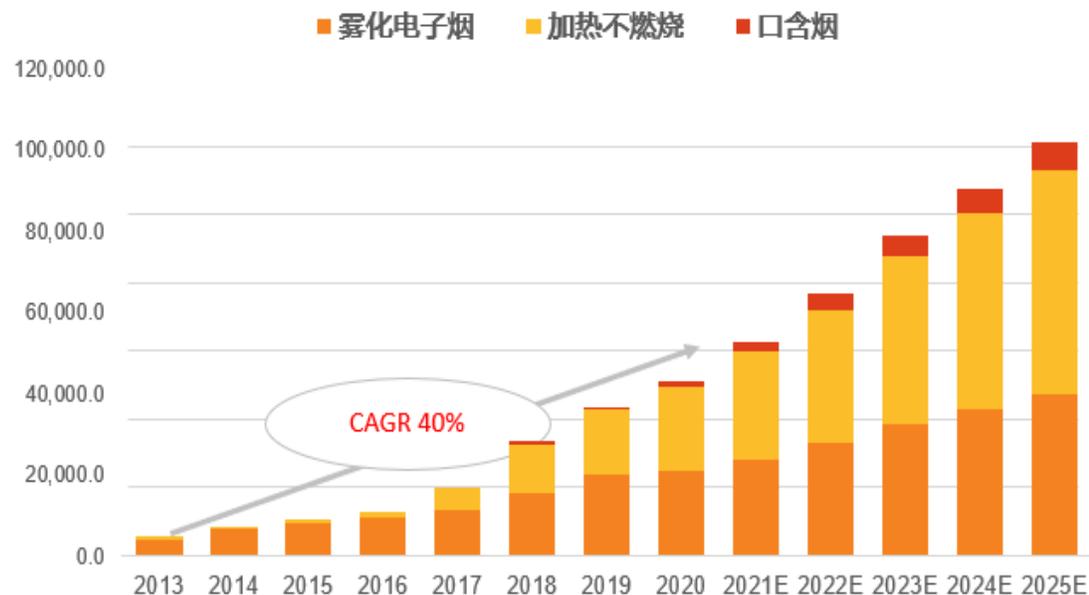


来源：wind，天风证券研究所

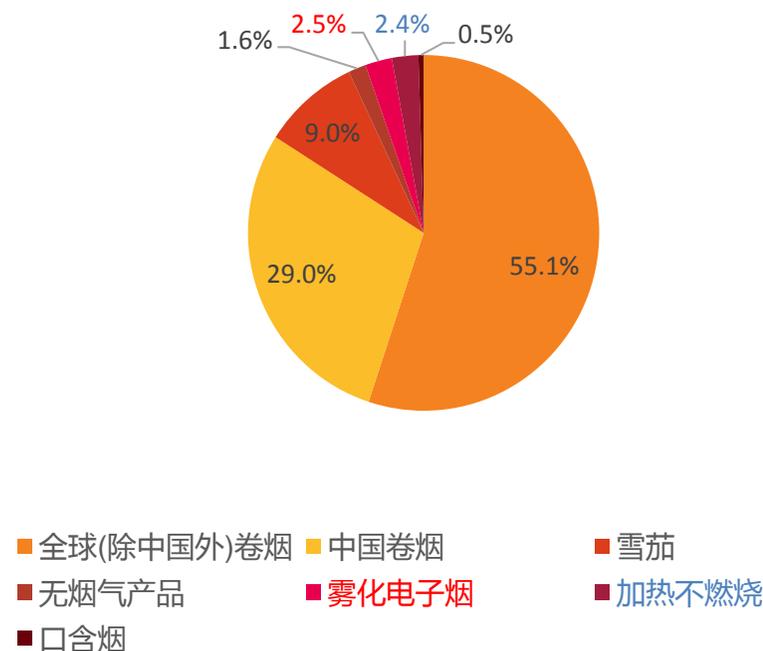
1.2. 新型烟草在全球疫情影响下仍保持较高销售增速

- 2020年新型烟草市场在疫情影响下继续保持较高增速。2020年全球新型烟草销售规模达到430亿美元，在全球疫情负面影响背景下，同比增长17%，仍保持相对较高增速。2013-2020年间新型烟草市场持续高速增长，CAGR达到39.6%，2021年全球新型烟草规模预计达到527亿美元，同比增速约23%。其中2020年雾化电子烟市场约211亿美元（对应渗透率2.5%），欧睿国际预计到2025年雾化市场将达到400亿美元（对应渗透率3.7%）以上。

图：新型烟草各品类市场规模（单位：百万美元）



图：全球烟草各品类市场占比（%）



1.3. 新型烟草海外各国监管逐步落地中，行业集中度上升

- 综合近几年监管动态变化来看，我们认为严监管将是未来行业发展趋势之一，也将带动行业上下游的集中度进一步提升：
- 加热不燃烧：**由于加热不燃烧产品由传统烟叶制成，目前已上市加热不燃烧的市场均按照烟草类产品进行管辖，同时进行该品类布局的公司均为传统卷烟生产公司（例如菲莫国际、英美烟草、日本烟草等），行业总体呈现寡头垄断特征，集中度非常高。
- 雾化电子烟：**各地区陆续正在落地对于雾化类产品的监管措施，我们认为随着监管的逐步落地，行业准入门槛以及监管趋严所带来的经营成本将进一步上升，未来产业链集中度将加速提升。2021年10月12日，美国FDA发布首个PMTA许可产品，允许英美烟草旗下Vuse Solo系列3个产品，包含1款封闭式电子烟设备和2款烟草味烟弹，FDA首次放行雾化电子烟PMTA申请，标杆作用意义重大。中长期来看，我们认为美国电子烟市场的“类烟草化管理”大势所趋，监管趋严背景下大品牌、大公司的资源、技术储备可以应对不断提升的准入门槛和监管成本，龙头品牌的竞争力和市场占有率有望继续提升。

表 1: 各国针对雾化电子烟品类监管措施一览

	监管机构	划分类别	监管制度
欧盟	欧盟委员会	无明确要求	1、申请制：只要提前六个月向各国有关部门通报即可。无批准环节。2、EUTPD 监管对象包括所有电子烟产品的进口商、生产商；对电子烟的产品要求具体包括对尼古丁浓度水平的限制、电子烟包装和标签的规则、防止儿童吸烟的指导方针等。
英国	公共卫生部 (PHE)、药品及保健品管理署 (MHRA)	消费品/药品	申请制：新的电子烟和替换装产品（或有重大改变的旧产品）生产商必须在产品投放英国市场前六个月向 MHRA 提交申请。申请公示在 MHRA 的网站后方可上市。零售商无需提交其销售的任何产品的信息，除非它们也具有生产者资格。零售商必须在 2017 年 5 月 20 日之前通过库存销售不符合 TPD 标签和产品成分要求的产品。
美国	FDA	烟草制品	审批制：2016 年 8 月之后发行的电子烟产品必须要通过 PMTA (Pre-market Tobacco Product Application) 认证才能上市。FDA 同时规定企业在提交申请报告时需要同时提交证明新型烟草产品比传统烟草减害的调查。
日本	厚生省 (卫生部)	医药产品 (含尼古丁烟油)	等同于禁止：含尼古丁的电子烟烟油被视为医药产品，销售、营销、制造、进口、分销均需依法获得许可证，但目前暂时无产品获批，允许私人进口少量医用电子烟。
韩国	卫生与福利部	烟草制品 (含尼古丁) 消费品 (不含尼古丁)	1、韩国对液体型电子烟税率视其尼古丁含量而定，税率通常较低（为传统香烟的 43.2%）；2、不含尼古丁的电子视为消费品进行监管，含有尼古丁的电子烟被视为烟草制品进行监管，禁止向未成年人（19 岁以下）销售，每毫升需缴纳税费 1799 韩元。

资料来源：Eurofins, Gov.uk, ECigIntelligence, 中国香烟网、烟叶通讯等，天风证券研究所

1.4. 新型烟草已成为海外烟草巨头的重要研发方向

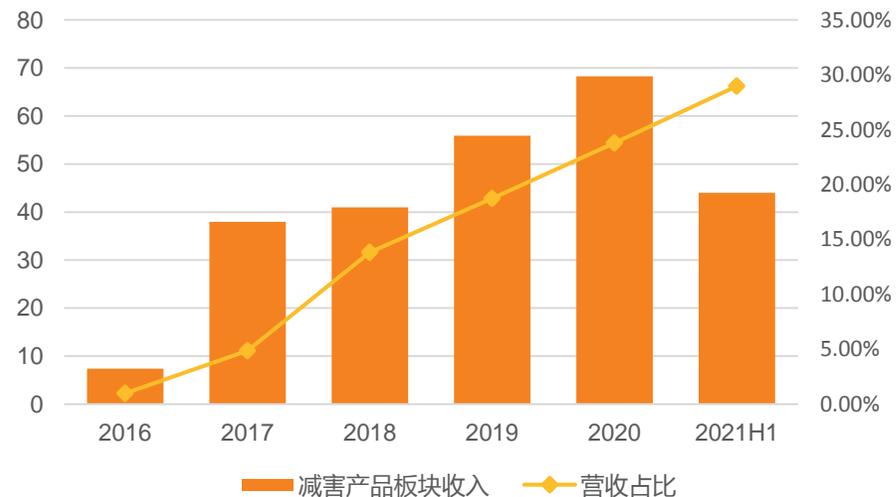
	2020年总营收 (亿元)	2020年新型烟草营收 (亿元)	新型烟草收入 占比	新型烟草研发投 入	战略规划
菲莫国际	\$286.94	\$68.27	23.80%	81亿美元	计划2021年下半年推出下一代电磁感应式加热烟草IQOS ILUMA，目标是新型烟草2025年占营收比重超50%
英美烟草	£ 257.76	£ 14.43 (HNB: £ 6.34; 雾化: 6.11; 口含烟: 1.98)	5.60%	超30亿英镑	预计2025年新型烟草收入达50亿英镑，2030年公司新型烟草用户达到5000万人
帝国烟草	£ 79.85	£ 2.02	2.53%	超10亿英镑	预计2030年新型烟草品类收入占比达到20%以上，将投资重点放在欧洲区域的加热不燃烧市场，以及美国及其他区域的雾化市场。
日本烟草	\$193.20	\$5.16	2.67%	超20亿美元	预计2021年加热不燃烧烟弹销量将增长至45亿只以上，并且计划在2021年下半年在日本推出下一代加热不燃烧设备，随后将在俄罗斯和其他国际市场推出

1.5. 2021年海外烟草巨头的新型烟草板块表现如何？

菲莫国际：新型烟草贡献收入近30%，IQOS出货量持续创新高

- **收入方面**，减害产品板块2020全年为公司贡献收入达68亿美元（yoy+22.2%），营收占比达23.8%；其中IQOS设备全年销售收入共计约4.76亿美元，占减害产品板块营收约7%；截止2021Q3，前3季度减害产品板块为公司贡献收入达67.24亿美元（+37.5%），营收占比达28.6%，继续创历史最高水平。此外，公司预计2023年减害产品收入贡献占比将达到40%，2025年减害产品收入贡献占比超过50%。
- **IQOS出货量方面**，2021年前三季度IQOS烟弹出货共696亿支，同比增长27.9%，从销量占比来看，IQOS烟弹已占公司总出货量（包含传统卷烟）的12.98%。

图：菲莫国际历年减害产品板块收入及其占比（亿美元，%）



图：菲莫国际历年IQOS烟弹出货量及其销量占比（亿只，%）

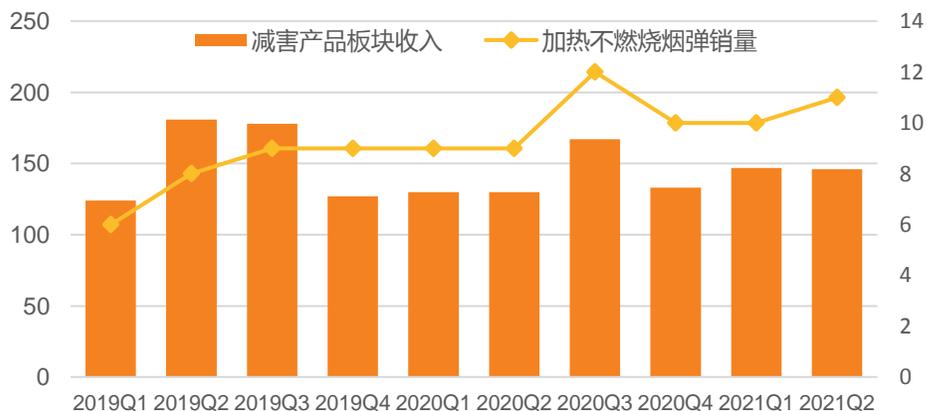


1.5. 2021年海外烟草巨头的新型烟草板块表现如何？

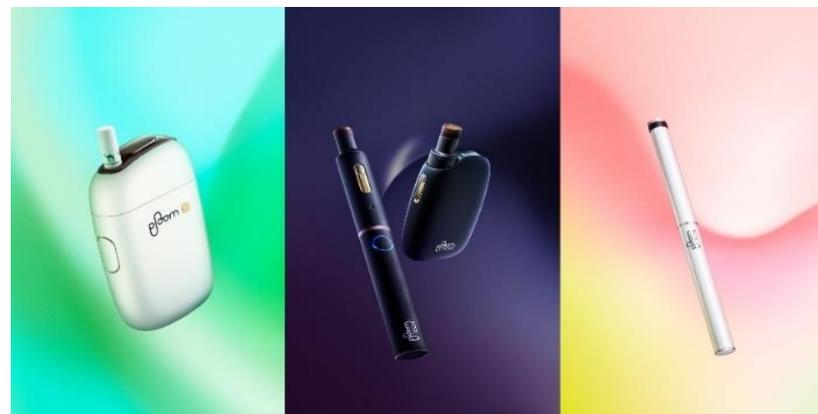
日本烟草：21H1减害产品市场规模增长超预期，推出下一代加热不燃烧产品

- 公司2021H1减害产品板块实现收入293亿日元（约**2.67亿美元**），**同比增长13.1%**，主要受加热不燃烧产品销量增长推动；加热不燃烧烟弹销量为21亿支，**同比增长16.7%**。公司2021H1在日本减害产品板块的**市场占有率为9.8%**。目前**日本整体减害产品市场规模约占烟草行业总量的29.5%**，2021H1日本加热不燃烧烟弹总销量为217亿支，同比增长13.6%。
- **行业方面：公司预计2021年日本香烟总销量下降幅度将由8%以上扩大至9%以上**，主要由于减害产品增长超预期，公司预计日本减害产品市场规模将继续扩大，预计从占全年烟草行业总量的20%左右扩大至30%；公司预计全年其加热不燃烧烟弹的销量预计维持在45亿只以上。**公司已于今年7月在全球最大的加热不燃烧市场日本推出下一代加热不燃烧设备Ploom X**，这是公司根据世界各地的消费者需求开发的第一个全球产品，可提供更丰富和浓郁的口味，改进的设计，和更直观的用户体验。

图：日本烟草历年减害产品板块收入及加热不燃烧烟弹销量（亿日元，亿只）



图：日本烟草加热不燃烧产品Ploom示意图



1.5. 2021年海外烟草巨头的新型烟草板块表现如何？

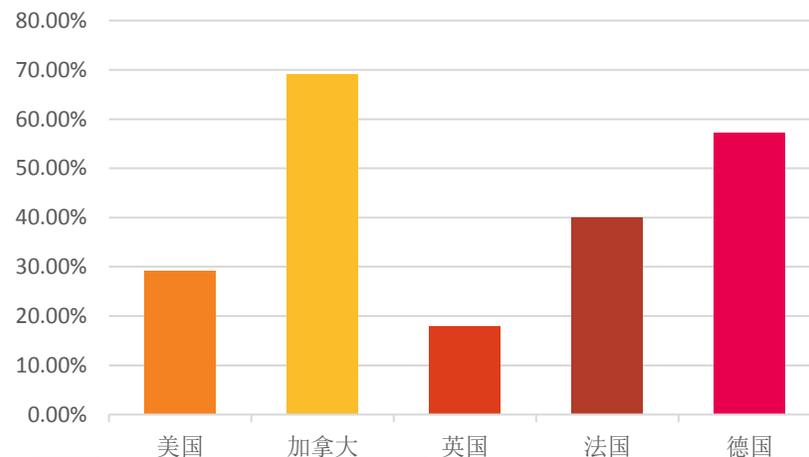
英美烟草（BAT）：雾化电子烟产品销量近年来快速增加

- 2021年上半年，公司雾化电子烟实现收入4.23亿英镑，同比增长59.3%，烟弹销量2.47亿只，同比增长70%；在美国，Vuse烟弹销量增长97%，远超过已经恢复增长的总雾化行业销量增速30%，推动了59%的营收增长；同时Vuse在美国雾化市场的市占率比2020财年增加达到30%，主要受Vuse Alto成功推出影响，其市占率在今年5月达到27.5%，公司已经在美国20个州取得市占率的领导地位，并继续接近总市占率的领导地位。
- 分地区来看，截至2020年年底，Vuse美国市占率29.1%，加拿大69%，英国17.9%，法国40%，德国57.2%。同时，在2021年1月，公司试运营了第一款大麻二酚（CBD）电子雾化烟产品Vuse CBD Zone，丰富了雾化电子烟产品品类。2021年9月8日，公司宣布，按价值份额计算，Vuse现在是全球第一大电子烟品牌。在电子烟领域取得全球领先地位标志着公司转型的一个重要里程碑，并展示了其全球新类别业务的持续强劲势头。

图：英美烟草历年雾化电子烟产品销售额（百万英镑）



图：截至2020年底Vuse品牌在各国市场占有率（%）



1.5. 2021年海外烟草巨头的新型烟草板块表现如何？

帝国烟草：加强新型烟草领域投资，为满足消费者需求和减害做出贡献

- 公司在截至2021年3月31日的半年度报告期内，实现净收入35.7亿英镑，同比增长3.5%，主要由传统烟草板块增长3.2%以及新型烟草板块增长16%所贡献；实现营业利润15.9亿英镑，同比增长8.1%。其中**新型烟草板块实现净收入0.95亿英镑，同比增长16%**，主要由于公司不断优化在该领域的投资以及去年去库存战略较为成功。
- 帝国烟草首席执行官Stefan Bomhard表示，公司在新型烟草领域，公司的业绩表现有所改善，**未来将重点投资新型烟草市场，并计划在今年下半年启动蒸汽产品和加热不燃烧产品的市场测试**。公司目标是创建一个成功的新型烟草业务，满足消费者需求，并且为减害做出贡献。

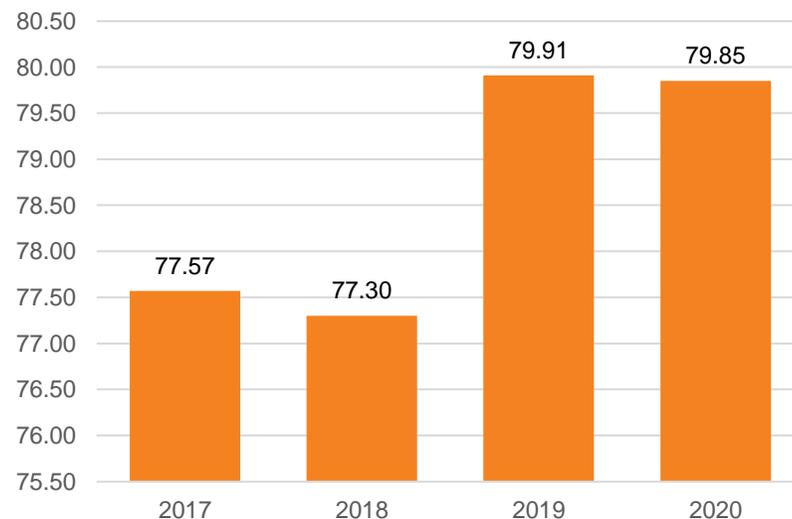
◆ 分地区来看：

欧洲：公司在截至2021年3月31日的半年度报告期内**新型烟草业务实现净收入0.55亿英镑，同比增长83.3%**，公司的雾化电子烟品牌blu在英国、法国和意大利等几个市场的市场份额保持相对稳定，在加热烟草方面，公司将继续为今年下半年推出两个试点市场做准备；

美国：公司在截至2021年3月31日的半年度报告期内**新型烟草业务实现净收入0.33亿英镑，同比增长10%**，公司于今年修订了blu的上市战略并计划于下半年开始初步试点，公司于去年四月提交了一系列雾化电子烟产品的PMTA申请，仍在等待结果；

非洲、亚洲和大洋洲：公司在截至2021年3月31日的半年度报告期内新型烟草业务实现净收入0.07亿英镑，同比降低69.6%，主要由于公司决定退出俄罗斯和日本的雾化电子烟市场以及日本的加热不燃烧产品市场，反映了公司对新型烟草业务更有针对性的态度。

图：帝国烟草历年烟草以及NGP产品收入（亿英镑）

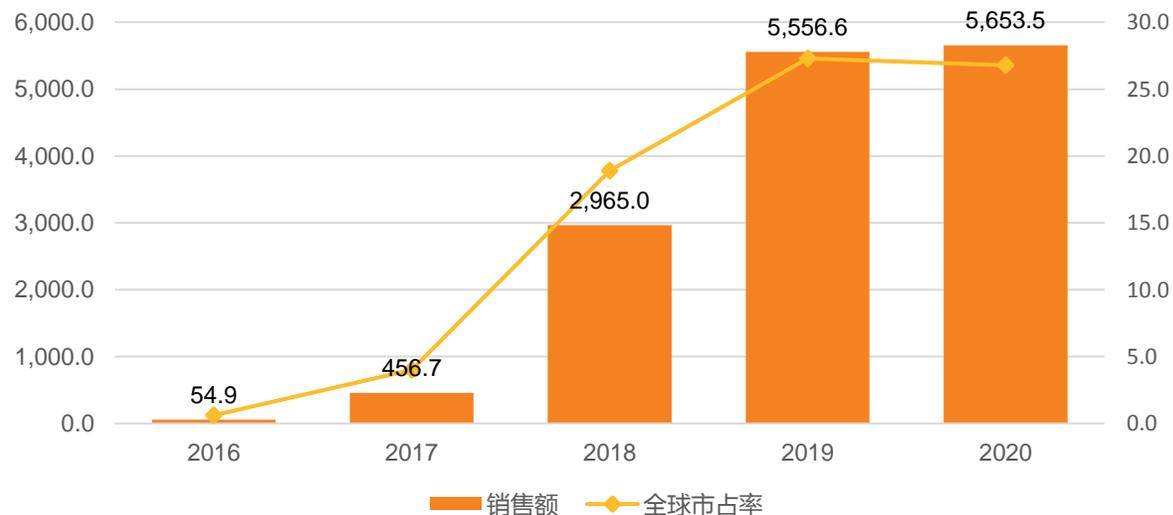


1.5. 2021年海外烟草巨头的新型烟草板块表现如何？

JUUL（奥驰亚持股35%）：受诉讼影响，市占率呈下滑趋势

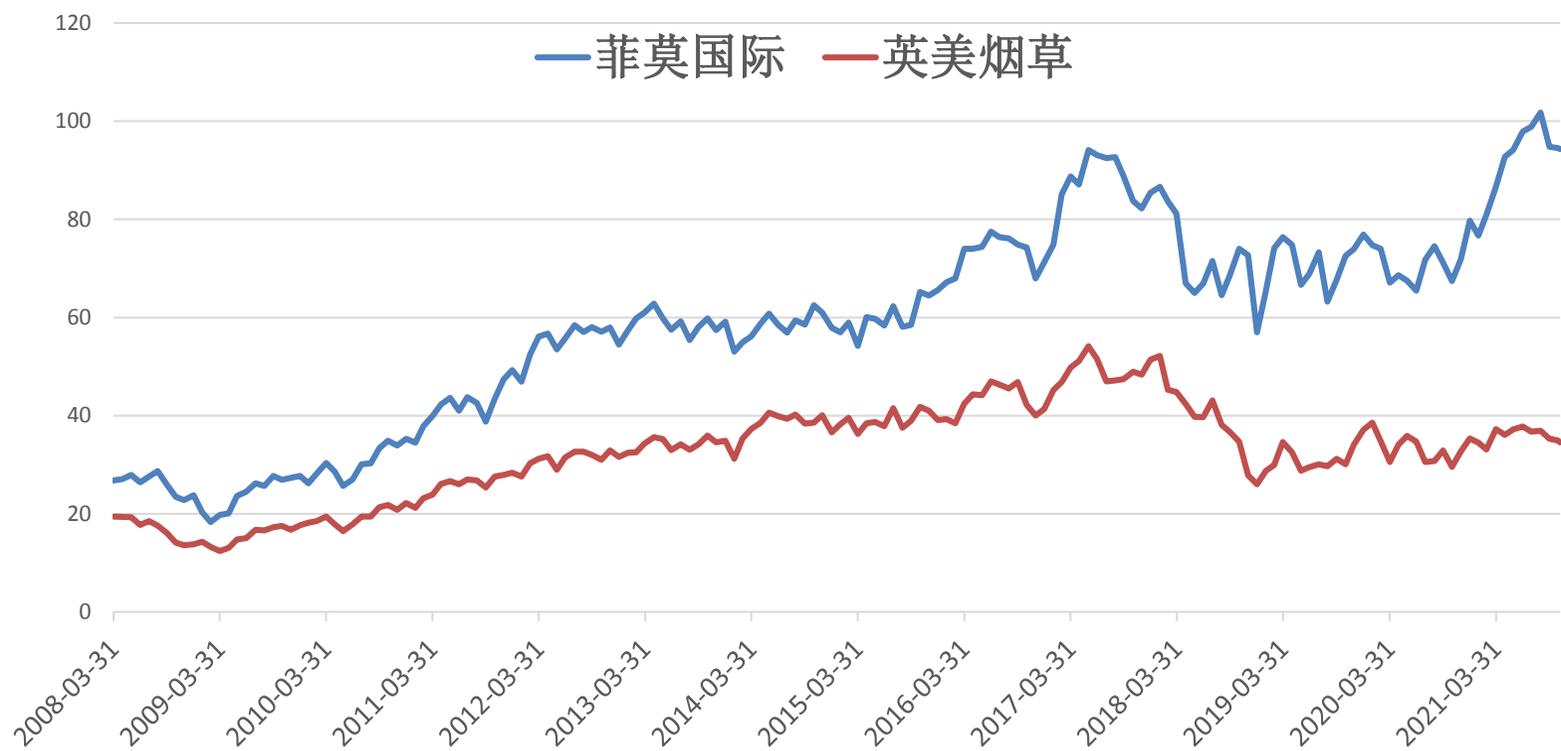
- **行业竞争激烈，静待美国PMTA审核结果。**据欧睿调研数据，截至2020年，JUUL市占率为26.8%，以56.5亿美元的电子烟零售销售额位居全球第一。然而在过去一年里由于此前向众多未成年人销售电子烟而受到监管审查、诉讼和调查。同时英美烟草旗下雾化电子烟产品Vuse，凭借多媒体营销活动和\$0.99的低售价抢占较多市场份额，公司的总销售额和市场份额均成下降趋势，截止2021年8月Juul的销售额下降了5亿美元，雇员裁减四分之三，放弃在14个国家和地区的业务，还关闭了其社交媒体业务，并停止了在美国的所有广告。但公司已不惜一切代价试图挽回市场，2020年JUUL大股东花费近1100万美元，游说各州政府，试图让FDA允许其继续在美国销售电子烟，花费5.1万美元让《美国健康行为杂志》刊登该公司资助的11项研究，旨在提供Juul产品帮助烟民戒烟的证据。根据最新FDA公布数据，JUUL电子烟仍在PMTA申请审核处理中。

图：JUUL终端零售规模及市占率（百万美元，%）



1.6. 菲莫国际 vs 英美烟草 股价走势对比 (2008.03-2021.11)

单位: 亿美元	2020年收入	2020年净利润	净利率	市值	市盈率(TTM)
菲莫国际	286.94	85.92	29.9%	1468	16.4
英美烟草	347.9	88.53	25.4%	793	9.3



1.7. 我国对HNB重视程度持续加强，各地中烟公司加速布局

1) 四川中烟于2017年底、推出“宽窄·功夫”新型烟草品牌，是我国行业内第一家实现规模生产并出口加热不燃烧卷烟的企业。

2021年8月1日，四川中烟“KUANZHAI”烟弹于西班牙第三城市瓦伦西亚上市，标志着四川中烟正式进入欧洲市场。目前，西班牙上市的宽窄烟弹有：原味、原味浓、薄荷、蓝莓、陈皮薄荷5种口味，这些产品前期将在西班牙第三大城市瓦伦西亚烟草零售店销售，后续逐步进入马德里、巴塞罗那等多个城市。

同时7月28日，KUNGFU全球英语和西班牙语品牌网站正式上线。我们认为，四川中烟加热不燃烧品牌成功进入欧洲市场将进一步提升我国加热卷烟海外知名度和市场销量，利好我国HNB产业链。

2) 云南中烟：

国际：历时五年，打造了我国第二个走出国门的加热不燃烧卷烟品牌“MC”。通过与其下属企业的子公司华玉科技进行新型烟草的研产销，公司推出了多款HNB产品。在2018年4月IECIE深圳电子烟展上，该品牌产品获得了来自日本、韩国、俄罗斯、马来西亚、乌克兰、北美、尼日利亚等10个国家和地区的意向客户40余家，为其新型烟草产品大批量上市奠定了基础。2019，华玉科技在该展会上又代表云南中烟展示了包括“MC”、“红塔山（HTS）”在内的一系列HNB产品；

国内：“双享”低调上市。

图：四川中烟宽窄产品示意图



1.7. 我国对HNB重视程度持续加强，各地中烟公司加速布局

3) **广东中烟**是行业内第三家推出加热不燃烧烟草制品的企业，其HNB产品MU+、ING是公司历时五年研发，于2018年7月成功在老挝上市的首套产品；

4) **湖北中烟**旗下新型烟草平台小耦科技于2018年推出MOK加热不燃烧烟草产品后，在国内武汉MOK官方旗舰店和韩国发售。截至目前，湖北中烟已推出多款产品：MOK 1.9、MOK 2.0、MOK mini、MOK one等初代/升级款HNB烟具。

新款MOK one将创新技术与烟草完美结合，12秒快速预热，陶瓷针式充分加热不燃烧，保留烟草味道的满足同时降低有害物质的产生，吸阻舒适，让烟弹品吸更接近传统卷烟的消费习惯。850mAh的电池容量，可连续吸烟12~15支烟弹。

5) **黑龙江中烟**公司通过与国健华烟合作，共同推出了联名款烟具KOKEN，以及配套烟弹LOPATO。

图：湖北中烟MOK产品示意图



图：湖北中烟-MOK烟具及COO烟弹产品示意图



表：部分中烟公司HNB烟具&烟弹品牌名称

公司名称	HNB烟具品牌	HNB薄片品牌
四川中烟	宽窄·功夫	宽窄子弹头
云南中烟	MC	MC
广东中烟	MU+	ING
湖北中烟	MOK	COO
黑龙江中烟	KOKEN	LOPATO

图：四川中烟-宽窄烟弹产品示意图



- 目前已经推出HNB产品的地方中烟工业公司还有，**河南中烟**拥有烟弹品牌“悦尚”，**山东中烟**拥有烟弹品牌“方寸”，**安徽中烟**拥有烟具品牌“巔”等等。

1.7. 我国对HNB重视程度持续加强，各地中烟公司加速布局

- 国内方面，加热不燃烧品牌NUSO于2021年7月在国内首推四大口味新品。加热不燃烧品牌NUSO目前全球市场分布20多个国家，分别涵盖了欧洲，中东，东南亚等地区。2021年7月，NUSO在中国大陆首次推出了本草加热不燃烧系列。本次首推新品包含4款明星口味：本真原味，清凉薄荷，微醺莫吉托和冰炫蓝莓。NUSO新一代的加热不燃烧系列，在“产品研发”上进行创新的同时追求“口味还原”，其研发团队在初期进行大量市场调研和产品研究，在研发过程中进行严格品控和多重测试以不断改良配方和工艺。

图：NUSO示意图



1.8. 国内电子烟监管基本落地，优选行业龙头

12月2日下午，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法（征求意见稿）》，开启公众意见征集阶段。

- **1. 电子烟监管靴子基本落地：**从11月26日修改专卖法条例，11月30日国标意见稿公布，12月2日发布管理办法，近期监管密集落地显示了国家加速推进雾化电子烟产业规范发展，国内电子烟长期发展空间可期！
- **2. 生产端准入门槛大幅提升：**生产端（代工、品牌、烟碱企业等）必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，出口型企业也需取得相应许可证。此种监管方式将利好国内合规的代工厂、品牌等企业，“小散乱差”型企业逐步退出市场，未来行业集中度将继续提升！如全球雾化代工龙头-思摩尔国际，国内品牌龙头-雾芯科技。
- **3. 销售端参照传统卷烟许可证管理方式，经全国统一的电子烟交易管理平台批发销售。**此举将对国内现存的通配、微商、串货、乱价等违规销售行为进一步遏制和打击，有利于正规品牌、产品和渠道的健康发展。
- **4. 预计后续电子烟经交易管理平台，对电子烟进行税收征缴。**参考海外，目前全球大多数国家仅对雾化设备征收消费税（增值税）；雾化烟弹中的烟油（含尼古丁）主要是根据出售的毫升来征税（从量税），我们预计我国后续也有可能采取从量+从价复合计税的方式，进而为国家财政收入做出正面贡献。
- **5. 限制而非禁止口味：**（此前市场一直担忧会禁止口味）在目前国标发布的122种添加剂名单中，包含可可提取物、香荚兰豆酊、梅子提取物、香柠檬油等多种口味型成分，我们认为后期成分白名单将会对现有口味SKU数量有一定缩减，消费者仍可选择许可范围内的调味型产品。
- **6. 雾化电子烟纳入监管后，中烟系供应商或可加速布局。**之前由于担心合规问题，中烟系供应商龙头仅是尝试性布局。我们认为后续中烟系供应商会发挥渠道优势，加大投入进军雾化电子烟相关产业链，如烟油、雾化代工等。
- **综上，我们认为，此次管理办法意见稿的发布初步划定了雾化电子烟的生产、销售和监管方向，监管落地将有效推高行业门槛，集中度提升，利好行业上下游龙头企业。**

1.8. 2022年新型烟草产业的发展和投资机遇在哪？

- 我们认为**新型烟草是在传统烟草基础上的一次消费升级和技术升级机遇**。在传统卷烟发展逐步滞缓的今天，以高科技、消费升级为媒介所诞生的新型烟草已经在如火如荼的抢占传统卷烟市场份额，快速上升的销售规模也反应了消费者对于新型烟草这一新品类的认知度和接受度在逐步上升。
- **国内市场投资机遇—国内HNB市场空间可观，静待政策落地，建议关注相关供应链企业**。我国是烟草大国，我们认为随着政策的逐渐明朗，我国加热不燃烧烟草市场有望因国内较大的烟民基数孕育可观市场规模，建议关注中烟供应链企业。**HNB供应链投资标的：重点推荐：华宝国际（股份）（烟用香精及新型烟草薄片布局领先）【与食品饮料团队联合覆盖】；劲嘉股份（国内烟标龙头，与云南中烟唯一战略合作民企）【与轻工团队联合覆盖】；**建议关注：集友股份（研发烟用薄片）、顺灏股份（烟弹烟具布局双管齐下）、东风股份（参股布局新型烟草制品）【轻工团队覆盖】、中烟香港（收购上游巴西烟叶加工商，中烟唯一资本平台）、中国波顿（收购国际电子烟厂商吉瑞）。
- **海外市场投资机遇—监管趋严，门槛抬升，积极拥抱大品牌、大市场**。参照传统卷烟行业近百年的发展历史，从100年前的野蛮生长到现在的寡头垄断，监管力量与资本力量是决定行业集中度变化的核心因素。近年来一方面以JUUL为代表的新型烟草“新秀”希望通过技术革命实现对传统烟草巨头的替代或互补；另一方面受控烟限制，以PMI为代表的传统烟草巨头也在进行“自我救赎”，力图继续称霸下一个烟草时代。但确定的是，由于新型烟草产品本身的含尼古丁、用户强黏性等特征，严监管是必然趋势，行业准入门槛及监管成本将进一步提高，产业链集中度加速提升，建议关注大品牌、大市场中的产业链机遇。**雾化烟供应链投资标的：重点推荐—思摩尔国际（全球最大雾化设备生产商）；建议关注—雾芯科技（悦刻—国内最大电子烟品牌），爱施德（国内雾化产品分销商龙头）**。国际烟具供应链：盈趣科技（IQOS 精密件二级供应商）【与电子团队联合覆盖】。



2. 隐形冠军板块

2021新兴产业变革年，2022年重点关注“双碳” & “智能驾驶” 投资主线

2.1. “隐形冠军” 投资策略何时有效？有 α ，更要有 β

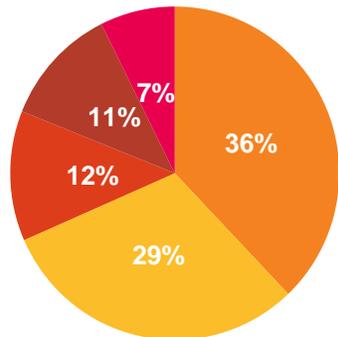
1. 何为“隐形冠军”企业？

根据《隐形冠军》（赫尔曼·西蒙），隐形冠军的诞生领域不同，但总会随技术发展和市场需求的交汇而向某一方向发展。隐形冠军多处于2B领域，是客户背后的配套产品供应商。所在行业多集中在制造业、化工业，不同国家隐形冠军的优势行业各有侧重。由于业务聚焦，所在细分领域市场规模通常不大，其自身规模也多为中小型企业。此外，利于企业全球化的地理位置是孕育隐形冠军的重要因素。德语区拥有世界上最多的隐形冠军，中国隐形冠军主要分布于长三角和珠三角，发展正当时。

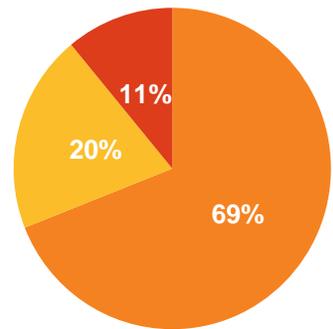
2. “隐形冠军”的主要特征

我们定义了A股中隐形冠军的三条标准：排名世界市场或本国前三位、罕为外界所知、年收入低于200亿元；及四个特点：1、**业务聚焦**——公司选择专注一个很小的领域，聚焦业务“把一米宽的市场，做到一百米深”；2、**资源优势**——隐形冠军通常具有较强的、以研发和创新能力作为根基的资源优势壁垒；3、**业绩稳增**——营收通常多年持续增长，毛利率、净利率呈现多年平稳或有上升趋势；4、**市占率领先**——常处于世界市场或本国排名前三位。

图：隐形冠军业务所在全球市场规模分布（%）

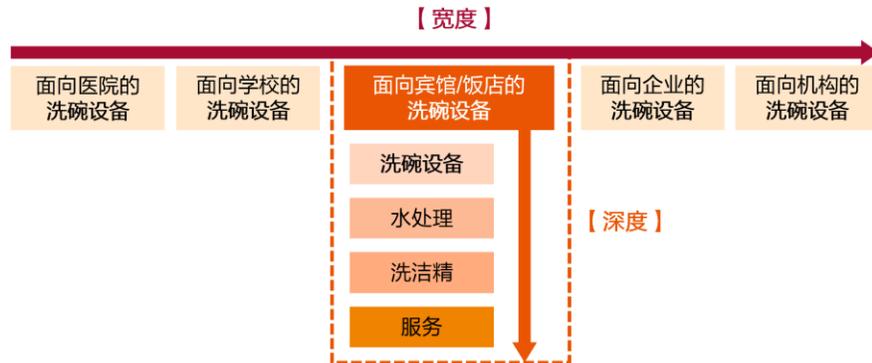


■ 机械制造 ■ “其他领域”
■ 电子行业 ■ 金属加工
■ 化学行业

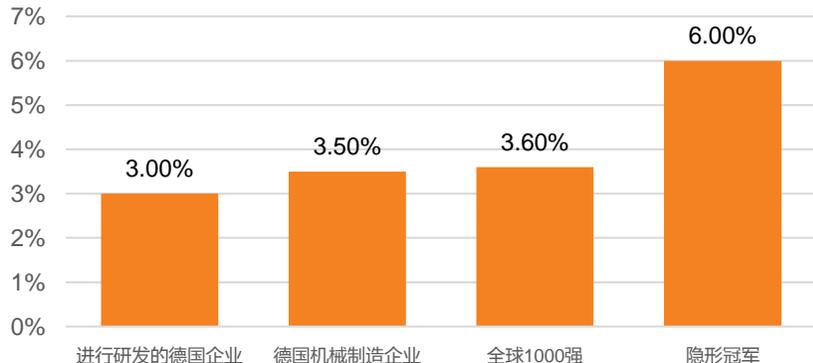


■ 工业品 ■ 消费品 ■ 服务

图：如何理解隐形冠军的“业务聚焦”？



图：研发支出所占销售额的比例（%）



资料来源：《隐形冠军》赫尔曼·西蒙，天风证券研究所

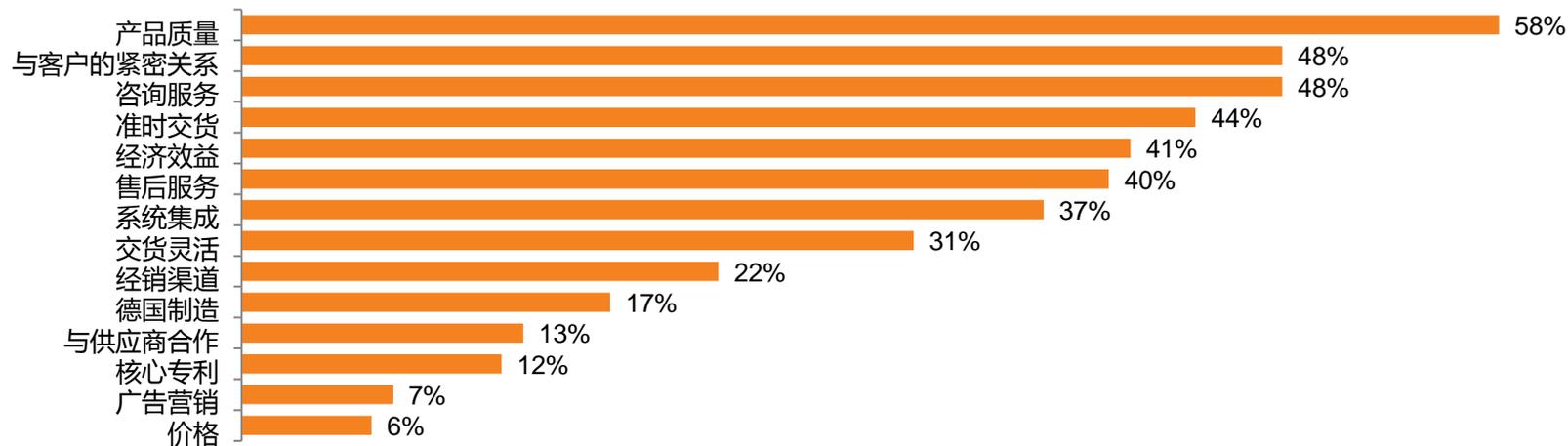
2.1. “隐形冠军” 投资策略何时有效？有 α ，更要有 β

3. “隐形冠军” 的成长路径

结合赫尔曼·西蒙的《隐形冠军》与我国背景，可见隐形冠军企业的成长路径各阶段具有以下特征：

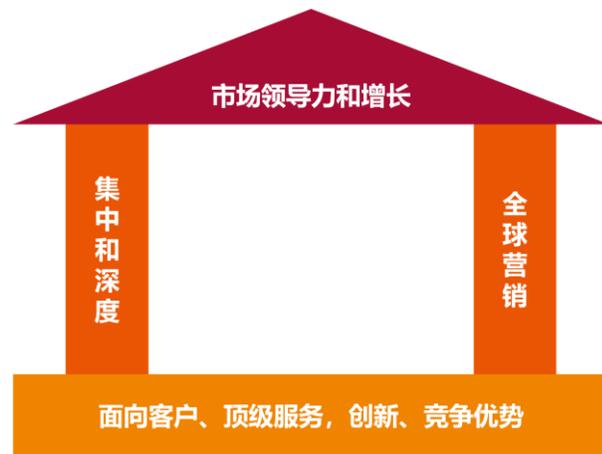
- ✓ **创立初期：** 诞生契机各不相同，一致的是在发展初期就已经显现了业务聚焦和开拓市场的发展特点。
- ✓ **成长阶段：** 增长并非绝对路径，更重要的保持强大的生存能力，优质的产品和服务背后是持续强化的研发与创新能力和不断扩张与完善的营销渠道。
- ✓ **成长中后期的必经之路：** 随着隐形冠军在业务的广度与深度的持续挖掘、以及其在对应市场市占率的逐渐提升，公司将迟早面临以下的一个或多个挑战。这将促成隐形冠军走向系统集成之路，从多种产品的组合、产品和服务的组合、供应链重组、到全新商业模式的出现皆有可能，使隐形冠军继续稳固甚至扩大市场领先地位。

图：隐形冠军的竞争优势



资料来源：《隐形冠军》赫尔曼·西蒙，天风证券研究所

图：隐形冠军战略的两大支柱



2.1. “隐形冠军”投资策略何时有效？有 α ，更要有 β

4. “隐形冠军”标的筛选标准&名单

第一步、财务指标筛选；第二步、根据隐形冠军的关键特征做定性分析。财务指标的筛选结果作为对“冠军”发展结果的呈现仅用于对标的质地是否优良的判断，起到缩小范围和为定性分析提供参考依据的作用。同时，我们还将结合研究背景，选择当前正处估值被低估阶段、市场关注度较低、被投资人忽略的标的。

5. “隐形冠军”投资策略何时有效？当优质基本面与新兴产业相遇

我们从2020年4月首次发布《隐形冠军》投资策略系列报告以来，至今已成功挖掘了双环传动、嘉必优、万里扬、保龄宝等多个A股市场先前关注度较低、我们研究后价值快速被市场认可的隐形冠军标的。随着数据的积累与更长时间的验证，我们在实践中注意到，隐形冠军标的在公司基本面 α 本身优质的前提下，其股价的启动仍需要公司业务所在行业的 β 利好因素出现。这些 β 因素通常具有以下特点：1) 拥有相对较高的发生概率，包括但不限于对未来长期有影响力的政策变化、社会经济发展导致的产业结构变化、工艺和技术的变革，等等，时效性至少大于1年；2) 使公司对应业务产品在较大程度上提升市占率和/或渗透率；3) 最重要的，是这个 β 因素最终能够落实到公司业绩上，使公司业绩在一段时间内高速增长。

表1：“隐形冠军”筛选定量指标说明（仅通常情况，需根据所在行业具体情况适当调整）

维度	关键指标	范围
隐形战略有效	核心资产建立日期	时间>15年
聚焦细分市场	对应业务营收规模	2018年对应分布业务营收不超过200亿元
业绩稳定增长	对应业务营收同比增速	2008年（或自公司上市）后至今有8年以上yoy>0%
*有全球化需求（非必需）	海外营收同比增速	<ul style="list-style-type: none">2008年（或自公司上市）后至今有5年以上yoy>0%近5年间有3年以上yoy>0%近3年间有2年以上yoy>0%
盈利能力稳定	毛利率变动幅度	2008年（或自公司上市）后至今降幅不超过10%
	净利率变动幅度	2008年（或自公司上市）后至今降幅不超过15%
资债结构良好	资产负债率	<46%
拥有龙头地位	全球及/或国内市占率	在对应市场排名全球及/或国内前三或具有领先地位

表2：2021年我们重点推荐&建议关注的隐形冠军标的名单（截至2021/11/30）

股票代码	股票名称	所属行业	总市值（亿元）	首次推荐日	区间最大涨幅	核心逻辑
002472.SZ	双环传动	制造业-通用设备制造业	240.31	2020/9/18	413.25%	全球高精度齿轮龙头地位正形成
002434.SZ	万里扬	制造业-汽车制造业	205.69	2021/6/7	100.13%	自主变速器龙头，布局储能业务
002286.SZ	保龄宝	制造业-农副食品加工业	54.13	2020/7/22	89.93%	赤藓糖醇龙头，受益全球减糖趋势
688089.SH	嘉必优	制造业-食品制造业	79.42	2021/8/8	64.30%	婴配粉添加剂（ARA、DHA、SA）龙头
000930.SZ	中粮科技	制造业-化学原料和化学制品制造业	217.92	2021/4/5	39.05%	国内玉米深加工龙头&生物可降解材料领先

表1&表2-资料来源：wind，天风证券研究所

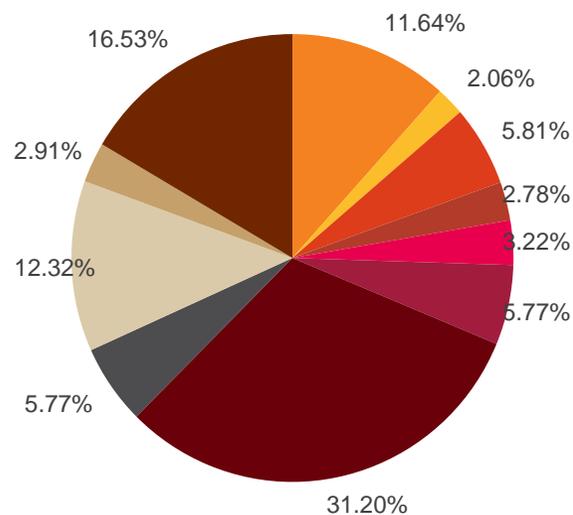
2.2.β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

“双碳”时代来临，2021年或为我国相关行业变革的加速年。2021年3月16日，习近平主持召开中央财经委员会第九次会议，在会上强调：“实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革”。根据世界资源研究所，全球和我国的碳排放来源涉及多个方面，包括电力/热力行业、交通运输、制造业、建筑业、农业、工业生产过程、土地利用变化和林业、非正常排放、废物处理、其它燃料等。高瓴资本发表的《迈向“碳中和2060”迎接低碳发展新机遇》指出，助力碳中和实现的重点行业将聚焦在电力、交通、工业、新材料、建筑、农业、负碳排放技术、信息数字技术等领域上。

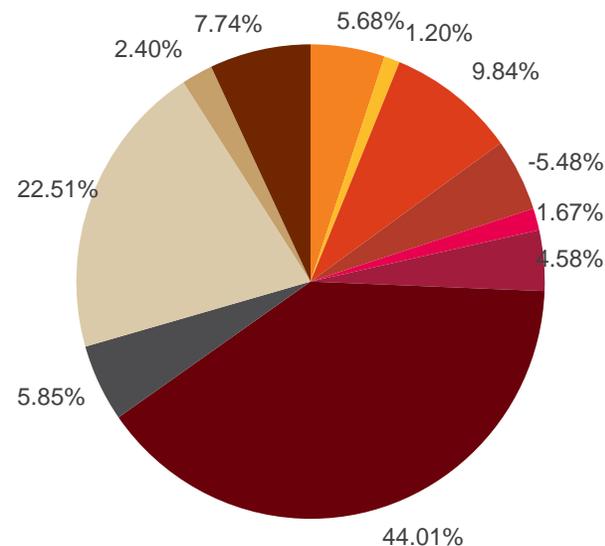
同时我们也注意到，包括我国在内，全球的资源利用体系正在逐渐改变，纵观2021年，有三大趋势逐渐明显：一是在能源结构中，清洁能源和可再生能源的占比持续提升；二是材料利用方面，尤其是对不可降解塑料材料的限制，以及可替代其的可降解材料产业的崛起；三是以合成生物和生物发酵为代表的生物技术商业化加速，并已在多个行业展现出替代传统生产方式的实力，为节约自然资源做出了贡献。

我们认为，这三大趋势反应出全球对减碳目标的共同努力；我们也注意到，自2021年来，多个行业中有众多优质的“隐形冠军”标的正在受益相关β变化带来的利好、迎来公司业绩和发展的拐点。而这也同样为我们2022年以及更远期的投资研究方向打下了基础。

图：全球碳排放主要来源（%）



图：中国碳排放主要来源（%）



资料来源：世界资源研究所，天风证券研究所

2.2.β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势一：能源结构转型升级，可再生能源占比持续提升

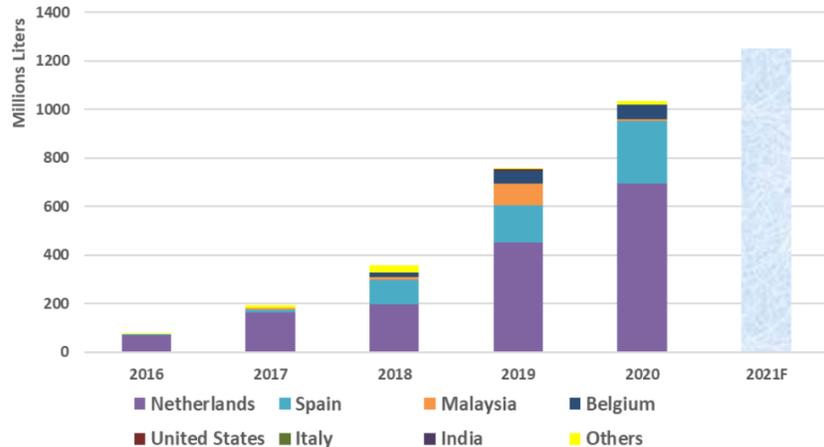
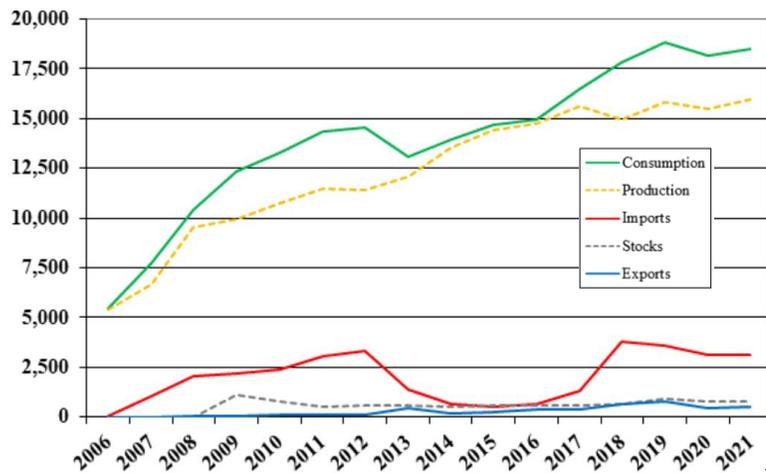
为实现二氧化碳减排目标，近年来，全球多个国家的能源使用结构悄然变化。根据国家能源局石油天然气司、国务院发展研究中心资源与环境政策研究所、自然资源部油气资源战略研究中心2021年8月发布的《中国天然气发展报告（2021）》，欧盟、美国、日本、英国、加拿大、韩国和南非等国家或地区纷纷提高温室气体减排承诺行动目标，使用天然气替代燃煤发电，这导致其能源结构中天然气的消费量大幅增长。从2020年来不断创新高的价格走势上也反应出此种清洁能源的供不应求。

随天然气消费量增加的是对生物燃料的需求。不同于前者不可再生的化石能源属性，后者是可再生的清洁能源，近年来发展迅速，主要包括燃料乙醇和生物柴油。其中，由于燃料乙醇当前主要原料仍以粮食为主，因此不同国家在生产能力上差别较大。具体到我国，受到其主要原料玉米产量的限制，同时纤维素乙醇尚处技术优化阶段，截至2021年，我国燃料乙醇目前产量仅有约300万吨左右。与此相对的是生物柴油产量在快速增长，目前主要面向欧洲市场出口。生物柴油种类多，我国以UCO（废油脂）作为主要原料。2021年来，我国在生物柴油产业中卓越新能、嘉澳环保、北清环能等在该领域各有优势的上市公司的价值正在不断被市场挖掘和认可。

图：欧盟生物柴油市场供不应求（百万升）

图：我国生物柴油出口量逐年攀升（百万升）

图：生物柴油分类



资料来源：天风证券研究所

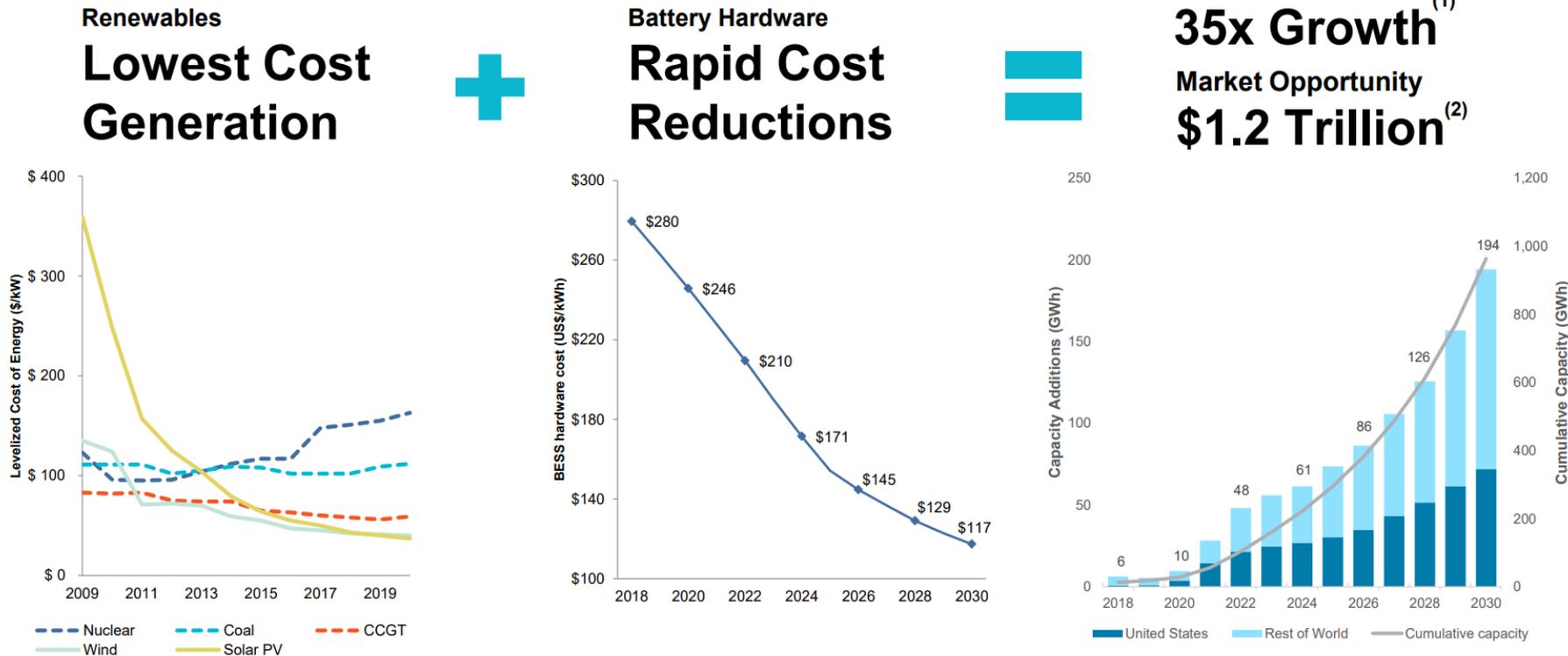
资料来源：USDA，天风证券研究所

2.2.β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势一：能源结构转型升级，可再生能源占比持续提升

“开源”重要，“节流”同样重要。除了在可再生能源领域的继续开发外，对能够提升现有能源利用效率的领域也在高速发展，其中以电力系统的储能领域为代表。储能系统的应用能够有效调节电力在不同时段的应用效率，为使用企业降本增效。随着新能源不断接入电力系统，调峰、调频、备用、黑启动等灵活调节能力的需求规模将日益增长。同时，随着电力体制改革的不断深化，上述各种灵活调节能力的价值也将通过市场化的手段逐步被大家发现并认可。

图：全球储能市场潜在规模（万亿美元）



资料来源：STEM，彭博新能源财经、伍德麦肯兹、Lazard LCOE，天风证券研究所

根据彭博新能源财经、伍德麦肯兹、Lazard LCOE预测，2018-2030年，全球储能市场有望增长超35倍，从6GWh（亿瓦时）增长至194GWh，对应1.2万亿美元的潜在市场。在该领域，国外已出现使用AI储能服务供应商STEM，于2021年在纽交所上市，是在美上市的售价纯储能业务公司；我国企业中，万里扬于2021年11月宣布拟收购储能公司，紧抓国内能源市场需求发展趋势。

2.2. β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势二：塑料供需结构优化，可降解塑料产业加速发展

塑料是人类生活中的重要材料，而废弃塑料污染长期以来威胁着全球环境污染和人体健康。根据联合国环境规划署，截至2018年数据，全世界总计生产的90亿吨塑料制品中，约79%最终堆积在垃圾填埋场或进入自然环境中。根据发改委政策解读，我国2020年塑料产量达1亿多吨，而我国产年废塑料物理回收率仅在30%。解决塑料污染问题主要路径有二，一是提高回收能力。绝大部分塑料材料都具有可再生性，回收废塑料不仅能解决塑料污染问题，而且可以为工业生产提供可观的原材料，进而减少石油开采；二是发展再生塑料行业，这其中的重要途经就是使用可降解塑料替代塑料。生物降解塑料是塑料替代材料中的一种，是指在土壤、海水、淡水、堆肥等环境条件下可被自然界存在的微生物完全降解。然而由于成本问题，长期以来下游市场对改用可降解材料的动力不足，导致整个产业发展缓慢。

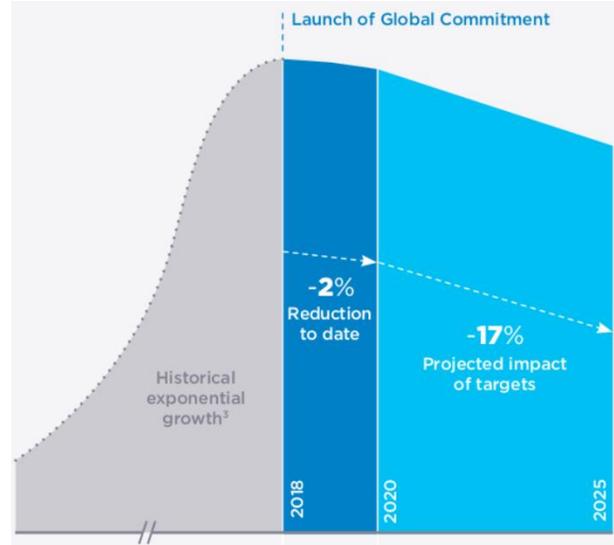
这一局面正在改变：国家层面，截至2020年5月数据，全球已有80多个国家都相继制定了“限塑令”或“禁塑令”，迫使相关企业减少不可再生塑料和不可降解塑料的使用；行业层面，在为从源头解决塑料污染这一目标的推动下，占全球生产的所有塑料包装20%的公司已承诺，自2018年至2025年要实现减少19%的塑料（每年约减少800万吨塑料的使用，对应节约4000万桶石油）使用的目标。

全球生物可降解塑料产业随之同步快速发展。根据中科院物理所工程材料国家工程研究中心，PBAT（石油基生物可降解）和PLA（生物基生物可降解）是实施限塑令的两大重要原料基础，预计2025年全球市场需求量将超2000万吨/年。

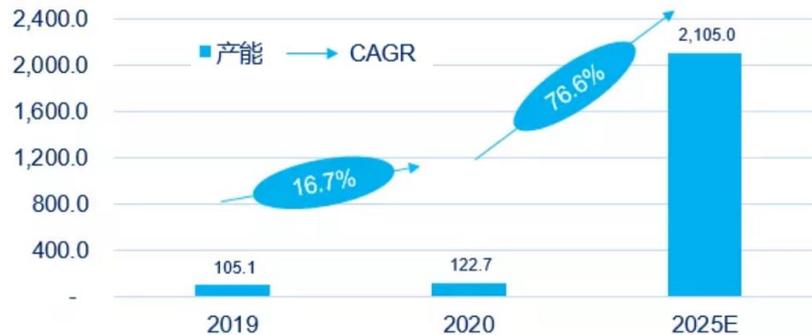
图：2020-2015年，预计全球生物降解塑料年产能将增长近2000万吨

资料来源：中国化工信息周刊公众号，天风证券研究所

图：《新塑料经济全球承诺》2020年进展&2025年目标



资料来源：联合国环境规划署，天风证券研究所



2.2.β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势二：塑料供需结构优化，可降解塑料产业加速发展

基于上述背景，2021年来，我国可降解材料产业同样受益限塑政策力度加大而快速发展：

- **政策端：**我国发改委于2020年1月发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，规定在2022年一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广的目标；2021年3月，习近平主持召开中央财经委员会第九次会议，强调要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，如期实现“双碳”目标。这之中，生物可降解材料因其可降解特性较传统化石塑料在碳排放方面就会更具优势；2021年9月，发改委在《“十四五”塑料污染治理行动方案》，明确了将如何科学稳妥推广替代产品，要求要充分考虑竹木制品、纸制品、可降解塑料制品等各类替代产品的全生命周期资源环境影响。
- **产业端：**2020-2025年全球新增产能，将主要由我国贡献。根据中国化工信息中心，中国生物可降解塑料上游原料和下游应用产业均已成熟。但由于面临工业化、规模化的难题，我国可降解塑料树脂生产处于创业发展期。具体种类来看，PLA和PBAT发展相对成熟，目前国内已披露新建拟建产能以PBAT和PLA为主。2020年，我国PBAT、PLA产能分别约为30万吨、10万吨，约占全球产能的一半，预计到2025年分别达到700万吨和100万吨以上。值得注意的是，生物基的PLA较石油基的PBAT在减碳方面更具优势，而其难点在于关键原材料丙交酯技术的突破和大规模生产，我国目前产能尚不足需求的1/10，且难以进口，存在百万吨级缺口。能够打通丙交酯环节的公司将率先分享国内PLA产能高增长的红利。截至2021年，我国上市公司中仅金丹科技和中粮科技是我国率先掌握丙交酯技术且具有工业化能力的企业。

图：《关于进一步加强塑料污染治理的意见》重点内容



资料来源：发改委，天风证券研究所

图：生物基及石油基塑料分类



资料来源：欧洲生物塑料协会，金丹科技招股书，天风证券研究所

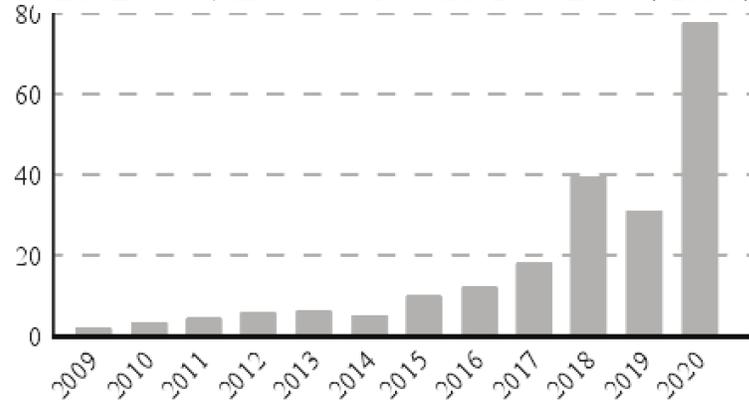
2.2. β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势三：生物技术打破自然限制，资源利用效率再提升

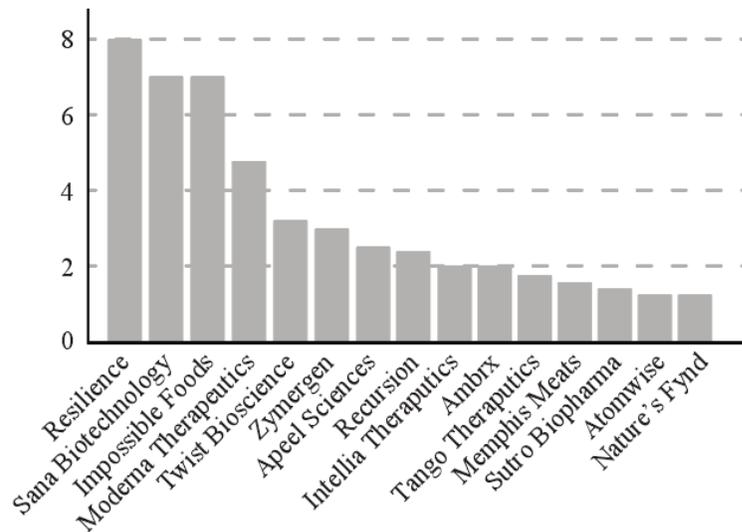
根据《合成生物学产业发展与投融资战略研究》（2021，曾正阳），在2020年前后6年的区间内，人类活动制造的物质总质量将超过全球自然生物质量的总和。传统制造业为人类带来快速发展的同时，也对自然环境造成巨大影响，尤其是对自然资源的巨量消耗。我国已明确提出2060年实现碳中和的发展目标，人类社会既要发展，还要不~~以~~对环境不可逆破坏和对自然资源无限制索取为代价，我们需要**从底层不断变革和创新生产方式**。多学科交叉、多要素整合的合成生物学现已表现出在**医药、环境、能源、材料、农业、食品等领域**取得了令人瞩目的成绩，并展现出了广阔的应用前景。根据麦肯锡全球研究院2020年5月数据，**全球经济活动中60%的物质产品可由生物技术进行生产，包括1/3来自天然生物的材料、2/3非生物来源的材料**，预计合成生物学技术在未来的10-20年中，每年将为全球带来2-4万亿美元的直接经济效益。

根据我国的“十三五”科技创新战略规划，合成生物技术已被列为重点发展方向，未来将进入快速发展阶段。其中，微生物发酵作为生物合成的主要方式之一，具有生产效率高、产品安全无毒、工艺条件温和、对环境污染小等优势。近年来，生物合成和微生物发酵法快速发展。**进入2021年，多个拥有合成生物业务、以微生物发酵作为主要生产方式的公司开始在一、二级市场中因技术突破、规模化成功、产能快速扩张、业绩迎拐点而被关注。这些企业分散在化工、食品、美妆个护、医药、医美、农业等领域，其中大部分企业在被投资者关注到前，对于其所在产业链外的市场来说均可谓是“隐形冠军”。**

图：近10年来，全球合成生物产业融资总额快速上升（亿美元）



图：2020年获融资额公司Top15，业务遍布多个行业（亿美元）



资料来源：SynBioBeta，天风证券研究所

2.2.β：“双碳”促多行业发生深远变革，2021年全球资源利用体系重构进行时

趋势三：生物技术打破自然限制，资源利用效率再提升

2021年来，A股上拥有合成生物业务的标的价值逐渐被市场认可，自年初至今区间最大涨幅，凯赛生物+123%，华恒生物+218%，嘉必优+98%。值得注意的是，与传统行业研究不同，合成生物赛道标的出现在不同行业，因此各自股价在行业层面驱动因素差异较大。我们认为这也揭示了未来新兴产业标的研究需要突破固有行业、具有跨行业思维的趋势。

凯赛生物（总市值≈660亿）

属于C283【生物基材料】制造业，
主要相关产品为生物基尼龙材料

图：凯赛生物2021年初至今股价走势（元）



华恒生物（总市值≈110亿）

属于C26【化学原料和化学制品】制造业，
主要相关产品为小品种氨基酸

图：华恒生物2021年初至今股价走势（元）



嘉必优（总市值≈80亿）

属于C14【食品】制造业，
自主建设合成生物学实验室，持续孵化新菌种

图：嘉必优2021年初至今股价走势（元）



资料来源：*总市值数据截至2021/12/3，Wind，天风证券研究所

2.2. α ：2022年聚焦隐形冠军系列之“双碳”主题

2.2.1 隐形冠军之嘉必优——工业菌种平台型企业，未来两年受益3大 β 利好，进入业绩高增长期！

核心推荐逻辑：基本面优质+三重行业利好：

α ：公司立足于生物技术，集成工业菌种定向优化技术、发酵精细调控技术和高效分离纯化制备技术，通过可持续的微生物合成制造方式，为全球营养与健康领域的客户提供高品质的营养素产品与创新的解决方案。主营多不饱和脂肪酸ARA、藻油DHA及燕窝酸SA、 β -胡萝卜素。与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。公司业绩自2015企稳后步入增长快轨，盈利能力受益技术进步逐年增强。且微生物发酵技术难度高，短期难复制，公司护城河牢固。

+ β 1：2022-2023年，婴配粉关键添加成份ARA&DHA受益2021版《新国标》，将打开国内添加需求增长空间。2020年大部分市售国产奶粉添加情况与新要求规定的DHA最低添加量差距较大。新国标将于2023年正式实施，嘉必优作为国内外婴配粉品牌ARA和DHA的主要供应商之一，相关业务业绩有望随产能提高于未来两年大幅增长。公司新产能将于2022年投产，届时合计产能1125吨/年=ARA产能570吨/年+藻油DHA产能555吨/年，为目前总产能的1倍；

+ β 2：2023年起，帝斯曼专利到期允许公司ARA产品进军国际市场。国际业务利润更高，公司相应布局正在逐步完善，国际业绩有望起飞；

+ β 3：2021年起，SA在食品领域的基础上，再拓美护领域新蓝海。SA，也称唾液酸、N-乙酰神经氨酸、燕窝酸，当人体缺乏时存在补充需求。燕窝是人类长期以来除母乳来源外补充SA的主要方式。2040年燕窝市场规模达400亿元，2009-2020年CAGR超40%。下游大健康相关领域（包括食品、医药、美妆护肤等）企业因生物发酵法低成本SA添加量增大而可实现新功能，从而使燕窝市场在已有规模和增速上，或将进一步打开全新的市场空间。公司是国内首家拿到燕窝酸生产许可证，实现大规模生产高纯度SA的高新技术企业。公司产品可用于食品添加（包括儿童奶粉），2021年6月又进入化妆品原料备案，业绩增长潜力大。

盈利预测&投资建议：预计2021-2023年，公司实现营收3.50/5.04/8.29亿元，净利润1.38/1.93/3.64亿元，对应EPS1.15/1.61/3.03元/股。风险提示见文末。

2.2. α : 2022年聚焦隐形冠军系列之“双碳”主题

2.2.2 隐形冠军之中粮科技——国内玉米深加工龙头，生物可降解材料快速发展，迎“碳中和”时代大机遇！

公司拥有700万吨以玉米为主的可再生原料深加工能力，目前主营以燃料乙醇为主的生物能源、以淀粉&淀粉糖为主的生物基食品原料及配料、以聚乳酸为主的生物可降解材料三大业务，立足生物科技前景广阔。未来三年，两大核心看点：

一、生物可降解材料业务：吉林产业基地形成，加速公司转型升级。

1) **PLA**：聚乳酸是一种可完全降解的生物基材料，是传统石油基塑料的替代佳品。由于限塑力度再加强+“碳中和”时代来临，行业进入快速发展阶段。2020年我国PLA年产能约为10万吨，预计2025年将达100万吨以上。丙交酯是生产PLA关键原料，因生产难度大，我国目前产能尚不足需求的1/10，且难以进口，存在百万吨级缺口。中粮科技是我国率先掌握高品质丙交酯技术的企业之一，3万吨丙交酯产能预计2023年投产，届时将有望联合现有的3万吨PLA原料及制品产线共同贡献业绩。我们看好公司打通聚乳酸全产业链，有望率先成为我国行业的领军企业。

2) **PHA**：聚羟基脂肪酸酯是一种新型高分子生物基材料，较PLA等其它可降解材料更易实现100%生物降解，可胜任大部分合成塑料的用途，是符合“碳中和”时代发展的新材料，被誉为“最有潜力的可降解塑料之一”和“除PLA以外唯一具备产业化能力的生物基可降解材料”。全球均正处产业快速发展期，我国已运行和未投产产能仅约为3万吨。中粮科技年产1000吨PHA装置于2021年8月在子公司中粮榆树开工建设，是目前国内自动化程度最高、标准化集成的PHA生产装置。

二、生物能源-燃料乙醇业务：油价上涨助2021年业绩创历史新高！

燃料乙醇为公司第一大主营业务。公司是我国燃料乙醇绝对龙头，拥有135万吨乙醇产能，国内市占率超40%。由于上半年原油价格震荡上行，燃料乙醇产品销价随之提高，公司业绩随之受益。进入8月下旬，国际原油价格在短暂盘整后再次快速上涨向历史高位进发，于入冬前创下历史新高。这背后是2020年新冠疫情与低油价双重冲击导致产量下降，并叠加2021年全球为应对气候变化能源清洁低碳发展在加速所致。我们认为公司下半年业绩也将因此受益，全年业绩有望创下历史新高。

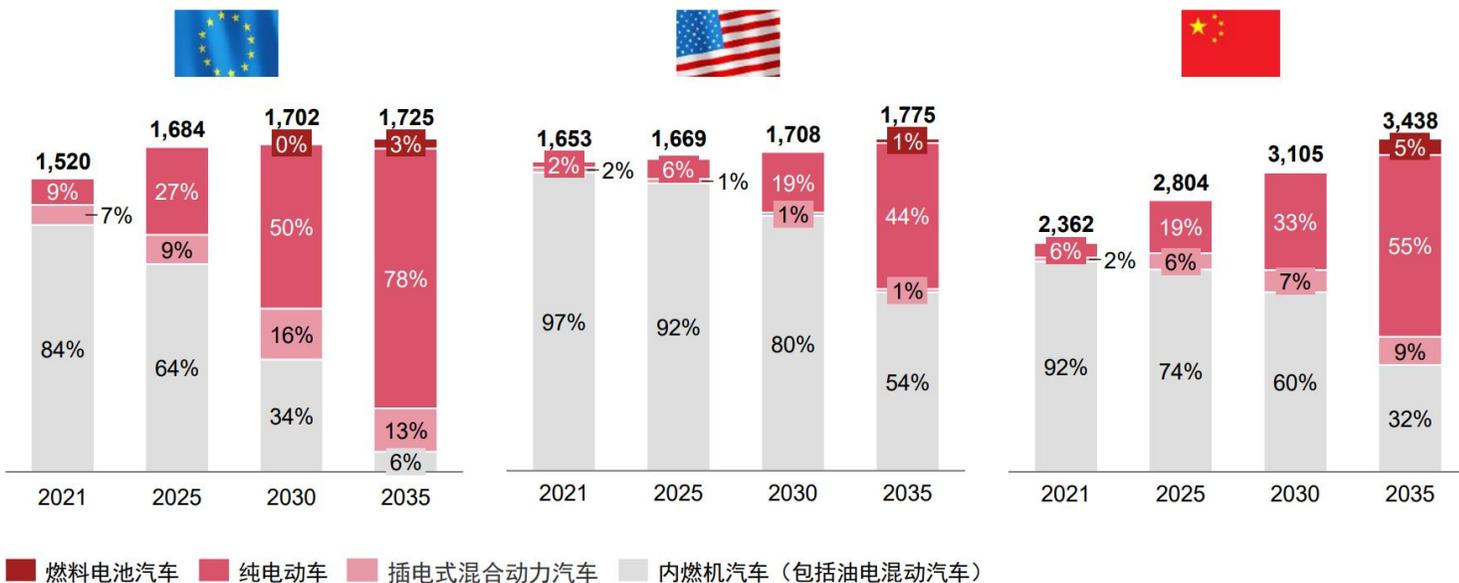
盈利预测&投资建议：预计2021-2023年，公司实现营收 271.93/288.39/309.55亿元，净利润11.10/15.70/20.60亿元，对应EPS 0.59/0.84/1.10元/股。

2.3.β：汽车电动化：低碳出行势在必行，纯电与混动加速渗透

- **“后疫情时代”，国内乘用车市场整体呈复苏反弹态势。**根据普华永道数据，预计2021年国内新车销量2362万，并预计2025/2030/2035年销量分别为2804/3105/3438万辆。
- **低碳出行：**低碳出行已步入新常态，全球政府均针对汽车产业出台“碳中和政策”，国际主流车企也纷纷提出各自的碳中和目标（均在2050年之前）。
- **纯电与混动加速渗透：**在整体市场复苏及各国政府、车企积极推动“碳中和”落地背景下，国内及欧美市场纯电与混动前景乐观。根据普华永道预测，国内纯电渗透率有望从2021年的6%提升至2035年的55%；混动渗透率有望从2021年的2%提升至2035年的9%。
- **纯电与混动加速渗透叠加国产替代双重利好，继续看好汽车零部件板块增量机会。**

主机厂	“碳中和”目标
戴姆勒	“在未来20年建立一支碳中和的新汽车车队”
沃尔沃	在2040年之前，将公司发展成为全球气候零负荷标杆企业
丰田	2050年全球工厂实现二氧化碳零排放
日产	2050年车辆生命周期碳中和
长城汽车	2023年，实现首个零碳工厂，建立汽车产业链条的循环再生体系； 2025年，长城汽车推出50余款新能源车型（占全部车型比重达到80%）； 2045年，全面实现碳中和。

图：全球按动力系统划分的新车销量：国内乘用车市场呈整体复苏态势，纯电与混动渗透率加速提升（单位：万辆）



■ 燃料电池汽车 ■ 纯电动汽车 ■ 插电式混合动力汽车 ■ 内燃机汽车（包括油电混动汽车）

资料来源：普华永道思略特公众号，天风证券研究所

资料来源：中汽中心，天风证券研究所

2.3.β：汽车智能化：从马力到算力，汽车革命下半场开启

- **电动化**开启汽车革命上半场，而**智能化**将引领下半场，在此交替过程中：
- ✓ **性能指标转变**：燃油车以**内燃机马力**为指标；电动车以**动力电池续航**为目标；智能汽车时代，**算力**成为影响汽车性能的核心要素。
- ✓ **核心竞争力转移**：智能汽车**整车架构和商业模式**被重新定义，汽车核心竞争要素围绕**智能座舱与自动驾驶**展开，传感器、芯片等硬件在自动驾驶感知层与决策层扮演重要角色，算法、操作系统等软件在软件定义汽车（SDV）时代重要性也愈发显著。
- ✓ **汽车产业链重塑**：智能汽车重新定义整车架构和商业模式的同时，也重塑了汽车产业链。特斯拉市值登顶只是开始，智能汽车产业链亦将在变革中崛起。

	传统燃油车	电动汽车	智能汽车
性能指标	石油 马力 	电 动力 	数据 算力 
时间节点	1886-2010	2010-2021	2021-
核心竞争要素	    <ul style="list-style-type: none"> ✓ 造型与工程设计 ✓ 动力总成 ✓ 底盘 ✓ 电子电气架构 	  <ul style="list-style-type: none"> ✓ 电池 ✓ 电机 ✓ 电控 	   <ul style="list-style-type: none"> ✓ 智能座舱、自动驾驶 ✓ 芯片、传感器等硬件 ✓ 算法、OS等软件 ✓ 服务
代表车企	   进无止境	  小鹏   理想 	

资料来源：电动星球News公众号，天风证券研究所

2.3. β : 域控 + SOA+ 商业模式变革+ 主机厂组织架构变革 = 智能汽车！



- 电子电气架构域集中趋势清晰
 - ✓ 解决智能化升级桎梏
 - ✓ 减少线束长度、降本增效
 - ✓ 为整车OTA提供可能
 - ✓ 可以集中算力，从而降低ECU数量、降低硬件成本与软件开发成本
 - ✓ 复刻智能手机架构演进趋势



- 商业模式变革：利润中心由硬入软
 - ✓ 汽车不再是一次性付费的工业产品
 - ✓ 可在寿命周期内更大程度挖掘用户价值
 - ✓ 一次性付费模式+订阅式服务
 - ✓ NVIDIA黄仁勋：“汽车制造商的业务模式将从根本上发生改变。到2025年，许多汽车企业很有可能以接近成本价的价格销售汽车，并主要通过软件为用户提供价值。”



- SOA软件架构赋能软件定义汽车
 - ✓ 软件定义汽车（SDV）
 - ✓ 将控制器底层功能抽象为“服务”，以“接口”形式提供，开发者可直接基于服务和接口设计应用场景，无需关注底层硬件架构。
 - ✓ SOA重构汽车生态
 - ✓ 软硬件解耦



- 主机厂组织结构变革
 - ✓ 特性定义，需求设计，产品开发，售后等都加入软件相关内容；
 - ✓ OEM成立独立的软件公司或部门；
 - ✓ 供应商：负责开发通用基础部分（如OS，AUTOSAR组件，云框架），细分领域组建（如V2X协议栈），部分应用，开发和测试工具链；
 - ✓ OEM：负责开发应用层。

2.3.β：汽车智能化：主机厂加码 + 政策助力 + 缺芯缓解，All In 智能化时刻来临

政策锚定：2025/2030年L2+和L3自动驾驶功能新车占比要达到50%/70%以上

- ✓ 根据工信部《中国智能汽车发展路线图2.0》，搭载L2+和L3自动驾驶功能的新车销量在2025/2030年要达到50%/70%以上
- ✓ 2030年前全面自动驾驶智能应用落地，动态地图数据秒级更新，建成先进且完善的国家标准体系

内卷加剧：多方势力加入造车
智能化内卷时代开启

- ✓ 造成新势力与自主崛起共振，汽车智能化加速
- ✓ 智能手机巨头跑步入场，智能化是最佳切入点
- ✓ 互联网巨头生来智能，强大生态赋能智能汽车

政策助力

缺芯改善：“缺芯”短暂抑制智能化
进程，边际改善后有望提速

- ✓ 智能化使得智能汽车含硅量显著提升，芯片短缺短暂抑制汽车智能化进程
- ✓ 政府出手打击芯片囤货，工信部组建工作组保供给

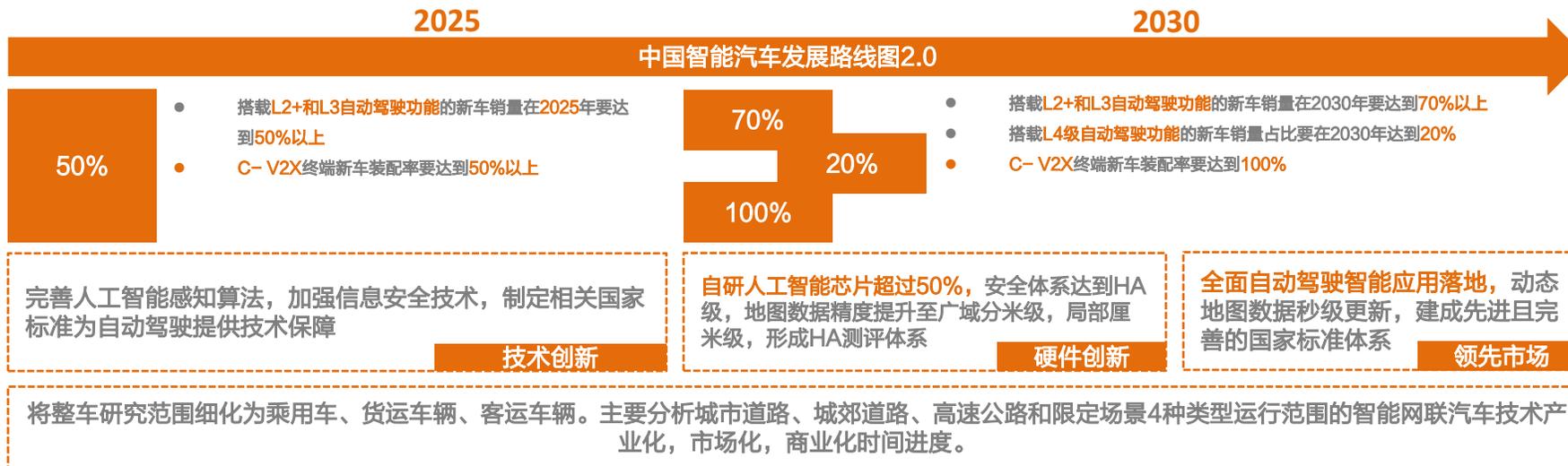
主机厂
加码智能化

All In 智能化

缺芯缓解

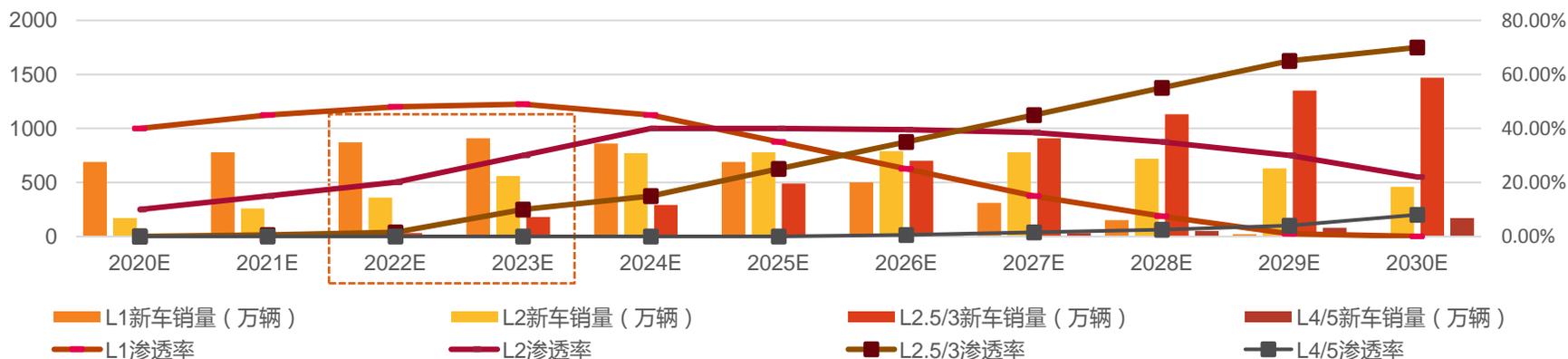
主机厂加码 + 政策助力 + 缺芯缓解 = All In 智能化时刻来临

2.3.β：汽车智能化：高级别智能驾驶汽车【L2+及以上】即将步入放量期



资料来源：工信部《中国智能汽车发展路线图2.0》，IHS Markit，天风证券研究所

图：高级别自动驾驶智能汽车拐点已至，L2+及以上智能驾驶车辆即将步入放量期



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

2.3. α ：2022年聚焦隐形冠军系列之“智能驾驶”主题

2.3.1. 隐形冠军之双环传动——齿轮行业重塑者，智能汽车时代全球供应商龙头！

公司主营传动齿轮的研发、设计与制造，四十年发展中产品与客户结构持续迭代优化，迄今已形成了覆盖燃料车、新能源车、高铁轨道交通及工业机器人等多个领域的高精密齿轮产品结构，种类达上千种。公司目前拥有浙江双环、江苏双环、嘉兴双环等多个国内外生产制造基地，**是全球规模最大的专业齿轮制造服务供应商之一。**

- **齿轮行业受益零部件外包化+产品结构升级，叠加下游需求好转利好龙头。**成本驱动、技术升级、整车厂行业集中度提升等多种因素导致过去由整车厂垄断的供应链模式逐步向全球分工、协同发展的汽车生产模式转变。这一变革过程催生出对第三方专业零部件制造企业的外购需求，只有已具备较大生产规模、较高技术水平的零部件企业才有能力与主机厂共同开发、设计相关零部件产品，强强联合趋势逐渐明显，行业小产能出清，龙头企业集中度提升。
- **公司竞争优势：**1) 先进的工艺水平、自主设计开发能力以及世界领先的齿轮制造设备；2) 手握全球第一梯队客户资源，是采埃孚自动变齿轮国内唯一供应商，并已成功切入各大主流整车厂和主机厂供应链体系，客户结构不断升级、认可度持续提升；3) 多年持续进行产能投入，行业拐点来临之时具有较大弹性；4) 前瞻部署电驱动齿轮技术，新能源车催生新增长点。**经我们测算，剔除 A00 级别纯电车型后对应公司 2021H1 国内新能源车纯电市占率约高达 64.55%，是我国新能源车纯电领域的绝对龙头。**

盈利预测&投资建议：预计公司2021-2023年收入55.9/67.5/79.3亿元，净利润3.5/5.4/7.0亿元，维持“买入”评级。风险提示见文末。

2.3. α ：2022年聚焦隐形冠军系列之“智能驾驶”主题

2.3.2. 隐形冠军之万里扬——国内自主变速器龙头，再添储能业务“新羽翼”双轮驱动开启向上成长空间！

公司成立于1996年7月，于2010年在深交所成功上市，是国内汽车变速器行业第一家上市公司，同时也是我国最大的自主变速器供应商，公司相关产品市占率更是居行业前列。两大核心看点：

➢ **公司积极布局混动DHT系统，自主变速器龙头拥抱智能驾驶时代。**根据《节能与新能源汽车技术路线图2.0》指出，2025、2030和2035年混动新车占传统能源乘用车比例将分别达到50%、75%和100%，而目前国内普通混合动力乘用车渗透率较低，混动产品成长空间显著。公司积极布局乘用车及轻卡DHT混动系统，产品在性能方面表现优异，在节油率、驾驶性能、产品安装空间、成本等方面具备较强竞争优势，目前已完成3个客户的样车安装，并持续进行新客户的开拓。除混动以外，公司同时重点布局电动汽车传动及驱动系统业务，包括EV减速器、ED“二合一”、EDS“三合一”、ECVT电驱动系统等产品。在新能源商用车方面，快速推进符合中国商用车市场的ETM纯电驱动系统和2挡/3挡AMT变速器的开发力度，积极拥抱新能源时代的到来。

➢ **再添储能业务“新羽翼”，双轮驱动开启公司向上成长空间。**2021年11月24日，公司发布公告拟以收购浙江万里扬能源科技股份有限公司合计51%的股权，公司再添储能电站、电力市场现货交易等新兴业务，进一步拓宽产业布局，打开向上成长空间。基于灵活电力调节核心技术，公司已在广东等省份投运4个发电侧储能电站合计装机约40MW，同时已签协议拟投资建设的储能电站合计装机约700MW，未来项目规模有望进一步扩张。在国家大力发展“双碳”的背景下，公司积极适应行业发展趋势，全面助力我国电力系统向清洁低碳、安全高效的转型。

图：万里扬DHT混动产品图示



图：万里扬DHT已完成吉利领克06、奇瑞艾瑞泽以及福特领界的样车装配工作



盈利预测&投资建议：预计2021-2023年，公司实现营收72.5/87.0/104.9亿元，净利润为7.3/9.2/11.6亿元，维持“买入”评级。风险提示见文末。

2.3. α : 2022年聚焦隐形冠军系列之“智能驾驶”主题

2.3.3. 隐形冠军之智能驾驶产业链

- 从电动化到智能化，投资范围可逐渐从三电系统（电池、电机、电控）向智能驾驶产业链拓展，建议从三条主线寻找投资标的：
- ✓ **智能座舱**：硬件为基、软件赋能。建议关注**座舱人机交互（HMI）的底座——座舱SoC与座舱域控制器、窗口——IVI和HUD、灵魂——操作系统、铲子——HMI设计开发工具**等领域投资机会。
- ✓ **自动驾驶**：智能汽车后期可通过算法迭代开放更多智能驾驶场景，但必须以**预埋硬件**为前提。建议关注**感知冗余与算力超配**带来的**传感器、芯片、域控制器、存储芯片**等领域投资机会。
- ✓ **整车落地**：自动驾驶时代量产为王，主机厂掌握数据资源、构筑核心壁垒，其价值有望在智能汽车时代迎来重估。建议关注**坚定拥抱智能化的造车新势力与积极推动量产落地的科技造车厂商**，以及**商业化落地可期的未来出行厂商**。

智能座舱：硬件为基、软件赋能

硬件为基

高通：高端智能座舱领导者，自动驾驶平台商用在即
华阳集团：HUD放量在即，座舱龙头充分受益汽车智能化浪潮
长信科技：车载显示模组龙头，大屏化及多屏化趋势下成长空间广阔

软件赋能

中科创达：从智能座舱到自动驾驶，平台型车载软件龙头正形成
Unity：领先的游戏引擎服务商，切入汽车领域大有可为

整车落地：数据壁垒、价值重估

量产为王

小鹏汽车：全栈自研+软硬一体化，快速迭代的智能汽车新物种
图森未来：无人驾驶卡车领跑者，商业化路径日渐清晰
亿航智能：飞行汽车先行者，政策支持+产能释放背景下拐点将至

自动驾驶：感知冗余、算力超配

感知冗余

联创电子：高端车载镜头领跑者，与自动驾驶核心玩家共成长
舜宇光学科技：全球车载光学领导者，汽车智能化浪潮中扬帆起航
丘钛微：被低估的摄像头模组供应商，智能汽车开启第二增长曲线
永新光学：激光雷达核心供应商，5年5倍产值目标锚定高速增长
Luminar：从激光雷达制造商向自动驾驶解决方案提供商转变
Velodyne：深耕激光雷达领域12年，即将步入收获期
Ouster：数字激光雷达引领者，收购Sense Photonics巩固汽车地位

算力超配

德赛西威：深度绑定英伟达，卡位自动驾驶域控制器黄金赛道
经纬恒润：深耕汽车电子领域，智能驾驶业务打开成长空间
均胜电子：潜龙在渊，全能型汽车电子龙头未来可期
北京君正：国内车载存储芯片龙头，算力时代步入量价齐升阶段
英伟达：全栈工具链+软件开发支持，英伟达卡位自动驾驶时代
AMD：AMD与赛灵思共振，携手特斯拉强势切入智能座舱领域

2.4. 风险提示

- **新型烟草政策变动风险。**新型烟草业务为相关公司业绩的利润增长点。新型烟草行业海外政策在未来仍有可能发送变化，国内政策尚在加速推出，若相关公司对于行业政策预判偏差，则将对业绩增长产生影响。
- **新型烟草技术开发风险。**新型烟草相关公司的核心竞争力之一为产品及技术的领先程度，若有竞争对手研发出更领先的技术并进行应用，可能对相关公司现有业绩造成负面影响。
- **销售/企业发展不及预期。**公司产品的最终应用皆为消费品。若消费者嗜好发生改变而公司尚未具备相应的技术储备，将处于被动地位，影响公司业绩。
- **汇率波动的风险。**海外市场依然为中宠股份、佩蒂股份、思摩尔国际公司主要的收入和利润来源，汇率的波动会对公司业绩造成影响。
- **贸易、关税等政策对出口业务的影响。**公司的产品销售以出口为主，占营业收入的比重较高。目前产品主要出口到美国、欧盟等发达国家和地区，其中美国市场占据份额最高。自2018年以来，中美贸易摩擦导致中国工厂出口至美国市场的产品被征收25%的关税，对公司业绩造成较大压力。
- **原材料价格波动风险。**佩蒂股份及中宠股份生产所使用的原材料主要为鸡肉等，其价格波动对2家公司的经营业绩存在一定影响。
- **市场竞争加剧的风险。**随着公司规模扩大，投入增加，如果在研发、成本控制、销售策略选择等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。
- **食品安全及产品质量控制风险。**若公司食品安全及质量控制出现问题，会对公司业绩造成负面影响。
- **宏观经济波动风险：**虽然我国经济长期向好的趋势不会改变，但短期疫情对经济增长造成一定压力，同时叠加地缘政治的不确定性，复杂多变的宏观环境可能对供给端以及需求端均造成不利影响。

2.4. 风险提示

嘉必优:

1. **食品安全及产品质量控制风险。**
2. **安全生产风险。**ARA 产品提油和精炼等生产环节会使用到易燃易爆的溶剂，ARA、DHA 发酵环节会使用压力容器罐，对生产设施的质量、操作安全有较为严格的要求，若出现公司员工操作不当、设备老化毁损、自然灾害等主观和客观因素，不能排除相关生产环节引发安全生产事故。
3. **与帝斯曼签署相关协议的风险。**未来，如因任何一方的违约行为导致合同提前解除或者发生重大条款变化，可能致使公司与帝斯曼存在专利纠纷，增加公司经营的不确定性。同时，如若帝斯曼不能严格履约、不再向公司采购ARA产品或支付现金补偿，公司净利润存在下滑的风险。
4. **原材料和能源价格波动风险。**若原材料和能源价格大幅上涨在未来可能给公司生产成本、盈利能力带来一定的不利影响。
5. **核心竞争力风险。**若未来公司不能持续进行技术创新，开发出更具竞争力的技术和产品，将会对公司的核心竞争力和长远发展产生负面影响，进而影响公司的市场地位和可持续发展能力。
6. **产品市场容量相对有限的风险。**公司主要产品应用领域主要为婴幼儿配方奶粉、健康食品等领域，如未来公司不能持续开发客户、不断扩大市场份额，或不能加大在健康食品、功能性食品、化妆品等多领域的市场开拓力度，则将面临这一风险。

中粮科技:

1. **原粮/原油价格波动风险。**公司主要原材料玉米受供需结构和政策等因素的影响，存在价格波动风险，影响公司产品的生产成本；原油价格与燃料乙醇价格间通常存在正相关的趋势变动，原油价格受供需结构和政策等因素的影响，不同年份间存在较大变动，对公司业绩贡献主力燃料乙醇售价存在较大影响。
2. **疫情不确定性。**疫情对玉米加工企业的影响主要体现在两个方面：1) 原料采购成本：疫情影响玉米市场供需结构从而影响价格；2) 产品结构变化：加工企业需要根据疫情时期的市场需求调整产品结构，乃至目标市场，从而对整体业绩带来不确定性。
3. **项目进展不及预期。**公司目前有工程设备技改项目、果糖项目、粮食仓储建设项目、玉米深加工项目，以及万吨级丙交酯项目正在稳步推动，若项目进展不及预期，将对业绩造成影响。
4. **可能存在所生产的产品实际市场供需状况发生变化与预测之间存在偏差。**

双环传动:

1. **宏观经济波动风险：**虽然我国经济长期向好的趋势不会改变，但短期疫情对经济增长造成一定压力，同时叠加地缘政治的不确定性，复杂多变的宏观环境可能对供给端以及需求端均造成不利影响。
2. **公司订单不及预期风险：**由于公司主营业务主要为汽车提供变速器零部件等产品，如若消费者的可支配收入水平下降或有可能导致下游汽车需求发展不及预期，从而导致公司订单减少影响整体收入业绩。
3. **原材料价格波动风险：**公司生产所需的主要原材料为齿轮钢，如果未来钢材价格发生大幅波动将引起公司产品生产成本的增加，对公司的经营业绩产生不利影响。

万里扬:

1. **主要原材料、零配件供应和价格波动的风险。**公司主要原材料为钢材、铝材、生铁、废钢，主要零配件为齿轮、轴、壳体、同步器、钢带、液力变矩器等，其中CVT钢带等配件需进口，目前暂无国产品牌可替代，如未来主要原材料或零配件出现供应不及时或价格出现大幅波动，将给公司带来一定的经营风险。
2. **市场竞争风险。**随着汽车电动化、智能化等趋势进一步加强，以及对节能减排需求提升的大背景下，智能汽车的快速发展或有可能对传统汽车及零部件企业带来较大的竞争压力。
3. **疫情进一步扩散风险。**受新冠肺炎疫情疫情影响，2020年全年汽车行业销量承压，如果未来疫情进一步加剧，全球经济下行将影响整车销量需求。
4. **客户集中风险。**公司乘用车领域主要与吉利、奇瑞等车企品牌进行深度合作，商用车为国内各大厂商进行配套，如若核心客户对公司产品需求大幅减少，将会对公司生产及经营造成较大的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS