

新兴产业

新兴赛道高速发展，布局细分领域“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：海外市场重回高增长，国内许可证牌照陆续下发

2021年新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道。2021年全球新型烟草销售规模达到545.7亿美元，在全球疫情逐步得到管控的背景下，同比增速达到30.0%。各国监管不断完善，FDA审批速度加快，过去数月FDA相继审批通过了日本烟草Logic、NJOY、英美烟草Vuse Solo、Vibe与Ciro等品牌的23个电子烟产品上市销售。国内：供给侧改革进行中，电子烟生产许可证牌照陆续下发中。截止6月30日，共有35家电子烟相关企业拿到了烟草专卖生产许可证。随着国内外监管的相继明朗化，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，行业将有望进入新的合规化发展阶段。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）；建议关注：雾芯科技、金城医药、润都股份。2) 烟草供应链：建议关注：中烟香港、劲嘉股份、华宝国际、中国波顿、集友股份、顺灏股份、东风股份。

2. “生物经济”板块：2022上半年国家发布首个生物经济发展规划，下半年继续关注生物质替代相关公司业绩拐点来临

2022年5月10日，国家发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》，重点关注“生物质替代”领域，主要涉及三大替代：生物质能替代化石能源、生物基材料替代传统化学原料、生物工艺替代传统化学工艺。A股中已有多个公司在上述领域布局，其业绩拐点有望随全球减碳趋势发展相继到来。生物经济标的同源异曲，22下半年各有看点：1) 北清环能：我国餐厨垃圾资源化龙头，向欧盟供应可持续航空燃料原料；2) 卓越新能：我国生物柴油龙头，产能持续释放带动业绩增长；3) 嘉必优：我国母婴营养添加剂龙头，静待新国标打开下游市场需求；4) 中粮科技：我国粮食深加工龙头，向生物经济综合性企业稳步迈进；5) 莱茵生物：替糖行业隐形冠军，战略布局CBD打造第二增长极。

3. “智能驾驶”板块：All In 智能化时刻来临，继续推荐智能驾驶产业链！

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年建议重点关注“智能驾驶”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】、好利科技（聘请院士团队+股权激励绑定骨干，GPU及ADAS未来可期）【与电新&电子组联合覆盖】、箩筐技术（高精度地图服务领导者，智能驾驶业务渐入佳境）等智能驾驶产业链公司。

4. “博彩”板块：新博彩法获立法会通过，看好疫情好转需求复苏

6月21日，澳门立法会就《修改第16/2001号法律〈娱乐场幸运博彩经营法律制度〉》进行细则性讨论并获表决通过，新博彩法自翌日起生效，现6家博企的博彩经营期限均获延长至2022年12月31日，牌照竞投工作有望于下半年展开及完成。我们认为，新博彩法重点在于完善监管，使澳门博彩业可充分发挥联动效应，带动澳门经济多元可持续发展，短期澳门地区疫情反复或使前往旅客数量呈下降趋势，中期来看待疫情得到有效管控，内地赴澳门机器签证重启以及港澳恢复通关有望成为客流催化剂，带动板块复苏。投资建议：1) 金沙中国-中场及非博彩业务龙头，澳门伦敦人扩建成新业绩增长驱动力；2) 银河娱乐-综合优势凸显，广泛业务布局打开长期成长空间。

风险提示：新型烟草政策变动，销售/企业发展不及预期，市场竞争加剧的风险，疫情反复风险，竞争加剧风险，宏观经济波动风险，新业务扩张不及预期风险

目录

- 0、引言：如何挖掘新兴产业投资机会
- 1、新型烟草板块：海外市场重回高增长，国内许可证牌照陆续下发
- 2、生物经济板块：国家发布首个生物经济发展规划，下半年继续关注生物替代相关公司
- 3、智能驾驶板块：All In 智能化时刻来临，继续推荐智能驾驶产业链
- 4、博彩板块：新博彩法获立法会通过，看好疫情好转需求复苏

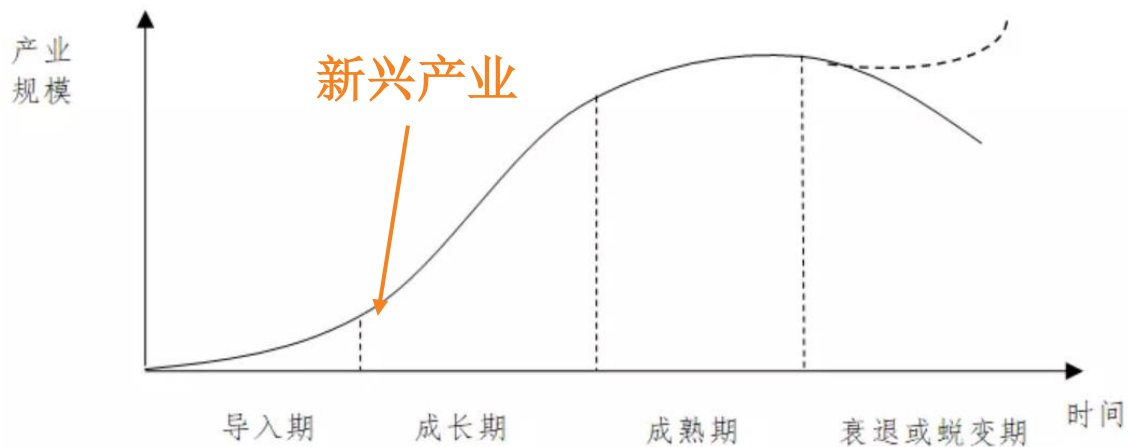
引言：“新兴产业”是什么？

“新兴产业”的定义：

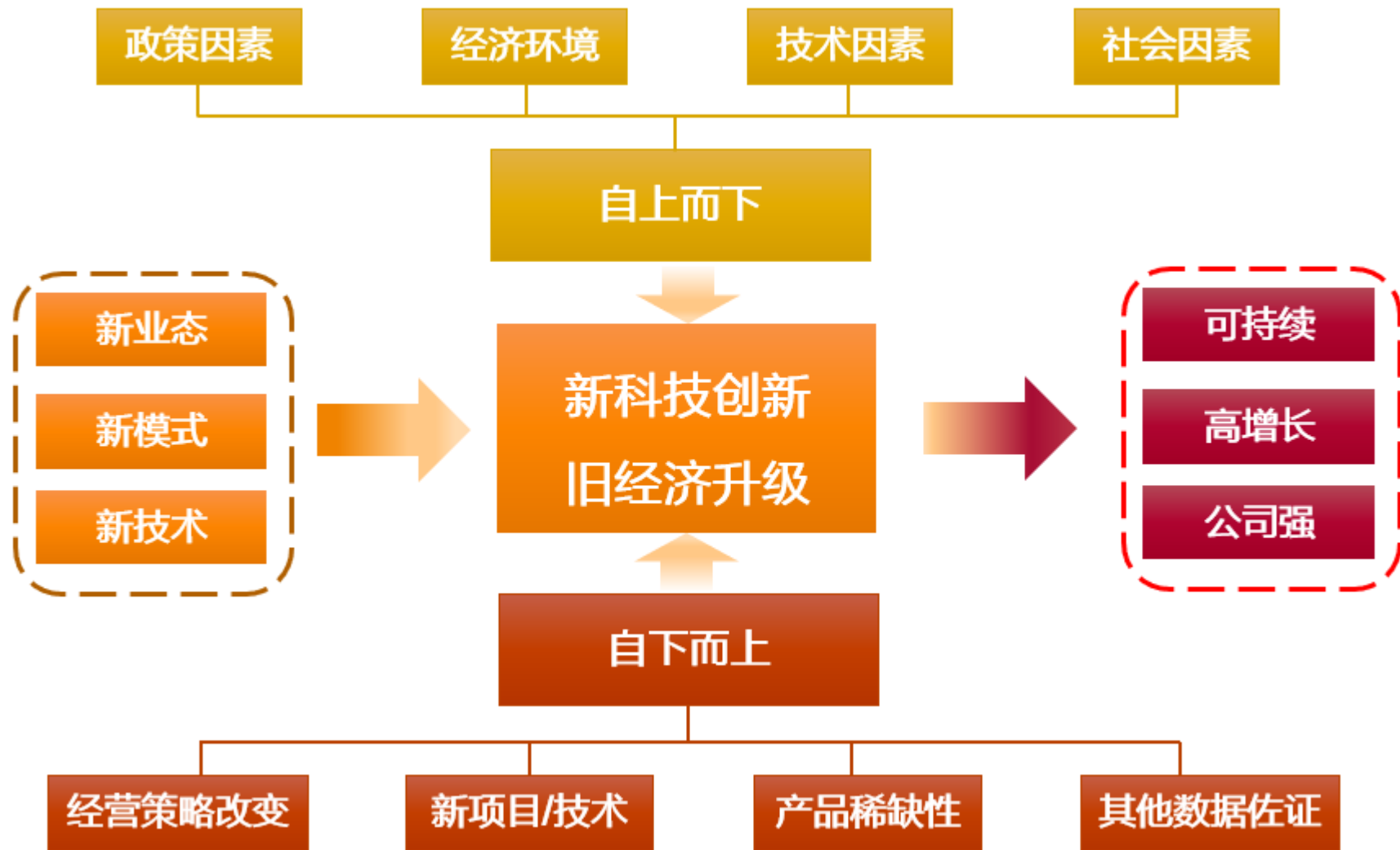
- 是指伴随着企业创造出的新产品、新服务或新技术而出现的尚处于资本化初期的产业。从行业生命周期理论来看，行业从兴起到衰落可以分成导入期、成长期、成熟期和衰退期四个发展阶段，而新兴产业则处于导入期及成长期的阶段，我们认为该阶段的产业特征：1) 竞争格局是“各领风骚三五年”，2) 行业规模快速扩张，3) 产品迭代层出不穷，4) 企业资本化刚刚开始。

“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



引言：如何挖掘“新兴产业”投资机会？





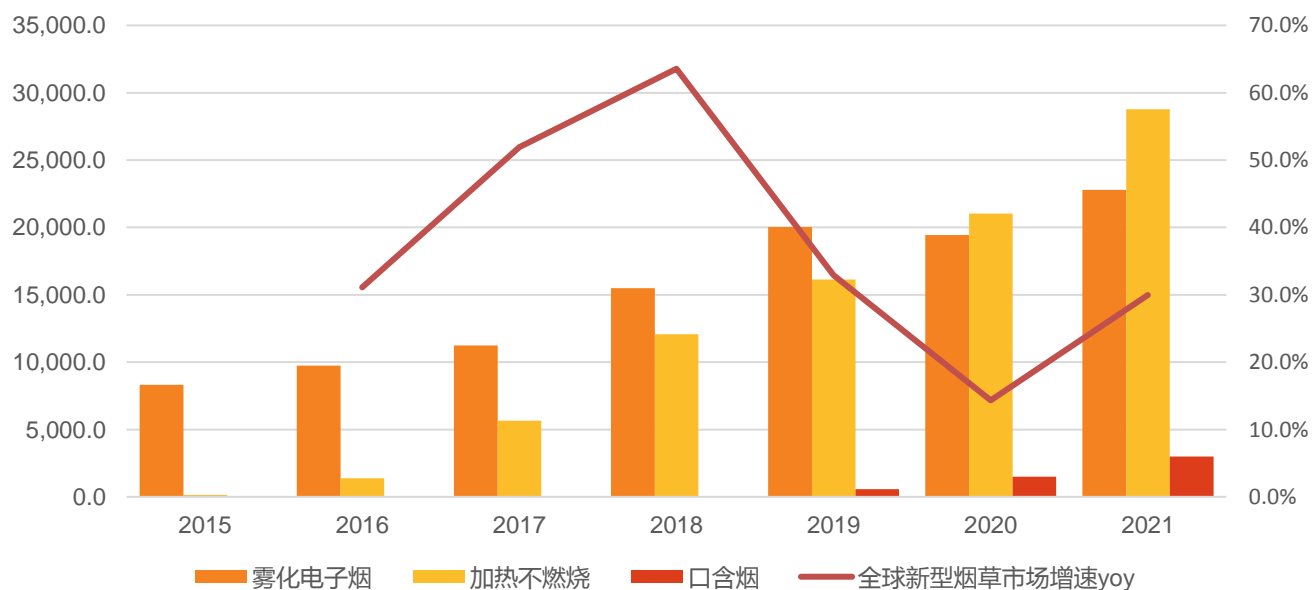
1. 新型烟草板块

海外市场重回高增长，国内许可证牌照陆续下发

1.1.新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道

- 2021年新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道。根据欧睿国际最新数据，**2021年全球新型烟草销售规模达到545.7亿美元，在全球疫情逐步得到管控的背景下，同比增速达到30.0%**，重回疫情前较高增长区间。2015-2021年间新型烟草市场持续高速增长，**CAGR达到36.4%**，2022年全球新型烟草规模预计达到近650亿美元，同比增速约18%。**从具体品类来看**，在2017年之前电子烟产品以开放式大烟为主，因IQOS、JUUL的兴起，带动全球加热不燃烧（HNB）、封闭式小烟品类迅速崛起，2021年HNB市场约288亿美元（对应渗透率3.1%），雾化电子烟市场约228亿美元（对应渗透率2.4%），口含烟市场约30亿美元，预计到2026年HNB、雾化的市场将分别达到610亿（对应渗透率5.0%）、410亿美元（对应渗透率3.4%）。

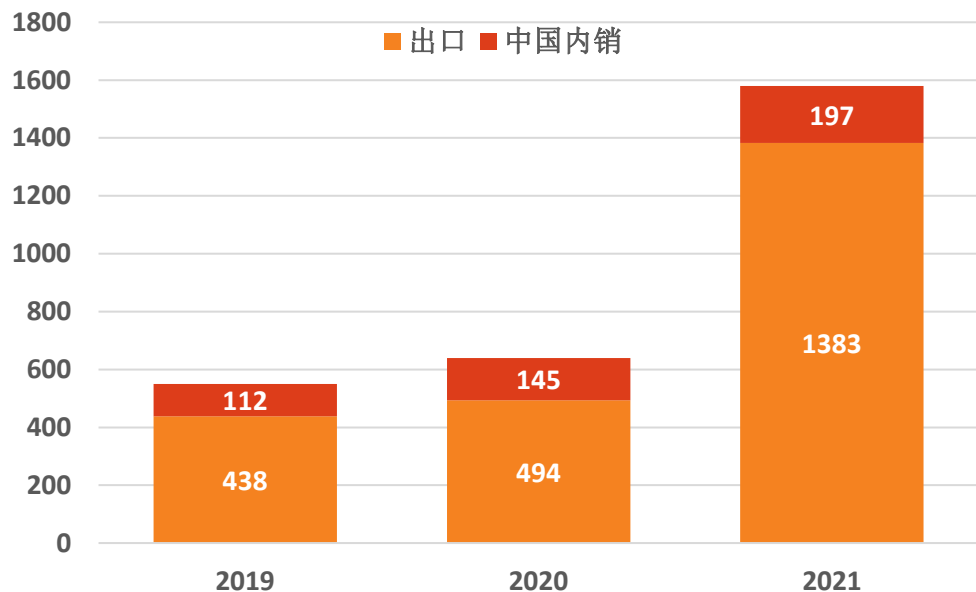
图：新型烟草各品类市场规模（单位：百万美元，%）



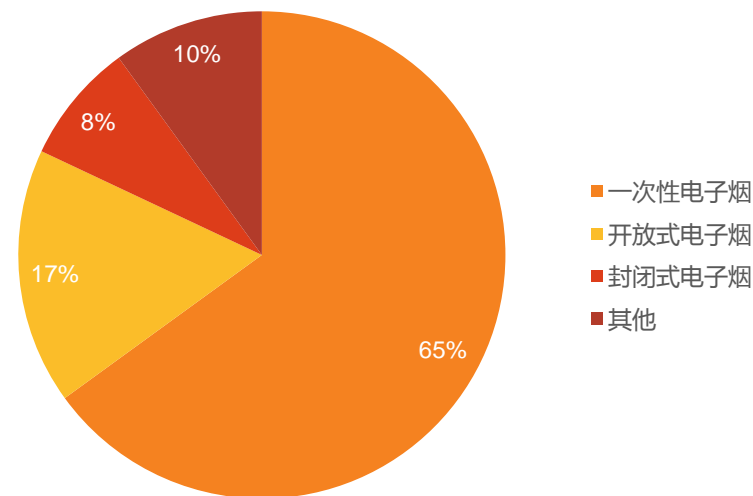
1.1. 新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道

- 出口统计：根据中国电子商会电子烟行业委员会数据统计，2021年我国电子烟出口规模达到1383亿人民币，在全球疫情负面影响背景下，同比增速达180%；我国内销零售额预估为197亿人民币，同比增长36%。其中，出口品类占比第一的为一次性电子烟产品，占比达65%，其次为开放式及封闭式产品，一次性电子烟海外销售如火如荼。

图：我国电子烟产品出口及内销规模（单位：亿元人民币）



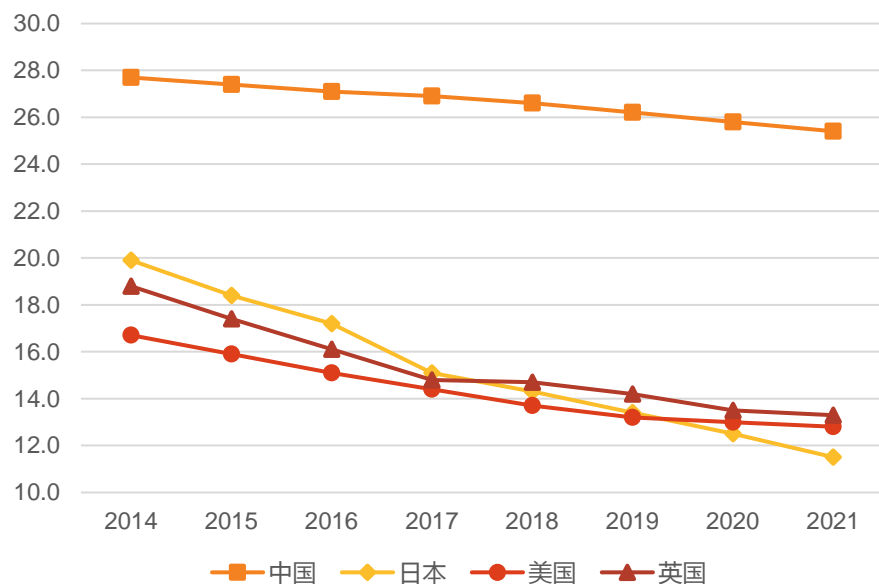
图：我国电子烟出口品类占比（单位：%）



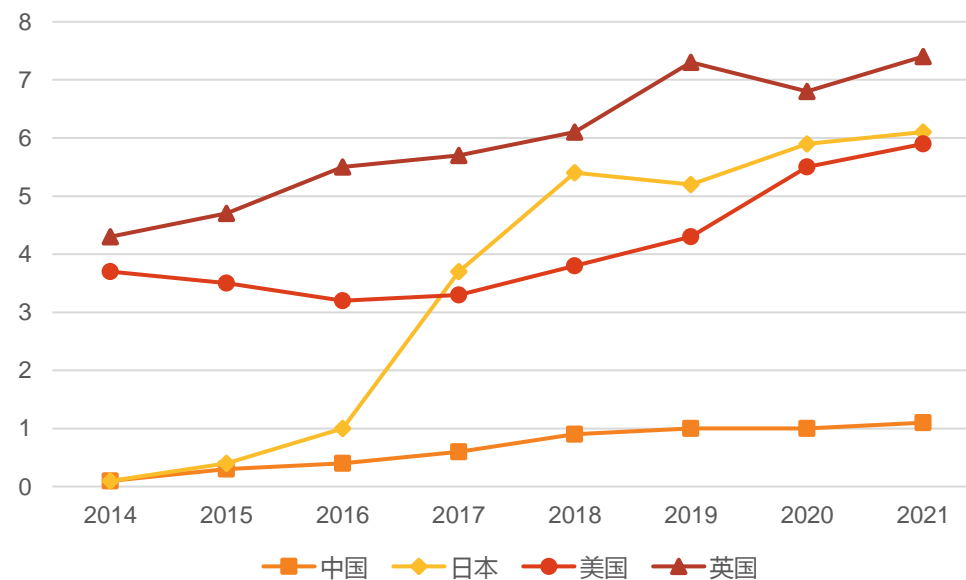
1.2.全球新型烟草用户渗透率不断提升

- 在不断趋严的控烟背景下，卷烟吸烟率下降，新型烟草用户渗透率不断提升。根据欧睿国际最新数据，2014-2021年间，**全球主要国家和地区的卷烟吸烟率都呈现下降趋势**，中国的吸烟率由2014年的27.7%下降至2021年的25.4%，日本的吸烟率由2014年的19.9%下降至2021年的11.5%，美国的吸烟率由2014年的16.7%下降至2021年的12.8%；但另一方面，近年来由于新型烟草产品的技术不断迭代、体验逐步完善，**新型烟草的用户渗透率不断上升**，其中英国的用户渗透率由2014年的4.3%上升至2021年的7.4%，美国的用户渗透率由2014年的3.7%上升至2021年的5.9%，日本的用户渗透率由2014年的0.1%上升至2021年的6.1%。

图：各国卷烟用户的渗透率（卷烟消费者/总人口）（单位：%）



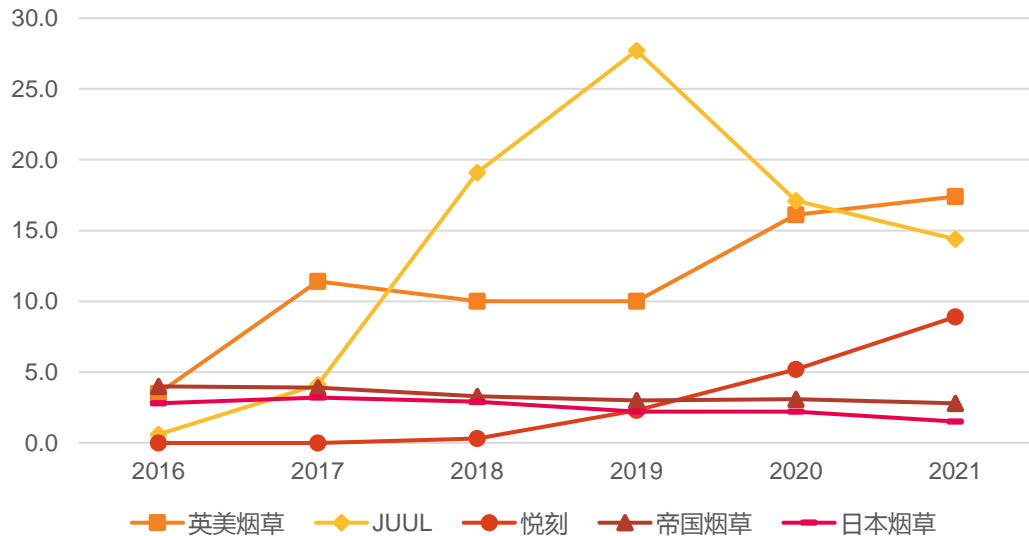
图：各国新型烟草用户的渗透率（新型烟草消费者/总人口）（单位：%）



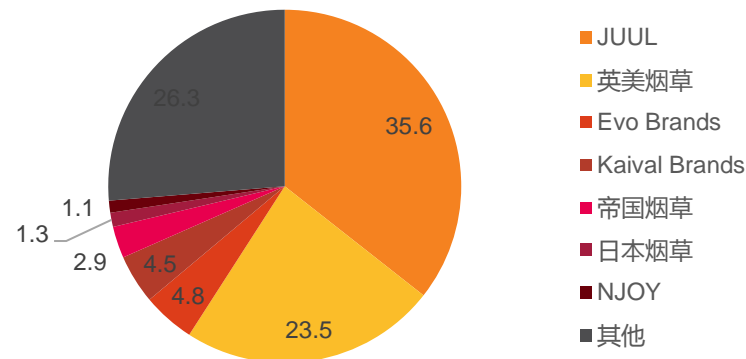
1.3.英美烟草成为全球第一大电子烟品牌，中国品牌悦刻位居第三

- 英美烟草超越JUUL，成为全球第一大电子烟品牌。根据欧睿国际最新数据，2021年英美烟草旗下的雾化电子烟销售金额在全球的综合市占率达到**17.4%**，JUUL市占率下滑至**14.4%**，位居第二。
- 中国雾化电子烟品牌跻身全球阵营。2021年我国电子烟品牌悦刻在全球的市占率跃升至**8.9%**，成为全球第三大电子烟品牌，力压帝国烟草与日本烟草；除悦刻外，我国本土的其他电子烟品牌也在其他国家和地区有不错销售表现，代表公司有**易佳特、新宜康、思摩尔**等。

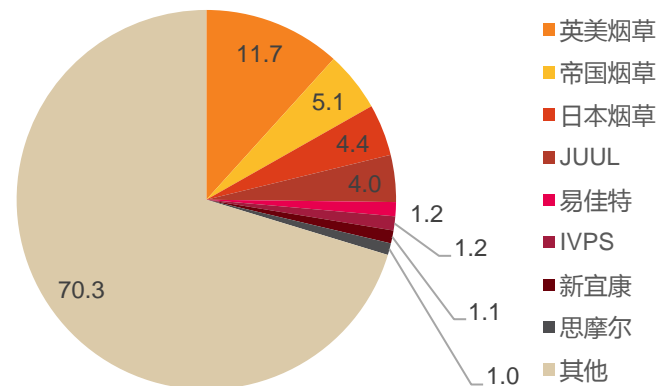
图：雾化电子烟各品牌全球市占率（单位：%）



图：2021美国雾化电子烟各品牌销售额市占率（单位：%）



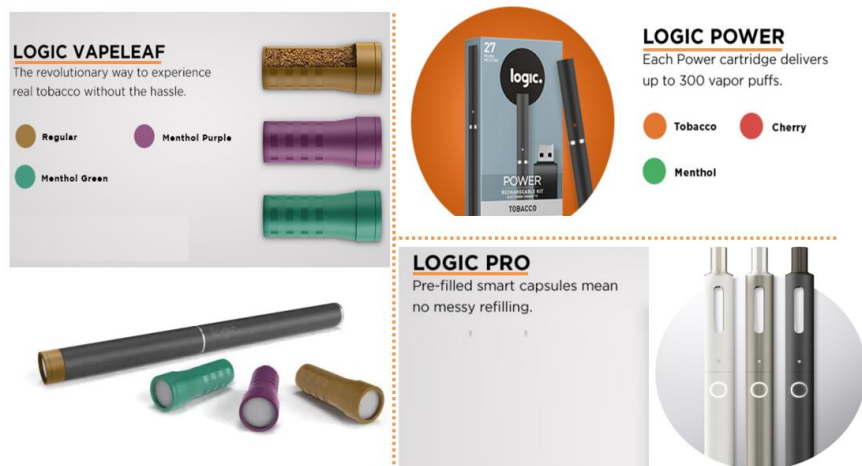
图：2021英国雾化电子烟各品牌销售额市占率（单位：%）



1.4.监管政策：全球各国监管不断完善，行业集中度逐步上升

- 综合近几年的监管动态来看，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：**2021年10月12日，美国FDA放行第一款雾化电子烟-英美烟草旗下的Vuse Solo上市销售；2022年3月25日FDA通过日本烟草Logic品牌电子烟的上市申请，4月27日通过NJOY品牌上市申请，进一步认可电子烟减害作用；截止到3月25日，FDA表示仍有1%的PMTA申请正在审核中。除美国之外，其他地区也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。

图：Logic产品示意图



图：NJOY产品示意图



1.4.监管政策：全球各国监管不断完善，行业集中度逐步上升

		欧盟	英国	美国
监管机构	雾化电子烟	欧盟委员会	公共卫生部（PHE）【负责英国市场烟草控制、电子烟产品性质界定、相关研究证据提供】 药品及保健品管理署（MHRA）【负责消费品/药品的审批】	FDA、各州政府
	HNB	欧盟委员会	公共卫生部	FDA
划分类别	雾化电子烟	无明确要求	消费品/药品	烟草制品（含有尼古丁且不用作药物、器械）
	HNB	无明确要求	无明确规定	烟草制品
监管制度	雾化电子烟	<p>1、申请制：只要提前六个月向各国有有关部门通报即可。无批准环节。</p> <p>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。</p> <p>3、欧盟成员国基于EUTPD的要求独立制定监管政策。</p> <p>4、对电子烟产品的任一改进均须进行公示。</p> <p>5、禁止任何形式的、旨在直接或间接推广电子烟的商业性广告。</p> <p>6、若某类电子烟被至少三个成员国合理禁止，则委员会可将该禁令拓展至所有成员国。</p>	<p>1、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。</p> <p>2、英国国家医疗服务体系(NHS)于2021年宣布，将把电子烟作为处方药物以帮助烟民戒烟。</p>	<p>1、审批制：2016年8月之后发行的电子烟产品必须要通过PMTA（Premarket Tobacco Product Application）认证才能上市；2016年8月之前上市的产品需要在2020年5月之前提交PMTA申请，提交申请后产品可以获得一年的流通期，FDA也将在这一年内对产品进行审核，审核不通过将禁止在市场上流通。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。</p> <p>2、自2019年12月，禁止烟草零售商向21岁以下的个体出售电子烟等烟草产品。</p> <p>3、制造商须每年向FDA报告2次其对烟草产品清单所做的更改。</p> <p>4、多个州立法禁止非烟草口味的调味产品、不允许在线销售</p>
	HNB	无明确制度，目前只有制度建议	<p>1、无明确制度，目前只有制度建议。</p> <p>2、2021年10月，英国税务海关总署HMRC将HNB税率由每公斤251.6英镑提高至270.22英镑。</p>	审批制：在PMTA的基础上，如果企业希望以“减害”的名义宣传产品，需要额外通过FDA的MRTPA（modified risk tobacco product application）认证

1.4.监管政策：全球各国监管不断完善，行业集中度逐步上升

		日本	韩国	澳大利亚	墨西哥
监管机构	雾化电子烟	厚生省（卫生部）	卫生与福利部	治疗用品管理局（TGA）	卫生部
	HNB	财务部	卫生与福利部		
划分类别	雾化电子烟	医药产品（含尼古丁烟油）	烟草制品（含尼古丁） 消费品或准药物（不含尼古丁）	限制性药物	烟草制品
	HNB	烟草制品	烟草制品	无明确规定	无明确规定
监管制度	雾化电子烟	<p>1、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。</p> <p>2、允许私人进口药用电子烟，前提是仅供私人使用，且供应量少于一个月。</p>	<p>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%）</p> <p>2、不含尼古丁的电子烟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。</p> <p>3、2019年9月韩国卫生和福利部表示将修订“国家健康促进法”以禁止电子烟的促销、营销、免费商品或服务发放、在线商业发布使用电子烟或相关产品的经验。违规者将被罚款300万韩元（2,533美元）至500万韩元。</p> <p>4、对电子烟产品征收24韩元/盒的废物处理费和10%的增值税。</p>	<p>1、自2021年10月起，所有含尼古丁的电子烟产品纳入 Therapeutic Goods Act 1989 法案监管中。</p> <p>2、处方模式：个人进口和国内购买均需提供处方证明，国内供应还需要相关州、地区的治疗品许可证。</p> <p>3、处方的获取途径包括：授权处方计划（由医生向TGA申请权限并定期报告）、特殊访问计划（由医生代单个患者向TGA申请批准）、个人进口计划（医生直接为患者提供，可供进口最多3个月剂量）。</p> <p>4、非法进口尼古丁可被处以最高222,000美元的罚款。</p>	<p>1、禁止：2008年《烟草控制法》禁止电子烟销售，2020年《进出口税总法》禁止电子烟进口。</p> <p>2、2022年2月，对《烟草控制总法》进行修订，完全禁止烟草广告。</p>
	HNB	HNB烟具可自由销售，HNB烟弹根据《烟草商业法》与烟草为同类产品，允许销售流通，监管同烟草产品。（烟草制品批发、零售、进出口必须经过财务大臣批准登记，烟草制品零售价格需经其批准）	<p>1、监管同卷烟制品，市场化制度，非专卖专营。允许在各渠道销售流通。主要渠道为便利店。</p> <p>2、税收以传统香烟税率的90%对HNB电子烟统一征税。</p> <p>3、HNB制品须说明尼古丁含量，还须额外说明甲醛含量。</p>	无明确制度	禁止加热烟草制品的进出口

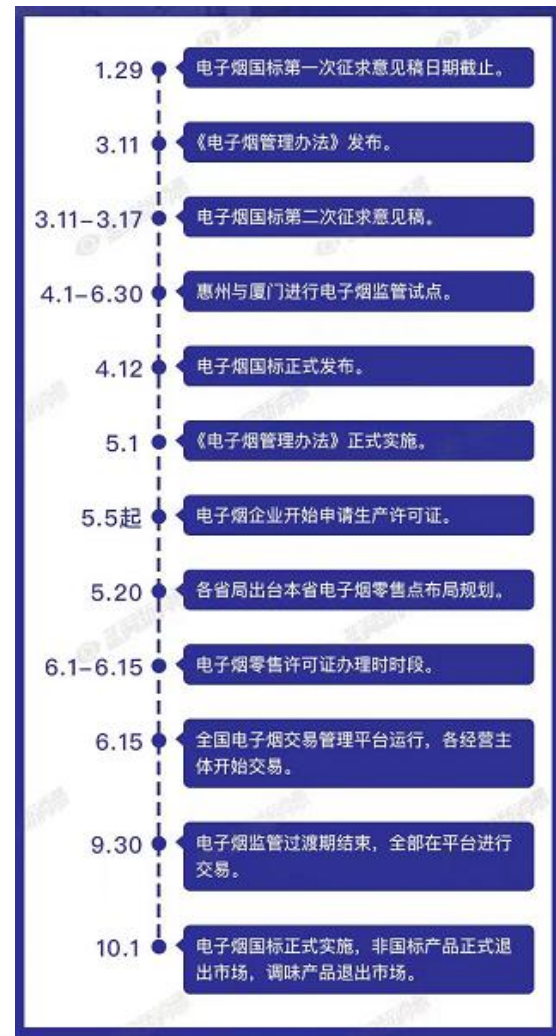
1.5.国内市场：需求端方兴未艾，监管落地加速供应端竞争格局优化

我国雾化产业未来竞争格局如何：监管落地有望加速行业供给侧整合

➤ 3月11日下午，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，自2022年5月1日起施行，其中符合新国标的产品于2022年10月1日起正式销售。核心监管内容包括：

- 1. 生产端：牌照制管理。**设立电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证。
- 2. 销售端：**1) 取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当经国务院烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务。2) 从事电子烟零售业务，应当依法向烟草专卖行政主管部门申请领取烟草专卖零售许可证或者变更许可范围。3) 国务院烟草专卖行政主管部门建立全国统一的电子烟交易管理平台。4) 取得烟草专卖零售许可证具备从事电子烟零售业务资格的企业或者个人应当在当地电子烟批发企业购进电子烟产品，并不得排他性经营上市销售的电子烟产品。5) 禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟。
- 3. 进出口贸易：**进口的电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等应当通过本办法规定的电子烟交易管理平台销售给电子烟批发企业、电子烟产品生产企业和电子烟品牌持有企业。

图：我国电子烟监管主要时间节点一览



1.5.国内市场：生产许可证陆续下发

- 根据国家烟草专卖局《电子烟行政许可和产品技术审评有关问题的解答》显示，自2022年5月5日起，国务院烟草专卖行政主管部门和各有关省级烟草专卖行政主管部门开始接受存量电子烟相关生产企业烟草专卖生产企业许可证申请，并开始对电子烟相关生产企业、批发企业的申请进行初核、审核。近期将审批发放一批符合行政许可条件的电子烟相关生产企业的烟草专卖生产企业许可证。
- 1) **许可证申请要求：**根据2022年3月发布的《电子烟管理办法》中要求，设立电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，必须取得烟草专卖生产企业许可证。按照国家烟草专卖局发布的通知，目前可以申请电子烟生产许可证的适格主体只能是过渡期之前的既存主体，也就是在2021年11月10日《决定》发布前已在市场监管部门登记注册，并如实完成电子烟生产经营主体信息申报的电子烟产品生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等）、雾化物生产企业、电子烟用烟碱生产企业。自5月5日起各生产企业可提报生产许可证申请。

1.5.国内市场：生产许可证陆续下发

- 2) 受理进程：根据《电子烟》微信公众号报道，截至6月30日，国家烟草专卖局官网显示已经有35家电子烟企业获得烟草专卖生产企业许可证。我们认为主管部门完成对其他相关提报申请的企业进行初核和审核程序后，国内市场近期或将陆续迎来更多数量的生产许可证落地和发放。
- 3) 许可证类型：目前国内电子烟上游的生产环节包括烟碱生产（尼古丁提取）、雾化物（烟油）生产、烟具代工和品牌。国家烟草专卖局按照依法依规、平稳有序、统筹兼顾、分类指导的原则，对于工艺装备落后、产品质量不合格、危化品管理及环保不达标、存在安全生产风险、具有违法违规等情形的企业不予许可。我们认为此举措将有利于国内正规品牌、生产合规、工艺和环保达标的供应链企业的健康可持续发展。

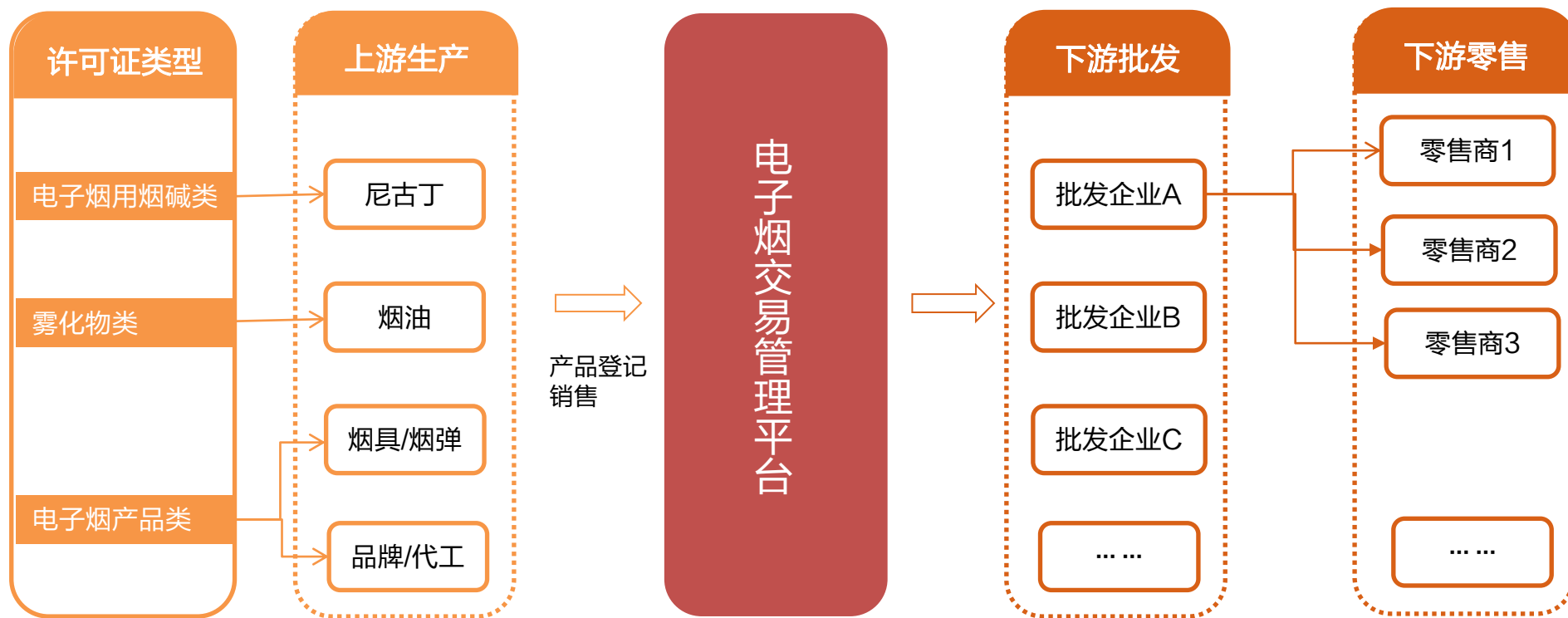
表：部分申请已办结企业名单

序号	企业名称	许可证类型	办理状态
1	深圳亿凡特生物科技有限公司	雾化物类	已办结
2	深圳市真味生物科技有限公司	雾化物类	已办结
3	深圳市深深爱生物科技有限责任公司	雾化物类	已办结
4	深圳市莱克生物科技有限公司	雾化物类	已办结
5	深圳市精华生物科技有限公司	雾化物类	已办结
6	深圳市华加生物科技有限公司	雾化物类	已办结
7	深圳市德森生物科技有限公司	雾化物类	已办结
8	深圳市艾普生物科技有限公司	雾化物类	已办结
9	深圳昱朋科技有限公司	雾化物类	已办结
10	深圳梵活生命科学股份有限公司	雾化物类	已办结
11	东莞市鸿馥生物科技有限公司	雾化物类	已办结
12	昌宁德康生物科技（深圳）有限公司	雾化物类	已办结
13	深圳芳芯科技有限公司	雾化物类	已办结
14	深圳市恒云生物科技有限公司	雾化物类	已办结
15	东莞奇易香料有限公司	雾化物类	已办结
16	深圳市泰睿科技有限公司	雾化物类	已办结
17	中香香料（深圳）有限公司	雾化物类	已办结
18	深圳波顿香料有限公司	雾化物类	已办结
19	声海电子（深圳）有限公司	电子烟产品类	已办结
20	深圳市亿光年科技有限公司	电子烟产品类	已办结
21	深圳市本雾科技有限公司	电子烟产品类	已办结
22	徕米雾电科技（深圳）有限公司	电子烟产品类	已办结
23	东莞市浩鸿电子科技有限公司	电子烟产品类	已办结
24	惠州市天长实业有限公司	电子烟产品类	已办结
25	东莞市伯科电子科技有限公司	电子烟产品类	已办结
26	东莞市石开科技有限公司	电子烟产品类	已办结
27	东莞市艾威科技有限公司	电子烟产品类	已办结
28	东莞市尼辉电子科技有限公司	电子烟产品类	已办结
29	珠海优德科技有限公司	电子烟产品类	已办结
30	惠州市新鸿威科技有限公司	电子烟产品类	已办结
31	深圳道吉智科技有限公司	电子烟产品类	已办结
32	昆明景晟生物科技有限公司	电子烟用烟碱类	已办结
33	山东金城医药化工有限公司	电子烟用烟碱类	已办结
34	润都制药（荆门）有限公司	电子烟用烟碱类	已办结
35	湖北和诺生物工程股份有限公司	电子烟用烟碱类	已办结

1.6.国内电子烟供应链一览

- 4) 有供应链布局的上市公司：烟碱生产--金城医药、润都股份、金莱特；烟具代工--思摩尔国际、劲嘉股份、顺灏股份；雾化品牌：雾芯科技、劲嘉股份。

图：电子烟产业链示意图



1.7.投资建议与推荐标的

- 我们认为**新型烟草是在传统烟草基础上的消费升级机遇**。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。我们认为**随着国内外监管的相继明朗化，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，行业将有望进入新的合规化发展阶段**。
- **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颠覆；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。由于新型烟草产品本身的成瘾性等特征，我们认为严监管将是未来行业发展趋势之一，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），金城医药、润都股份。国际烟具供应链：**盈趣科技**（IQOS 精密件二级供应商）。
- **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放开，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，建议关注烟草供应链服务商。**烟草供应链投资标的：中烟香港**（中烟唯一资本运作平台）、**劲嘉股份**（国内烟标龙头，与云南中烟唯一战略合作民企）、**华宝国际**（烟油香精香料龙头，海外业务稳定扩张）、**集友股份**（研发烟用薄片）、**东风股份**（参股布局新型烟草制品）、**顺灏股份**（烟弹烟具布局双管齐下）、**中国波顿**（收购国际电子烟厂商吉瑞）。



2. 生物经济板块

2022上半年国家发布首个生物经济发展规划，下半年继续关注生物物质替代相关公司业绩拐点来临

2.1. 22上半年，国家首次提出生物经济发展规划，重点发展哪些领域？

2022年5月10日，国家发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》，明确优先发展生物医药、生物农业、生物质替代、生物安全四大重点领域。这是我国首部生物经济的发展规划，也是**我国首个生物经济的顶层设计**，更代表着我国生物经济发展的路线图。我们在此重点关注“生物质替代”领域——《规划》提出要顺应“追求产能产效”转向“坚持生态优先”的新趋势，发展面向绿色低碳的生物质替代应用，满足人民群众对生产方式更可持续的新期待。“**生物质替代**”主要涉及三大替代：**生物质能替代化石能源、生物基材料替代传统化学原料、生物工艺替代传统化学工艺**。A股中已有多个公司在上述领域布局，其业绩拐点有望随全球减碳趋势发展相继到来。

◆ 生物质替代是什么？涉及哪些领域？看点何在？

生物质是地球上最广泛存在的物质，它包括所有动物、植物和微生物，以及由这些有生命物质派生、排泄和代谢的许多有机质。近年来，随着生物技术的快速发展和全球对向绿色低碳经济转型的迫切需求，越来越多的生物质被人类作为在新能源和新材料等不同场景中得以开发和利用，相关企业步入发展快轨。

1) 生物质能

生物质能是可再生能源的重要组成部分。2022年上半年，除《“十四五”生物经济发展规划》外，国家能源局于3月22日发布的《“十四五”现代能源体系规划》、6月1日发布的《“十四五”可再生能源发展规划》均提出要推进生物质能多元化开发和利用。

生物质能主要包括燃料乙醇和生物柴油。其中**我国生物柴油产业近年来受益欧盟市场减碳需求持续扩大而进入快速发展阶段**。

2) 生物基材料

石油是现代工业发展的基础。从化学角度来看，石油蒸馏后的产物为碳氢化合物，而生命分子是碳化合物。这意味着经过对应的生物工艺加工后，**由生物质原料生产的产品具有与石油在能源和化工领域相同的目标市场**。

目前该领域相对关注度较高的是**生物基可降解材料和生物基化学原材料**。受益于国内限塑令要求的不断趋严、欧盟碳关税进程的持续推进，此二领域**有望成为生物基材料在工业和消费减碳大趋势中率先发展的细分领域**。

3) 生物工艺

《规划》提出要推动生物工艺在化工、医药、轻纺、食品等行业推广应用。生物工艺学是应用生物学、化学和工程学的基本原理，是指利用生物体或其组成部分生产有用物质或为人类进行某种服务的一门科学技术。

- 传统的生物工程产品包括**有机酸、发酵食品、抗生素的生产及废物处理等**；
- 新兴的生物工程产品多为**利用基因工程、细胞工程改造菌株性能，获得酶蛋白、生物活性多肽、疫苗，或进行代谢途径改造获得的代谢物质积累等**。

+ 合成生物学

《规划》将合成生物学视作加快生物经济创新发展的国家战略科技力量之一，提出要**推动合成生物学技术创新**，突破生物制造菌种计算设计、高通量筛选、高效表达、精准调控等关键技术，有序推动在**新药开发、疾病治疗、农业生产、物质合成、环境保护、能源供应和新材料开发等领域应用**；在食品领域，要探索研发“人造蛋白”等新型食品，**实现食品工业迭代升级**，降低传统养殖业带来的环境资源压力。

2.2. 生物经济标的同源异曲，22下半年各有看点：

北清环能

关键词：

◆ 废弃物

◆ UCO

◆ 生物质能

◆ 生物柴油

◆ 生物航煤

图：北清环能2022年初至今股价走势（元）



卓越新能

关键词：

◆ 废弃物

◆ 生物质能

◆ 生物柴油

◆ 生物基材料

图：卓越新能2022年初至今股价走势（元）



嘉必优

关键词：

◆ 生物发酵

◆ 新型发酵产品

◆ 合成生物

图：嘉必优2022年初至今股价走势（元）



中粮科技

关键词：

◆ 生物发酵

◆ 生物质能

◆ 新型发酵产品

◆ 生物基材料

◆ 合成生物

图：中粮科技2022年初至今股价走势（元）



莱茵生物

关键词：

◆ 生物基材料

图：莱茵生物2022年初至今股价走势（元）



2.2. 生物经济标的的同源异曲，22下半年各有看点：

2.2.1. 北清环能：我国餐厨垃圾资源化龙头，向欧盟供应可持续航空燃料原料

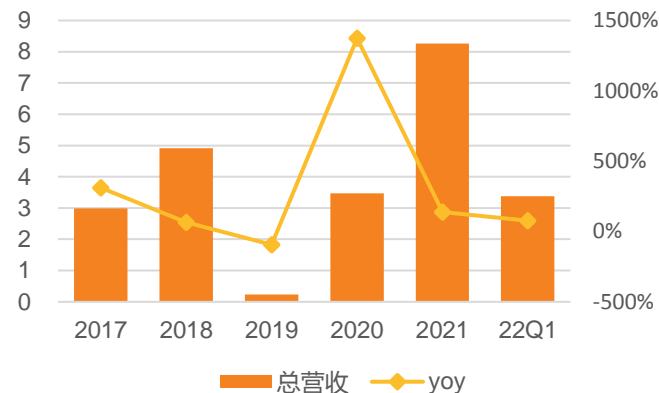
核心推荐逻辑：UCO产能快速释放，供应欧盟可持续航空燃料市场

自上市公司于2020年完成重大资产重组以来，业绩快速改善。目前，公司以全资子公司十方环能、控股子公司新城热力为主，开展以餐厨废弃物无害化处理与资源化利用、城市清洁供暖两大主营业务。公司是国内唯一以餐厨废弃物资源化利用为主业的上市公司，是国内有机固体废弃物投资运营细分领域领先企业。公司UCO（餐厨废油脂，或称工业级混合油）主业有望随全球向“碳中和”时代迈进，进入高速发展期。

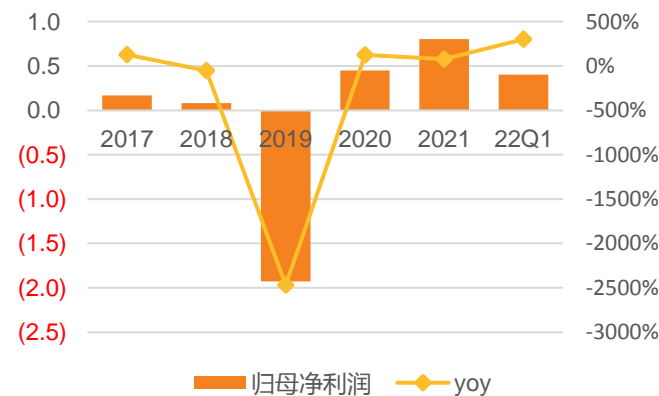
- **短期：公司预计2022年UCO销量至少在10万公吨。**公司生产的UCO主要用于出口欧盟。UCO可用来生产加氢可再生柴油（HDRD）和可持续航空燃料（SAF）；公司目前处于UCO产能快速释放期，这背后或得益于公司在餐厨垃圾处理规模的快速提升、以及第三方废油脂原料渠道的不断扩宽。**截至6月数据，公司餐厨垃圾处理表内设计日处理产能已超3300吨/日，已超去年全年。公司规划未来三年处理规模达到万吨/日。同时，公司也对所在地周边的地沟油、泔水油基本做到应收尽收。**此外，公司将继续提升项目所在地的产油率，力争2到3年成为餐厨废弃油脂的龙头。
- **中期：公司继续向下延伸生产线，布局年产能70万吨生物柴油。**2022年2月，公司发布与山东滨化滨阳燃化有限公司签订了《合作框架协议》的公告，公司拟与滨阳燃化成立合资公司，开展关于40万吨/年柴油加氢改质装置改造为二代生物柴油生产项目以及新建30万吨/年一代生物柴油加工生产项目相关的合作。
- **长期：公司主营业务碳减排价值大，有望在CCER交易领域获得长足发展。**公司全部业务均与减碳有关，因此公司预计未来当碳排放指标交易对公司开放，公司将数百万吨碳减排指标有望每年通过交易再为公司带来可观收益。2022年6月27日，公司与上海城投环境（集团）有限公司与中国山东高速金融集团有限公司、上海宝碳新能源环保科技有限公司签署了《战略合作协议》，协议旨在响应“碳达峰、碳中和”国家战略，盘活各项目CCER存量资产，建立长期、稳定、共赢的战略合作关系。

盈利预测：我们预计2022-24年，公司实现营收17.79/ 29.22/ 37.43亿元，同比增长115.24%/ 64.21%/ 28.10%；归母净利润2.45/ 4.40/ 5.82亿元，同比增长204.00%/ 79.94%/ 32.06%。**风险提示见文末。**

图：北清环能营收&同比增速（亿元，%）



图：北清环能归母净利润&同比增速（亿元，%）



2.2. 生物经济标的同源异曲，22下半年各有看点：

2.2.2. 卓越新能：我国生物柴油龙头，产能持续释放带动业绩增长

核心推荐逻辑：新产能快速释放，生物质能+化双管齐下，有望率先分享全球减碳大背景相关需求快速提升带来的红利

公司是我国生物柴油龙头，现已形成“生物质能化一体化”的产业布局，主要产品涉及1) 生物质能源：生物柴油；2) 生物基化学材料。公司研发实力行业领先，现已进入产能快速释放阶段。

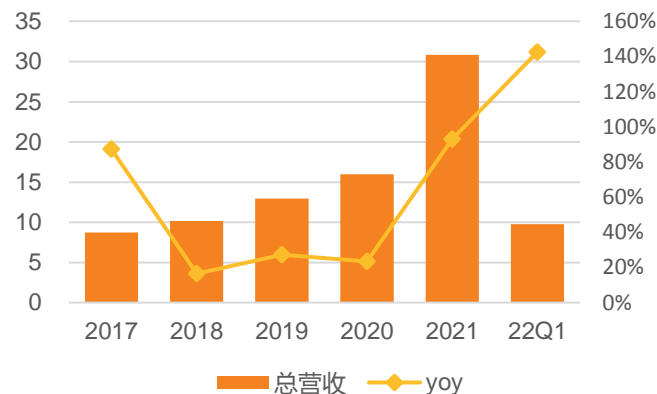
➢ **短期：**公司22半年报预告已出，下半年有望在业绩上继续保持。我国生物柴油产业有望长期受益于欧盟为达减碳目标而不断上涨的对相关燃料的需求。公司生物柴油业务伴随欧盟市场需求起飞，自2015年后步入业绩高增长期，率先分享欧盟市场供需缺口红利。2019年后，欧盟政策对减碳力度的不断提升，生物柴油进入长期的量价齐升轨道，公司业务业绩随产能不断释放也进一步受益。2022年，公司预计上半年实现归母近利润2.6亿元，同比增144.50%。由于公司生物柴油2022年产能能在40万吨，较2021年的35.8万吨增4.2万吨，其间主要差异源自公司新产能于下半年投产。因此我们预计，公司22下半年生物柴油销量及业绩或将继续22上半年势头。

➢ **中期：**从公司已公布项目数据来看，我们认为公司目标“用3至5年时间达到产能规模生物柴油75万吨/年”实现可能性大。公司预计美山二期年产10万吨产能将于2022年10月试运行、2023年满产，则公司2023年生物柴油年产能将达50万吨；公司2022年1月签订新罗《年产20万吨生物柴油和生物基增塑剂项目》，前期工作在推进中；年产10万吨烃基生物柴油项目预计于2022年下半年开工建设。假设公司建设1条10万吨生物柴油产能从开工到满产速度约在2年内，我们预测此二项目或将于2024年试运行，则公司2024年生物柴油合计年产能有望达70万吨。

➢ **长期：**生物柴油作为化石柴油的替代品，可用来生产生物基化学材料，具有与石油作为化学材料相同的目标市场。近年来，国内外相关政策加速落地，减碳要求正逐渐从能源领域向制造领域延伸：1) 欧盟碳关税法规时间一再提前，范围扩大至塑料等多种制品，一旦正式实施，我国生产商出口成本或将受到较大影响；2) “替代传统化学原料”是我国“十四五”生物经济规划目标之一。公司已储备多种以生物柴油为原料的生物基化学原料产品，包括1) 工业甘油：生柴副产品，作为化学中间体用途多；2) 生物酯增塑剂：替代石油基增塑剂，用于塑料生产；3) 醇酸树脂：用于油漆/涂料生产，能减少有害气体排放；4) 天然脂肪醇：是表面活性剂行业绿色化的发展方向；5) 生物基丙二醇：用于生物质PTT纤维、化妆品领域。2022年，公司拥有生物基材料9万吨/年，公司目标“用3至5年时间达到25万吨/年”。

盈利预测：预计2022-2024年，公司实现营收43.25/ 58.59/ 74.55亿元，同比增长40.27%/ 35.46%/ 27.25%；归母净利润4.83/ 6.48/ 8.13亿元，同比增长40.21%/ 33.97%/ 25.48%。风险提示见文末。

图：卓越新能营收&同比增速（亿元，%）



图：卓越新能归母净利润&同比增速（亿元，%）



2.2. 生物经济标的同源异曲，22下半年各有看点：

2.2.3. 嘉必优：我国母婴营养添加剂龙头，静待新国标打开下游市场需求

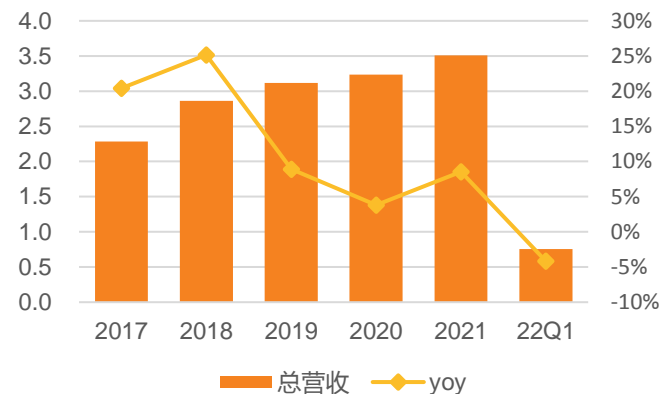
核心推荐逻辑：婴配粉二次配方注册正式实施临近，公司业绩拐点有望于22Q4前后到来

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。且微生物发酵技术难度高，短期难复制，公司护城河牢固。

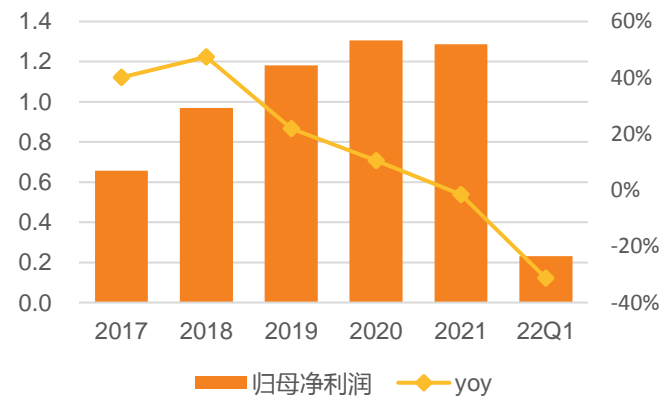
- ▶ **短期：公司业绩有望于2022年Q4前后迎来拐点。** 2023年3月22日新国标将正式实施，2022年成为奶粉企业清理库存的关键年份。公司作为ARA、DHA等添加剂的供应商，仍需等待下游客户为新国标大量备货的时刻开启。新国标将带来国内婴幼儿配方食品中ARA、DHA的市场容量大幅度的提升。公司作为此二产品的国内主要供应商，业绩有望较大程度上因此受益。结合前述，从时间上来看，我们中性预计公司业绩拐点有望发生在2022年Q4前后。
- ▶ **中期：新产能按部就班落地，为公司未来业绩增长奠定基础。** 公司微生物油脂扩建二期工程项目发酵车间已于3月完成封顶，预计12月全部完成建设。其中，多不饱和脂肪酸油脂微胶囊生产线扩建项目已于2022年上半年率先完成建设。整体扩建项目达产后，公司将具有ARA产能570吨/年、藻油DHA产能555吨/年；此外，公司计划将SA产能于2022年上半年扩产到30吨，并根据市场需求逐步扩产到50吨。
- ▶ **长期：1) 产品扩品类、增功效，为公司打开更大市场储备弹药。** 公司于22年5月扩充了Omega-3产品线，在原本的藻油来源的DHA产品上，进一步推出了鱼油来源的产品系列，包括DHA、EPA两种。公司力争2022年该系列产品销售过亿；公司SA于5月扩大使用目的在国家药监局备案成功，由原来的单一使用目的“保湿剂”，功效增加为“抗皱剂，皮肤保护剂，保湿剂，抗氧化剂”；2) **基于合成生物学，进一步夯实公司在人类营养、动物营养和个人护理及化妆品的地位。** 公司于2021年完成了合成生物学研究室的建设，搭建了生物信息学分析技术平台，并启动一批具有技术前瞻性和市场潜力研究项目。此外，公司正基于合成生物学平台积极开发人乳低聚糖（HMOs）、OPO结构脂及类胡萝卜素系列（番茄红素、虾青素）等新产品的研发工作，扩充整个产品线和产业链，为其新产品拓展开发提供有力支撑。

盈利预测：预计2022-24年，公司实现营收4.53/6.06/8.67亿元，同比增长28.89%/33.81%/43.24%；净利润1.35/1.95/3.16亿元，同比增长5.12%/44%/62.12%。**风险提示见文末。**

图：嘉必优营收&同比增速（亿元，%）



图：嘉必优归母净利润&同比增速（亿元，%）



2.2. 生物经济标的的同源异曲，22下半年各有看点：

2.2.4. 中粮科技：我国粮食深加工龙头，向生物经济综合性企业稳步迈进

核心推荐逻辑：紧抓生物经济时代大势，生物基产品结构升级进行时

公司拥有700万吨以玉米为主的可再生原料深加工能力，目前产品覆盖生物经济多个领域，立足生物科技前景广阔。包括：
1) 生物质能源：以燃料乙醇为主；2) 新型发酵产品：以淀粉&淀粉糖为主的生物基食品原料及配料，如“小特新”糖浆，以及正在推进阿洛酮糖等代糖的产业化；3) 生物基可降解材料：聚乳酸（PLA）及其核心原料丙交酯；4) 合成生物：聚羟基脂肪酸酯（PHA）。

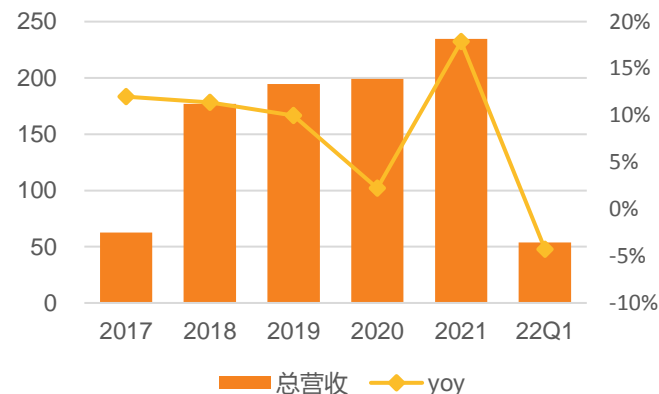
➤ **短期：2022年业绩稳步增长：1) 燃料乙醇为公司第一大业绩贡献主力。**公司是我国燃料乙醇绝对龙头，拥有135万吨乙醇产能，国内市占率超40%。由于2022上半年原油价格处于高位，燃料乙醇产品销价随之提高，公司业绩随之受益；
2) **柠檬酸出口价格持续上涨**，因国际工厂停产限产，叠加国际海运运力紧张。公司拥有国内外合计产能16万吨，有望为公司业绩做出贡献；
3) **公司在以合成生物为基础的生物基可降解材料上再进一步。**公司年产1000吨PHA装置已于2022年6月在子公司中粮榆树一次性投料试车成功，是目前国内首条全自动化和高标准化的全流程生产装置。此条中试线将为进一步编制万吨级PHA生产线工艺包继续服务，加快推进扩产，抢占全球PHA市场先机。

➤ **中期：丙交酯预计2023年年底投产，打通公司聚乳酸全产业链，成为我国聚乳酸产业领军企业。**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投产后，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。

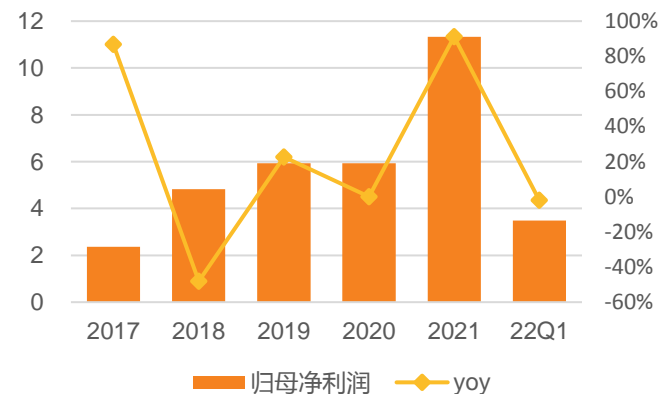
➤ **长期：公司产品全部为生物基，正逐步从粮食初加工走向以粮食和非粮为原料、跨越多个生物经济细分赛道的综合性企业。**2022年5月发改委发布《“十四五”生物经济发展规划》，明确重点发展领域之一就是顺应“追求产能能效”转向“坚持生态优先”的新趋势，发展面向绿色低碳的生物质替代应用，满足人民群众对生产方式更可持续的新期待。其中指明要“重点围绕生物基材料、新型发酵产品、生物质能”等方向。并提及要加快提升生物技术创新能力，推动“合成生物学”技术创新。**中粮科技是A股中少见的同时拥有此三类业务及合成生物学技术的公司，并且都拥有从原料到成品的全产业链布局。**我们认为公司在全球加速实现“双碳”大背景下有望迎来跨越式发展。

风险提示见文末。

图：中粮科技营收&同比增速（亿元，%）



图：中粮科技归母净利润&同比增速（亿元，%）



2.2. 生物经济标的同源异曲，22下半年各有看点：

2.2.5. 莱茵生物：替糖行业隐形冠军，战略布局CBD打造第二增长极！

核心推荐逻辑：主业天然甜味剂业务步入快速增长期，CBD第二成长曲线打开局面

公司深耕植物提取领域20余年，为业内唯一国家级专精特新小巨人企业，国内植物提取行业首家上市公司。公司于2000年11月成立，主营天然植物提取业务，主要产品包括天然甜味剂（甜叶菊提取物、罗汉果提取物等）、茶叶提取物、工业大麻提取物、其他保健护肤类提取物（红景天提取物、积雪草提取物等），产品广泛应用于食品饮料（甜味剂、风味剂）、保健品、美妆、医药等领域。22H1公司预计实现归母净利润1.19-1.49亿元，同比增长100%-150%，预计植物提取业务营收同比增长约40%，净利润同比增长约200%。

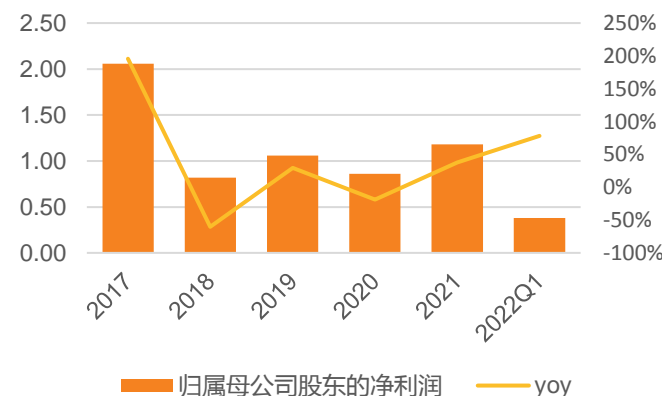
- 1) **替糖行业隐形冠军，持续获海外食品巨头大订单，国内市场开拓成效显著！**近年海外巨头加速天然甜味剂业务布局，行业集中度持续提升，公司天然甜味剂主要产品包括甜叶菊提取物、罗汉果提取物等，已与可口可乐、百事等众多国际知名客户建立合作关系；国内市场方面，公司依托上海亚太营销中心及桂林销售部，已与众多国内知名食品饮料品牌达成合作，共同推出减糖、无糖产品，新与湖南子承生物科技有限公司（原太子奶团队）签订天然甜味剂产品技术开发及独家供应合作协议，三年累计目标采购金额不低于1亿元人民币，国内市场开拓成效显著。2018年公司与**美国最大香精香料公司芬美意签订累计目标收入4亿美元的独家分销合同，战略绑定大客户**；同时公司于2021年筹划非公开发行项目，预计新增甜叶菊提取物年产量4000吨，产能持续扩张，后续有望受益于规模效应显现，盈利能力快速提升。
- 2) **建立全球最大工业大麻提取工厂，享受行业快速增长红利！**公司于2019年正式布局工业大麻，累计投资约8000万美元建设“工业大麻提取项目”，已于6月28日正式量产，为目前全球最大工业大麻提取工厂，实现自动化提取生产，被印第安纳州政府列为示范项目，**项目毛利率可达50%**。同时公司美国子公司Hemprise已设立工业大麻研发中心，积极开展工业大麻相关产品的工艺、应用与配方研发，为客户提供更多应用解决方案，持续保持产品竞争优势和增强客户粘性。政策方面，4月1日美国众议院第二次通过联邦医用大麻合法化法案（MORE Act）；同时参议院联邦合法化法案（CAOA）最晚于8月底前提交，此前众议院和参议院又以绝对优势分别通过《医用大麻研究法案》以及《大麻二酚和大麻研究扩展法案》，鼓励FDA开发医用大麻衍生药物，标志着美国对于其药用价值的进一步肯定，**联邦层面医用大麻合法化加速推进**。订单方面，公司已与一家全球工业大麻主流企业签订《受托加工意向协议》，后续预计还有更多订单意向。我们认为，未来公司有望复用其在植物提取领域打造的渠道、客户、品牌优势，快速打开CBD国际市场，享受行业快速增长红利。

风险提示见文末。

图：莱茵生物营收&同比增速（亿元，%）



图：莱茵生物归母净利润&同比增速（亿元，%）





The background image shows a close-up of a silver fountain pen lying diagonally across a financial newspaper. The newspaper features several line charts and index names. Visible text includes 'Straits Times Singapore', 'BSE Sensex India', and 'Shenzhen Component'. A large orange semi-transparent box is overlaid on the bottom half of the image, containing white text.

3. 智能驾驶板块

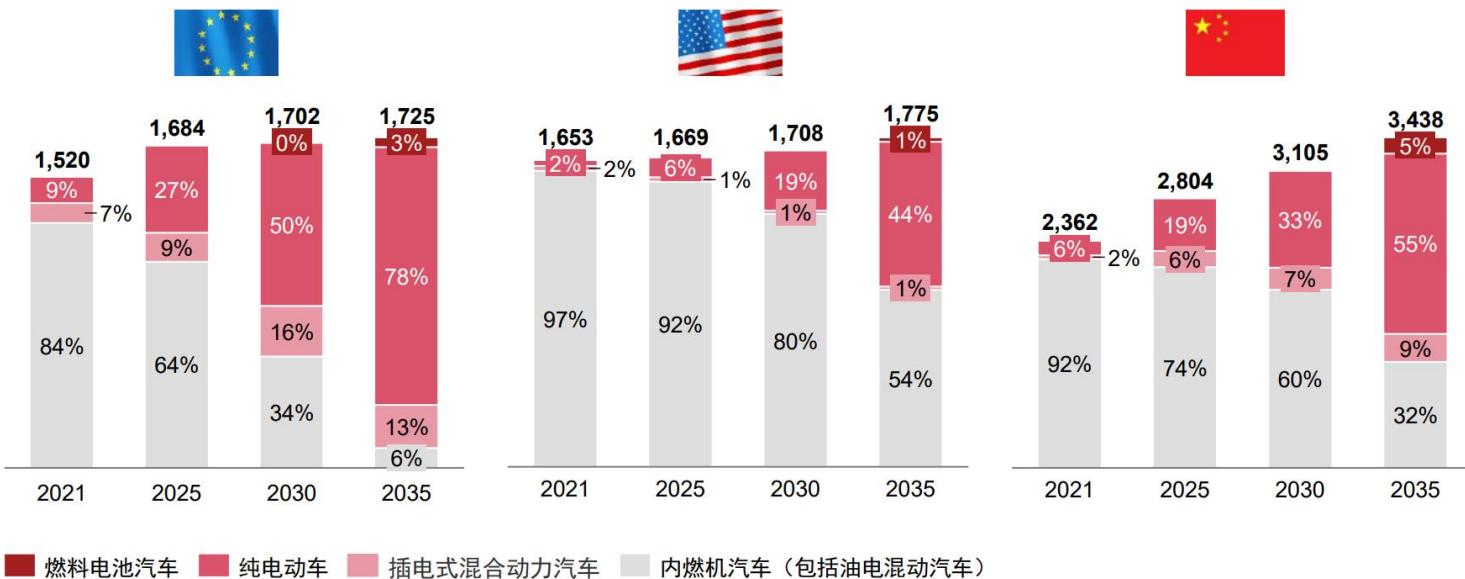
All In 智能化时刻来临，继续推荐智能驾驶产业链！

3.1. 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。据普华永道数据，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。

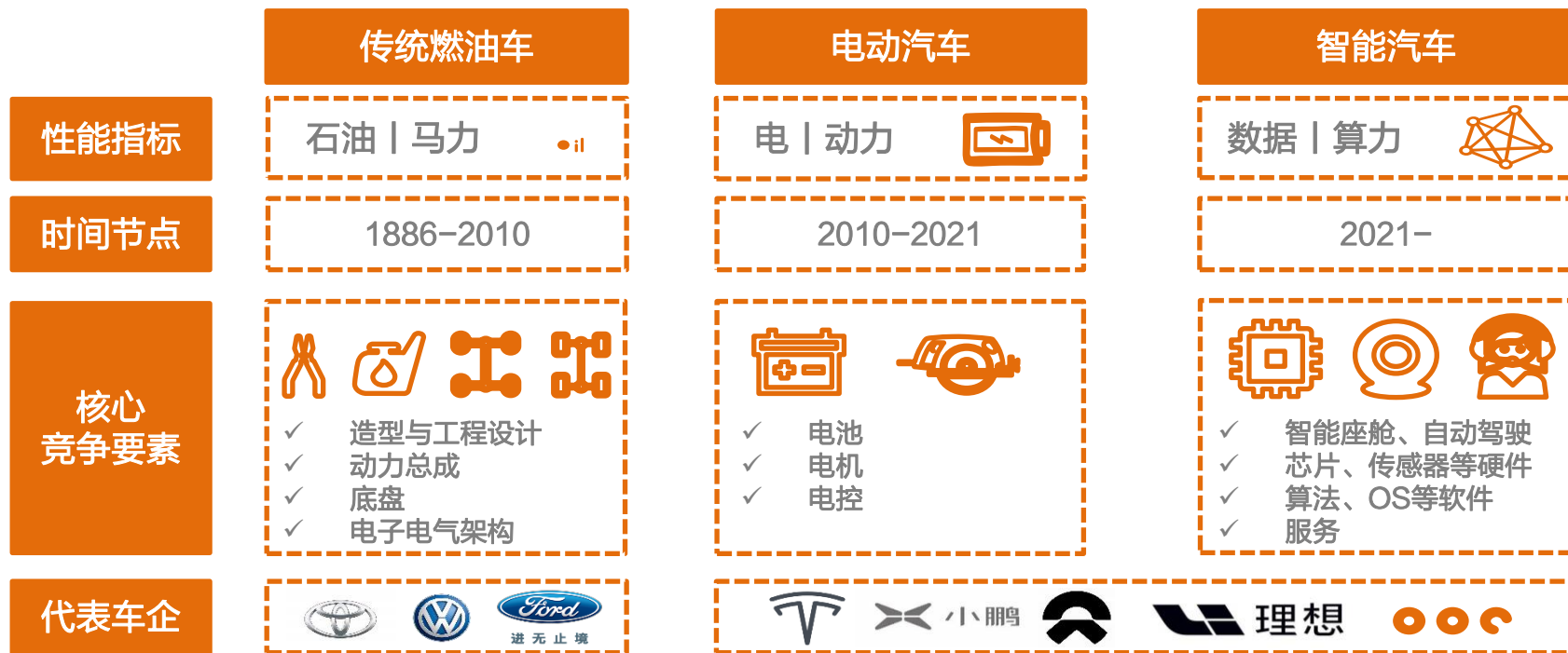
主机厂	“碳中和”目标
戴姆勒	“在未来20年建立一支碳中和的新汽车车队”
沃尔沃	在2040年之前，将公司发展成为全球气候零负荷标杆企业
丰田	2050年全球工厂实现二氧化碳零排放
日产	2050年车辆生命周期碳中和
长城汽车	2023年，实现首个零碳工厂，建立汽车产业链条的循环再生体系； 2025年，长城汽车推出50余款新能源车型（占全部车型比重达到80%）； 2045年，全面实现碳中和。

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）



3.2. 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。



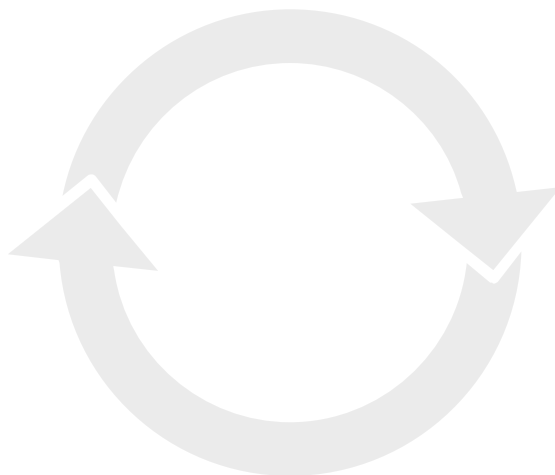
3.3. 域控 + SOA+ 商业模式变革+ 主机厂组织架构变革 = 智能汽车！



- 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。

3.4. 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

主机厂
加码智能化

All In 智能化

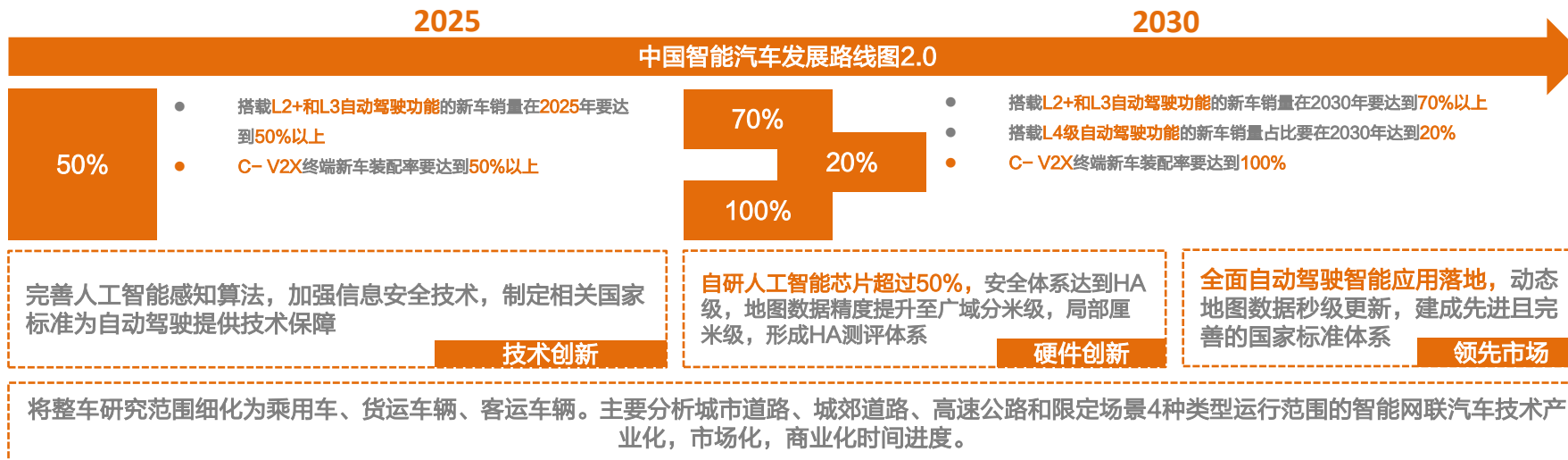
缺芯缓解

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

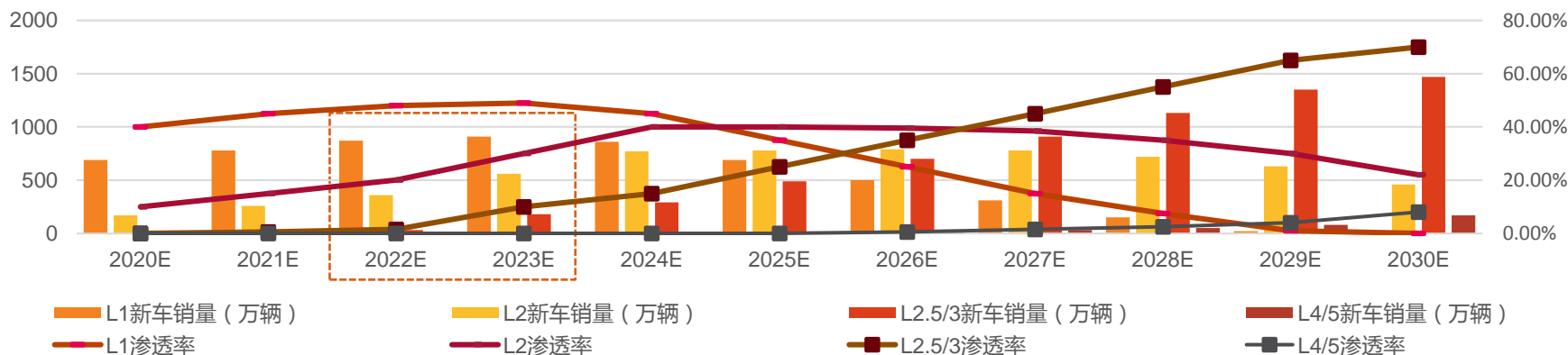
主机厂加码 + 政策助力 + 缺芯缓解 = All In 智能化时刻来临

3.5. 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



3.6. 2022H2聚焦 “智能驾驶” 主题

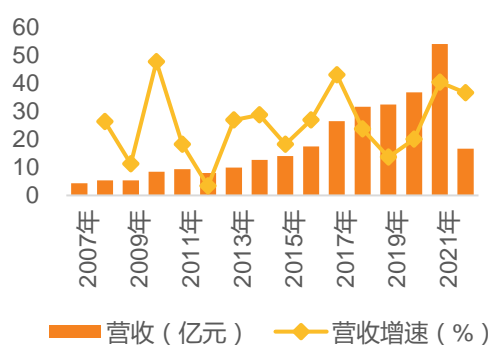
3.6.1. 智能驾驶之双环传动——齿轮行业重塑者，智能汽车时代全球供应商龙头！

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龙头。
- **盈利预测&投资建议：**作为我国高精密齿轮制造龙头，公司具备全球领先的设备、工艺水平以及自主设计开发能力，同时手握全球第一梯队客户资源。随着下游乘用车的复苏，商用车以及工程机械用车市场的持续高景气度，叠加新能源车等新增市场的快速增长，公司充足的产能储备与下游龙头客户的强强联合有望享受戴维斯双击，市场份额预计得到显著提升。我们预计公司 22/23/24 年 69.81/86.47/104.25 亿元，净利润 5.7/8.4/11.2 亿元，对应 PE 24.3/16.5/12.3x，维持“买入”评级。风险提示见文末。

图：近年来双环收入稳定增长



图：公司近年来利润情况



3.6. 2022H2聚焦 “智能驾驶” 主题

3.6.2. 智能驾驶之万里扬——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25日,公司发布公告拟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1000MW,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。

盈利预测&投资建议: 预计2022-2024年,公司实现营收69.9/79.8/90.5亿元,净利润为6.1/7.3/8.9亿元,维持“买入”评级。风险提示见文末。

3.6. 2022H2聚焦 “智能驾驶” 主题

3.6.3. 智能驾驶之好利科技——聘请院士团队+股权激励绑定核心骨干，曲速GPU及ADAS未来可期！

➢ 聘请何积丰院士作为合肥曲速技委会主任，强化GPU及ADAS软件能力

6月30日，公司公告拟控股子公司合肥曲速正式聘请何积丰院士担任其技术委员会主任，负责合肥曲速及下属公司科技发展规划、技术创新计划和科技人才培养等工作。何积丰院士是中科院院士，可信计算专家，国家可信嵌入式软件工程技术研究中心首席科学家，中科院信息学部常委会副主任，华东师大终身教授，上海人工智能安全专委会主任，是计算机软件理论及应用研究方面的领军人；何院士曾荣获国家自然科学二等奖、何梁何利基金科学与技术进步奖等，长期从事计算机软件理论及应用研究，是程序统一理论创立者、数据精化完备理论奠基者、可信软件设计理论与技术开拓者。此外在硬件方面，曲速CTO孟海波博士是中科院计算机体系结构博士，芯片架构设计专家，在中国科学院主持和参与多种芯片的设计工作，具备较强的芯片技术开发和设计能力。我们认为何院士的加入将强化合肥曲速软件能力，有利于推动公司在GPU、ADAS领域的创新与发展。

➢ 股权激励绑定核心技术骨干，明确融资、估值目标锚定高质量发展

6月30日，公司出台关于合肥曲速的激励计划，激励对象为合肥曲速管理团队核心成员，包括公司董事、高管及核心技术（业务）骨干。本次用于激励的股权来源于合肥曲速现有股东好利科技及浙江曲速所持有的合肥曲速股权，激励数量为不超过双方所持有的合肥曲速股权的40%。本次激励授予条件为合肥曲速未来三年累计融资及估值情况，如果三年内合肥曲速累计实现融资不低于12亿元，且以投前估值超过60/120亿元的价格完成的融资金额不低于9亿元，则合肥曲速现有股东（不包括未来新增融资方）将按届时持有的股权数量，将各自对应所持合肥曲速股权数量的30%/40%作为激励标的转让给合肥曲速管理团队。我们认为此次股权激励计划推出有助于绑定合肥曲速核心技术（业务）骨干，且明确未来三年合肥曲速融资与估值目标，充分彰显公司在GPU及ADAS双黄金赛道发展的信心。

➢ 熔断器业务全面驶入快车道，曲速GPU及ADAS芯片未来可期

好利科技深耕电路安全保护三十载，熔断器产品线丰富、认证齐全、客户认可度高。在“双碳”背景下，下游风光储及EV领域景气度高企，公司电力熔断器产品高速增长，据公司披露，截至2022年2月公司电力领域订单同比增长近7倍。此外，公司引入全新管理层团队并制定XYZ轴发展战略，2021年与合肥产业引导基金等共同设立私募投资基金专项投资上海超硅。本次拟控股子公司合肥曲速引入院士团队，并通过股权激励绑定核心骨干，其GPU及ADAS芯片未来可期。

盈利预测&投资建议：我们暂不考虑合肥曲速并表情况，维持公司2022-2024归母净利润预测0.50/0.91/1.23亿元，同比增长107.5%/81.4%/35.0%，维持“增持”评级。**风险提示** 详见文末。

3.6. 2022H2聚焦 “智能驾驶” 主题

3.6.4. 智能驾驶之箩筐技术——高精度地图服务领导者，智能驾驶业务渐入佳境！

➤ 位置数据先行者，高精度地图领先企业

箩筐技术是全球领先的时空智能大数据服务公司，中国领先的位置数据及行业应用解决方案提供商，中国领先的高精度地图服务商。公司于2018年8月收购超擎控股公司，获得其全球首创的时空索引技术，一跃成为全球领先的图形数据处理技术公司；2019年11月，获得吉利4,250万美元战略投资；2021年3月，公司完成收购易图通，获得甲级导航电子地图（高精地图）制作资质，成为中国高精度地图市场头部服务商。至此，公司依托超擎的时空云索引技术与易图通的高精度地图技术，构建起城市级和行业级全息时空数字孪生系统，积极服务于智慧交通（自动驾驶、智慧公路、车路协同）、自然资源资产管理（碳中和及环境保护等遥感数据服务）、LBS 智慧行业应用等领域。

➤ 精度地图是感知层重要一环，高阶智能驾驶时代不可或缺

高精度地图在单车智能与车路协同路线中均扮演重要角色，且根据德勤分析预测，高精度地图在两条技术路径中均占据产业链价值量顶端。具体来看，高精地图是自动驾驶感知层核心部分，可弥补普通传感器的性能边界、提供重要先验信息，助力单车智能落地；同时，车路协同技术的发展亦离不开高精度地图的助力。然而高精度地图行业尚存在无统一行业标准、成本高企与盈利能力存疑等问题，我们认为随着国内高精地图标准进入报批阶段且众包地图降本的效果较为显著，再叠加图商角色加速从交付向服务演变，高精度地图行业拐点有望加速来临。根据我们测算，2025年国内高精地图市场规模有望增长至152.4亿元。根据IDC数据，2020年国内市场份额前四的高精地图厂商分别为百度、四维图新、易图通、高德。

➤ 箩筐与易图通共振，平台型高精度地图服务商呼之欲出

数据闭环+成本优势+中立地位+外延并购巩固平台优势，构筑箩筐核心壁垒。数据方面，公司立足高精度地图数据与服务，旨在打通车端与路端数据闭环。在车端，箩筐延续易图通头部图商优势，拓展对OEM、Tier1厂商在自动驾驶领域的服务；在路端，积极推进基于箩筐时空数字底座的智慧公路服务，公司打造的中国新一代智慧交通示范工程项目“昌九高速”，充分体现公司在智慧公路领域的技术优势。**成本方面**，公司采用专业采集与众包结合的方式降本增效，同时保证地图质量与鲜度。客户方面，公司作为BAT图商体系之外中立的图商，坚持“合作，开放，共享”的理念，赢得广泛的合作，合作伙伴包括微软、Continental、Bosch、Zenseact、亚创、福瑞泰克等国内外知名企业。此外，公司相继完成收购超擎、布本智能、易图通、泓达九通等企业，向平台型智能驾驶企业进发。

盈利预测&投资建议：公司LBS业务恢复强劲，智能驾驶与遥感业务逐渐迎来收获期。我们看好公司将全面驶入快车道并迎来价值重估，预计2022-2024年公司营业收入分别为2.21/3.28/4.36亿美元，归母净利润-2,670/420/4,130万美元。我们给予公司2023年2.1倍P/S，对应目标价1.8美元，目标市值6.8亿美元，给予“买入”评级。**风险提示见文末。**

3.6. 2022H2聚焦 “智能驾驶” 主题

3.6.5. 全球智能驾驶产业链

- 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、ADAS芯片、域控制器、存储芯片、高精度地图**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**。





4. 博彩板块

新博彩法获立法会通过，看好疫情好转需求复苏

4.1. 澳门新博彩法获立法会通过，静待下半年牌照竞投

2022年6月21日，澳门立法会就《修改第 16/2001 号法律〈娱乐场幸运博彩经营法律制度〉》法案进行细则性讨论并获表决通过，新博彩法将自翌日起生效，牌照竞投工作有望于下半年展开及完成，核心要点如下：

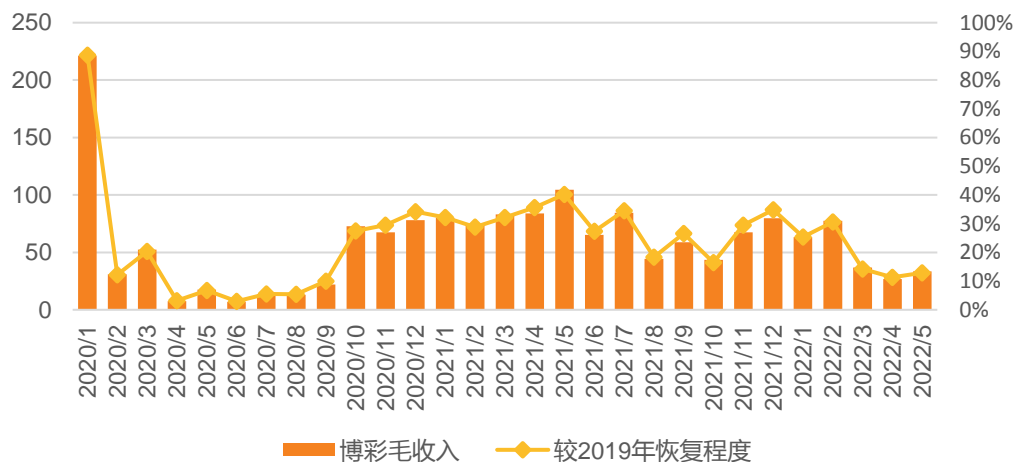
- **牌照方面**，批给数量由原来的至多3个增加至至多6个，并明文禁止转批给；批给期限由不得多于20年减少至不得多于10年，例外情况下最多可延长3年，但总期限不超过13年。6月23日，澳门特区政府已批准6家博企的娱乐场幸运博彩经营期限延长至2022年12月31日的申请，各博企需要额外一次性向澳门特区政府支出4700万澳门元，同时还将于签署合同起3个月内为员工设立劳动债权担保金，为员工提供保障。
- **经营效率方面**，政府设定每张博彩桌和博彩机的每年毛收入下限，如承批公司实际毛收入未能达到该下限，承批公司须向政府缴纳特别溢价金，其金额相当于按实际毛收入与该下限金额所计算的幸运博彩特别税差额。若博彩桌及博彩机的实际毛收入连续两年未达到该下限，有可能减少博企获批的博彩桌或博彩机的数量。我们认为，在博彩桌增速受限的背景下，新博彩法将单博彩桌盈利能力列为重要考核指标，有利于澳门政府确立每年博彩税收下限，进一步控制市场风险，支持澳门博彩业健康可持续发展。
- **卫星娱乐场方面**，取消卫星娱乐场博彩区域须设于承批公司物业内的规定，在三年过渡期内可按现有方式经营，但过渡期后须按新博彩法规定以第三方“管理公司”模式经营，并只收取管理费。我们认为，澳门政府或处于维护社会秩序以及降低失业率做出此决定（疫情前2019年澳门文娱博彩及其他服务业就业人数为8.7万人，占全部就业人口31%）。
- **中介人方面**，每一博彩中介仅可为一间承批公司提供服务，并仅可收取佣金。
- **博彩税率方面**，鼓励博企开拓国际市场，或适度降低博彩税。新博彩法中澳门博彩税率由此前的39%（35+4%）小幅上调至约40%（35+5%），其中的5%是用作社会保障事业的特别拨款（包括3%用以发展城市建设、推广旅游以及注资到社保中；2%予以澳门社会公共基金会），现常委会建议为支持博企拓展海外客源，或将此部分的税项减免。

综上，我们认为，新博彩法重点在于完善监管，使澳门博彩业可充分发挥联动效应，带动澳门经济多元可持续发展，有望进一步提升行业集中度，利好优质行业龙头，尤其以中场业务为主，并且积极拓展非博彩业务，践行琴澳一体化的博企或于后续博彩牌照竞投以及赌桌分配中占据优势。

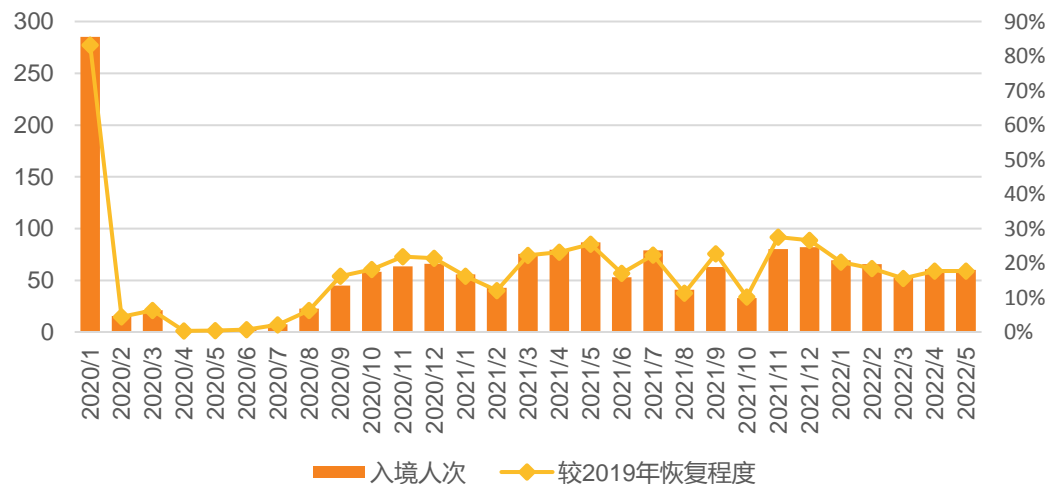
4.2. 22H1疫情反复使澳门博彩业恢复速度放缓，看好疫后需求端回弹

- 整体来看，2021年澳门幸运博彩毛收入为868.63亿澳门元，恢复至19年的30%，入境旅客约771万人次，恢复至2019年的20%，我们认为，2021年赴澳门旅客恢复程度低于博彩毛收入恢复程度，表明疫后赴澳旅客博彩消费意愿较强，待后续疫情好转，博彩毛收入恢复弹性较大。2022年1-5月受国内疫情反复影响，恢复程度有所放缓，共实现博彩毛收入237.93亿元，仅恢复至2019年的19%左右，较2021年下降44%。我们认为，短期来看，澳门地区疫情反复，从中国澳门的入境政策开始收紧，核酸检测由以前7天有效期缩减至24小时，珠海对所有澳门入境人员亦实施“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”措施，或使前往中国澳门的旅客数量呈现下降趋势，中期来看待疫情得到有效管控，内地赴澳门机器签证重启以及港澳恢复通关有望成为客流催化剂。

图：澳门博彩月度毛收入以及较2019年恢复程度（亿澳门元，%）



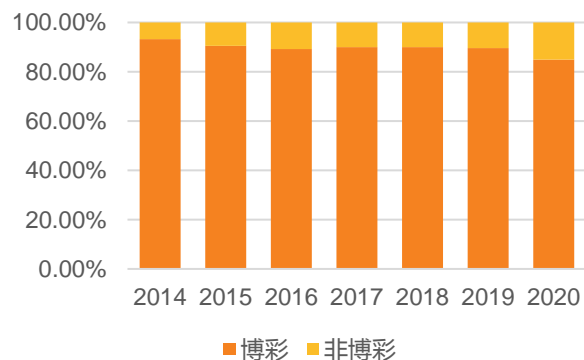
图：澳门月度入境人次以及较2019年恢复程度（万人，%）



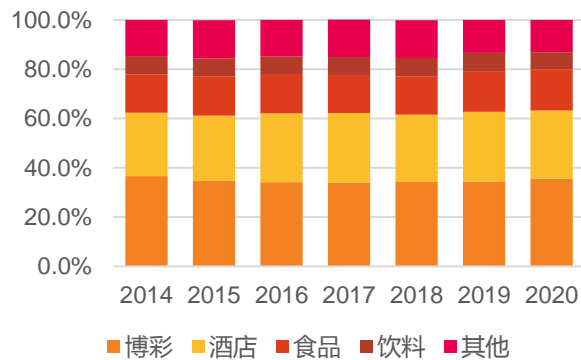
4.3. 中场及非博彩业务成为博企发展主要方向，中介贵宾业务或进一步受限

- ▶ 非博彩业务于博企营收中占比持续提升，对标拉斯维加斯成长空间广阔。2020年澳门博企非博彩业务收入占比为14.96%，拉斯维加斯则为64.5%，收入结构存在较大差异。近年澳门各博企加大非博彩业务投入，包括会展、餐饮、购物等，2020年6家博彩企业总收入为701.7亿澳门元，其中85.04%来自博彩业务，约596.78亿澳门元，14.96%来自非博彩业务，约104.96亿澳门元，同比增长4.59pct。非博彩业务中零售及场地租赁收入占比最大，达40.14%，其次为客房、餐饮，分别占比32.89%，22.49%。我们认为，一方面新博彩法支持博彩业充分发挥联动效应，使澳门经济多元发展，另一方面，非博彩业务的积极建设有望带动中场客流量增加，成为各博企未来发展主要方向之一。
- ▶ 中场业务成为未来博彩收入增长主力。分板块来看，2022Q1澳门中场业务实现收入112.75亿澳门元，同比下降11%，占比自2017Q1的36%提升至63%，贵宾业务实现收入48.39亿澳门元，同比降低47%，占比自2017Q1的56%下降至27%，角子机实现收入11.03亿澳门元，同比下降4%，近年占比相对保持平稳。我们认为，受制于博彩法对中介人的管制，未来贵宾业务或进一步受限，中场有望成为博彩收入增长的主要驱动力，客流量或成为重要参考指标。

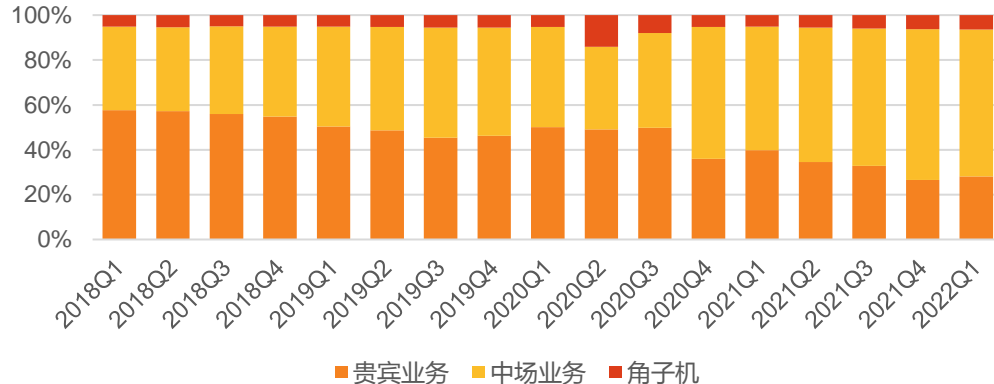
图：澳门博企历年博彩与非博彩业务收入占比（%）



图：拉斯维加斯博企历年收入结构（%）



图：澳门博彩业务分板块营收占比（%）

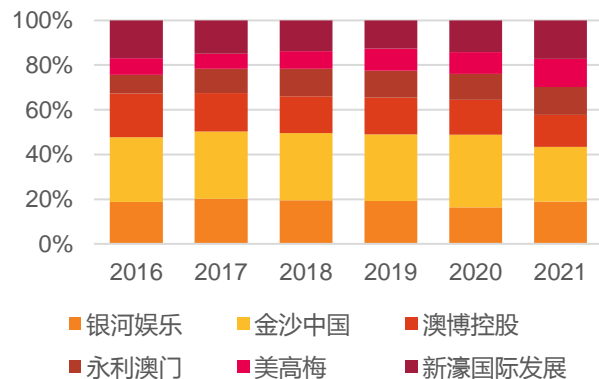


4.4.投资建议与推荐标的

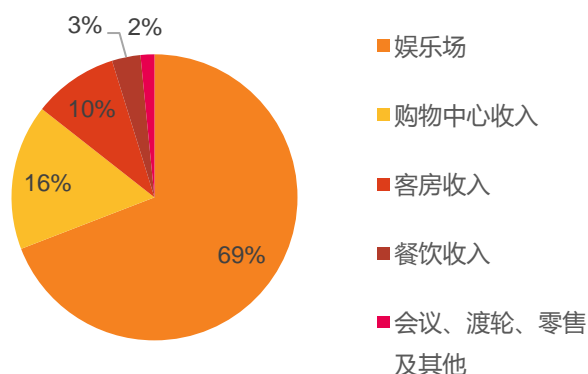
4.4.1.金沙中国-中场及非博彩业务龙头，澳门伦敦人扩建成新业绩增长驱动力

- **于澳门经营规模最大的综合度假村：**公司隶属于拉斯维加斯金沙集团股份有限公司（LVS），于2009年11月30日在香港交易所上市。截至2022Q1，LVS共拥有公司已发行股本约70%权益。公司旗下共拥有澳门金沙、澳门威尼斯人、澳门百利宫、澳门巴黎人与澳门伦敦人五大旗舰物业项目。2021年公司实现净收益总额28.74亿美元，同比增长70.4%，恢复至2019年的33%，实现经调整EBITDA 3.41亿美元，经调整EBITDA利润率为11.9%。
- **中场市占率稳居第一，专注直接市场推广，整体利润率位于行业前列：**公司业务战略一直为专注利润较高的中场博彩业务，其毛利率一般为贵宾客户的4倍；同时公司专注于直接市场推广，其较公司一般贵宾客户毛利高出约1至1.5倍。2021年公司中场业务实现收入18.63亿美元，同比增长69%，于博彩业务收入占比达74%，2016-2020年公司于澳门整体中场业务市占率维持在30%左右，2021年市占率为24.4%，维持行业第一位；利润率方面，公司整体EBITDA利润率较高，2017-2019年均维持在32%以上，2020年受疫情影响有所下滑，2021年EBITDA利润率恢复至8.14%，仍位于行业前列。**客房数量行业第一，非博彩业务营收为六家博企之首：**2021年公司非博彩业务共实现收入8.87亿美元，为六家博企之首，于总净收益中占比31%。同时公司客房数量行业第一，截至2021年底共有酒店客房及套房12373间，占比达45.3%。**旗下物业位置优越，澳门伦敦人扩建成新业绩增长驱动力。**澳门伦敦人为公司于路氹最大型的综合度假村，由原金沙城中心翻新、扩建而成，为公司旗下客房数量最多的物业，剩余设施将于2022年底前竣工。

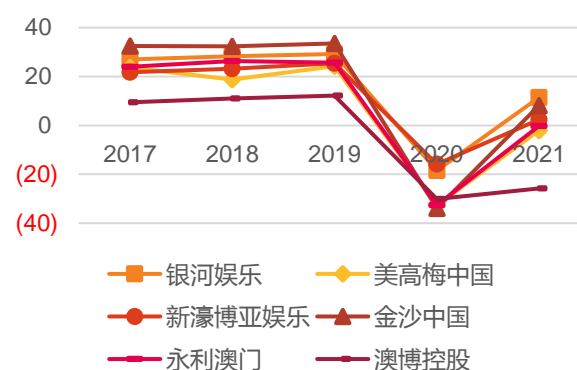
图：各博企历年中场业务市占率（%）



图：2021公司各业务收入占比（%）



图：各公司EBITDA利润率对比（%）

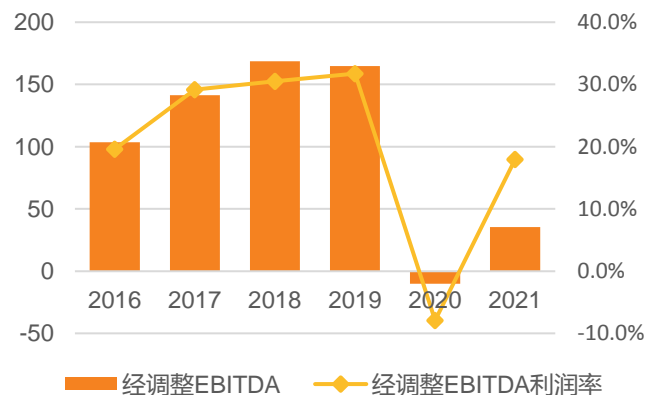


4.4.投资建议与推荐标的

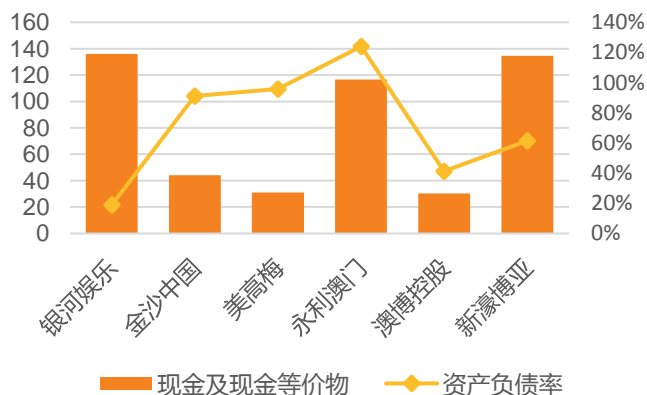
4.4.2.银河娱乐—综合优势凸显，广泛业务布局打开长期成长空间

- **全球领先的度假城、酒店及博彩企业。**近年公司盈利能力稳步提升，疫情前2019年实现经调整EBITDA 164.79亿港元，经调整EBITDA利润率为32%，疫后旅游限制放宽业绩快速回弹，2021年博彩业务实现净收入140.1亿港元，同比增长63.6%，占比71.13%，非博彩业务实现收入26.63亿港元，同比增长69.5%，占比13.52%，经调整EBITDA利润率恢复至18%，同时**公司现金流充裕，为六家博企最高，风险承受能力较强。**
- **单赌桌盈利能力位于行业前列，直接贵宾及高端中场业务极具发展潜力。**公司贵宾业务根基稳固，2021年单赌桌毛收入为162.68万美元/张，位于行业前列，**截至2021，公司贵宾业务市场份额排名第一，占比28%**，我们认为，公司贵宾业务积累大量优质客户资源，同时旅客接待能力强，未来虽中介贵宾业务会由于中介人管制有一定下滑，但客户有望转移至利润率更高的直接贵宾或高端中场，进一步提升公司盈利能力。**中场业务市占率行业领先，积极开拓国际市场。**疫情前公司中场业务营收持续增长，2019年实现收入292.6亿港元，营收占比49.3%；同时公司**中场业务市占率行业领先，仅次于金沙中国，2021占比19%**。公司新扩建的路氹第三及四期将聚焦于非博彩业务，有望带动中场客流增加，同时公司积极拓展国际市场。**后备土地行业第一，充分受益横琴项目扩建带动非博彩业务发展。**公司于横琴投资100亿元人民币发展世界级度假胜地，该地面积达2.7平方公里，且沿海拥有2.5公里海岸线，随着澳门轻轨延伸横琴线项目于2024年完工，公司于横琴的项目扩建有望大幅带动公司非博彩项目发展；同时澳门土地资源紧缺，**公司后备土地面积行业第一**，其于非博彩项目的投资以及规划有望使其在后续赌牌竞投中占据竞争优势。

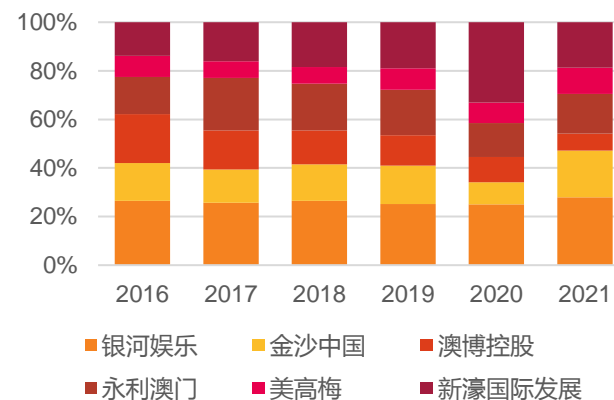
图：历年经调整EBITDA以及利润率（亿港元，%）



图：2021年澳门各博企现金及资产负债率对比（亿港元，%）



图：各博企历年贵宾业务市占率（%）



5. 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。
- **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。
- **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。
- **疫情反复风险。**全球疫情尚未完全可控，如果病毒再次蔓延，有可能使澳门出入境管理趋严，赌场面临再次关闭风险，对博彩公司业绩带来影响。
- **竞争加剧风险。**海外博彩市场以及大型度假村发展迅速，澳门博彩业面临竞争加剧风险。
- **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。
- **新业务扩张不及预期风险。**公司扩建项目仍未完成，项目落地过程中存在经营建设不及预期风险。

5. 风险提示

北清环能：

- 餐厨项目进展不及预期的风险。**公司未来主要业绩增量将由餐厨废油脂产能不断释放来贡献。若目前在手项目建设、投产、运营等任何阶段不及预期，将对公司业绩造成影响。
- 环保产业政策和地方补贴变化的风险。**近年来，随着我国城镇化水平提高、城乡居民基数增长，环保产业日益受到重视。环保行业得到国家相关部门和地方政府的大力支持。除政策推动外，地方政府在垃圾处置及资源利用方面给予了一定的财政补贴。但如果未来行业政策或者地方补贴发生变化，则会给公司的未来经营产生不利影响。
- 与子公司新城热力相关的风险：**供暖收费价格、热源价格变动风险、供热经营权被调整或终止的风险、商誉减值风险。
- 产能扩张不及预期。**公司自2020年后业绩增长主力为餐厨产业链的布局推进和UCO产能的释放，若产能扩张未按计划进行，则或将影响公司业绩。

嘉必优：

- 食品安全及产品质量控制风险。**
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

卓越新能：

- 国内外减碳政策落实进展不达预期。**公司长期可持续发展与国内外减碳政策落实进展息息相关。
- 原材料采购风险。**废弃油脂（主要指地沟油、酸化油和泔水油）价格波动是影响公司生产成本的主要因素，其收购涉及原料收集、加工、运输等多个环节，同时也会受到原油、植物油大宗商品价格、回流其它领域等的影响，因而影响因素较多，存在价格风险。同时，废弃油脂的收集以个人经营者为主，存在的经营灵活、分散的行业特点。
- 出口业务变动&生物柴油价格波动风险。**公司出口业务占比较高，若生物柴油出口价格波动大、公司产品不能持续满足欧盟要求或主要出口业务资质的续期、欧盟国家的贸易政策变化，都将会对公司短期内的盈利产生不利影响和风险。
- 核心技术和管理人员储备供应不足风险。**随着公司生产规模的进一步扩大，未来项目的建成投产以及市场推广，公司面临技术和管理岗位人员储备供应不足的风险。
- 环保及安全生产的风险。**生物柴油闪点高于化石柴油，不属于危险化学品，但生产所需的小部分原辅材料具有易燃、腐蚀性的物理化学性质。未来可能存在生产设备出现故障，或者危险材料和设备使用不当，导致火灾、危险物泄漏等意外事故，公司将面临员工伤亡、财产损失、甚至产线停工等风险，并可能受到相关部门的行政处罚，将对公司的生产经营带来一定的不利影响。
- 产能释放节奏不及预期。**高速增长的生产能是公司业绩高增长的支撑，若项目投产节奏受到影响，则将使公司业绩增长速度放缓。
- 公司流通市值较小风险。**

中粮科技：

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。**

5. 风险提示

莱茵生物：

1. **宏观经济风险。**全球经济增长具有不确定性，公司业务面对国内外多个国家和地区，业绩受世界经济形势影响较大。
2. **技术风险。**天然提取物行业在新技术、新产品研发上存在更新换代快、投入高、知识产权保护难度大等特点，公司可能面临技术研发进度延期、技术失密及技术成果转化不力等风险。
3. **汇率波动风险。**海外市场仍为公司营业收入和利润的主要来源，汇率波动将对公司财务业绩产生影响。
4. **疫情风险。**公司业务和组织遍布海内外，疫情反复将导致宏观经济下行压力加剧，公司经营环境恶化，对公司业务发展、员工安全等造成干扰。

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。

好利科技：

1. **原材料价格大幅上涨。**公司主要原材料金属铜和锡的价格受国际金属市场价格波动影响，若公司主要原材料价格出现持续上涨，将对公司盈利能力带来不利影响。
2. **疫情持续超预期。**目前全球疫情防控形势尚不明朗，国内疫情偶有反复，若因疫情导致公司停工停产或下游行业需求下降，将对公司业绩造成不利影响。
3. **新客户开拓不及预期。**公司正不断与新能源汽车厂商开展合作，若新客户开拓不利，将影响公司业绩增速。
4. **宏观经济下行。**电路保护元器件行业受宏观经济的发展状况制约，如果国内外宏观经济环境恶化导致下游行业市场需求下降，将对公司收入产生不利影响。
5. **对外投资事项的进展及未来收益尚存在不确定性。**

箩筐技术：

1. **整合新收购公司不利。**收购是公司发展战略之一，如果未能有效整合被收购公司，公司的收益、收入增长和业务可能会受到负面影响。
2. **人才竞争激烈。**IT行业需要熟悉专业技能的员工，公司的运行在很大程度上取决于公司吸引、雇佣、培训和留住合格员工的能力。如果公司专业技能员工流失率大幅上升，可能降低公司的运营效率。
3. **疫情持续超预期。**目前全球疫情防控形势尚不明朗，国内疫情偶有反复，这些影响可能会限制公司执行业务计划的能力，并可能对公司的业务、财务状况和经营成果产生重大不利影响。
4. **技术更新迭代不及预期。**公司的成功运营依赖于不断加强现有技术、应用程序和平台的能力，如果公司无法充分响应服务或产品改进的需求，公司的业务、财务状况和经营成果可能会受到重大不利影响。
5. **主要客户流失。**公司前五大客户在2021年贡献了43.6%的销售额，若公司主要客户流失，将对公司的业务、财务状况和经营成果产生重大负面影响。
6. **测算具有一定主观性。**报告中对于市场规模和公司未来盈利等有较多假设，测算具有一定主观性，仅供参考。

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