

# 新兴产业

## 布局优质新兴赛道，聚焦专精特新“小巨人”！

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. “专精特新”板块：以专注铸专长，“小巨人”承载大创新

随着全球经济失衡和国际环境恶化，我国产业链、供应链、创新链安全受到严峻挑战，解决核心技术“卡脖子”问题成为构建新发展格局的重要任务，关键在于聚焦产业链关键环节“补短板”、“锻长板”。专精特新中小企业聚焦产业链某个环节，主动融入大企业技术、产品和服务的协作配套体系，可有效发挥补链固链强链作用。截至2022年11月20日，通过工信部复核认定并进入实际培育的“小巨人”企业8997家。专精特新“小巨人”企业是专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业，我们认为“小巨人”是资本市场应给予重点关注的优质创新企业。“专精特新”推荐之五大金股：1) 莱茵生物-替糖行业隐形冠军；2) 绿能慧充：国内直流充电桩及储能“小巨人”；3) 雷迪克-汽车轴承领域本土专家；4) 光洋股份-自主轴承龙头企业；5) 柯力传感：传感器行业隐形冠军。

### 2. “新型烟草”板块：海外市场重回高增长，国内静待需求复苏

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等品牌的电子烟产品上市销售。国内：需求端方兴未艾，监管落地加速供应端竞争格局优化中。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。2023年建议继续关注：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、中国波顿、集友股份、华宝国际、顺灏股份、东风股份。

### 3. “生物经济”板块：2022年谋篇布局，2023年疫后待飞

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，2023年各有看点：1) 嘉必优：国内外市场需求打开，2023年有望成为业绩高增长元年；2) 路德环境：双向赋能白酒与饲料行业，食饮糟渣资源化龙头崛起正当时；3) 海正生材：全球聚乳酸龙头产能扩张进行时，5年有望翻4倍；4) 中粮科技：背靠中粮集团的粮食深加工龙头，向生物科技创新型企业大步迈进；5) 山高环能：我国餐厨垃圾资源化龙头，2023年受益餐饮复苏开工率提升；6) 卓越新能：生物柴油行业淡季方显龙头实力，烃基生物柴油产能稳步推进。

#### 4. “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。2023年建议继续重点关注“智能驾驶”系列标的：奥比中光（国内3D视觉感知龙头，布局纯固态激光雷达有望后发先至！）【与电子组联合覆盖】、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】、蓝黛科技（动力传动、触控显示双主业协同，困境反转在即）、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】等智能驾驶产业链公司。

#### 5. “博彩”板块：新博彩法修订+经营牌照落地，看好疫后业绩修复弹性

2022年12月18日，6家博彩企业已分别与澳区政府正式订立博彩经营批给合同，赌牌发放、赌桌分配双落地。在此背景下，我们认为疫情防控措施调整优化是近期澳门博彩行业的主要催化因素；基于出入境管制趋于放宽的预期，以及赴澳旅行团恢复愈加明确，叠加开放电子签申请等多重利好因素，澳门入境游客数量有望继续回升，带动板块修复。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：**新型烟草政策变动风险，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；嘉必优、路德环境、海正生材、中粮科技、山高环能、卓越新能的相关风险；莱茵生物、绿能慧充、雷迪克、光洋股份、柯力传感、双环传动的相

# 目录

- 1、“专精特新”板块：以专注铸专长，“小巨人”承载大创新
- 2、新型烟草板块：海外市场重回高增长，国内静待需求复苏
- 3、生物经济板块：2022年谋篇布局，2023年疫后待飞
- 4、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
- 5、博彩板块：新博彩法修订+经营牌照落地，看好疫后业绩修复弹性
- 6、风险提示



1. “专精特新” 板块

以专注铸专长，“小巨人” 承载大创新

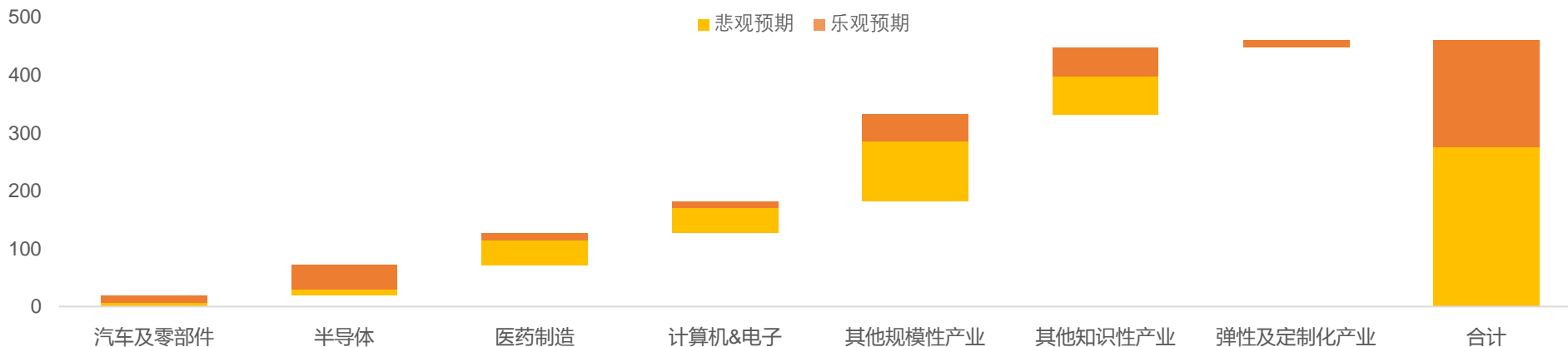
# 1.1.关注专精特新时代背景

## 发达国家重新定位制造业价值，国际制造业竞争由“单体竞争”转向“产业链竞争”

随着中国制造在全球化体系中的影响力提升，部分欧美发达国家已经开始重新审视制造业在整个经济体系中所具备的价值，并将重点置于更高端、技术含量更高、生产效率更高的先进制造业。近年来，美国联邦政府正大力支持海外制造业回流，而**新冠疫情、俄乌战争等引发的全球供应链重新配置问题进一步加速该趋势。**

根据专注于制造业回归美国的非营利性组织Reshoring Initiative数据，制造业回流美国已经连续3年呈上升趋势，预计2022年美国有望将35万个海外工作岗位带回国内各州。麦肯锡全球研究所的分析指出，2022-2029年恢复关键制造业增长和竞争力将使美国的GDP增长15%以上。此外，现代制造业国际竞争很大程度上已经从个体企业“单打独斗”转向整个产业链的协同竞争，产业链上下游的协作配套水平、大中小企业的融通发展程度直接决定了制造业的持续竞争力。**专精特新中小企业具备专业性方向和差异化定位的双重特性，在产业链细分领域精耕细作，提升协作和补链强链能力，与大企业分工合作、错位竞争，推动产业链上中下游融通发展，有利于塑造大中小企业协同共生的产业组织形态，提升制造业产业链的整体竞争力。**

图：2020-2030年美国的关键制造业增长可带来的GDP增量（十亿美元）

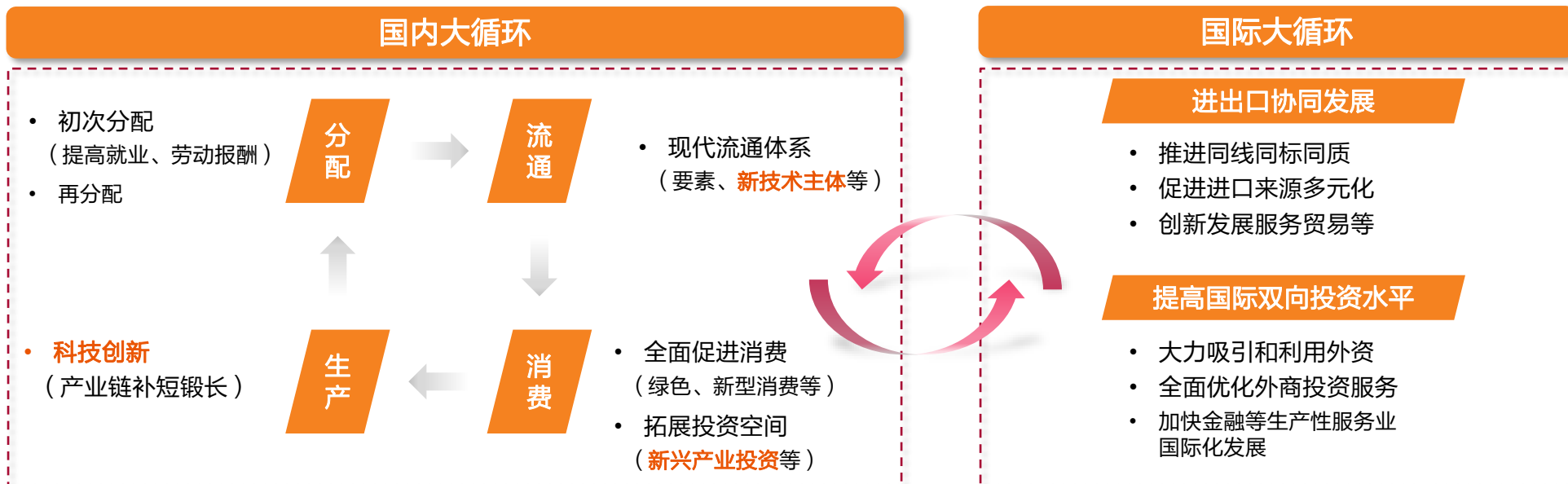


# 1.1.关注专精特新时代背景

## ➤ 全球经济失衡和逆全球化环境下，专精特新中小企业是保障供应链安全的重要发力点

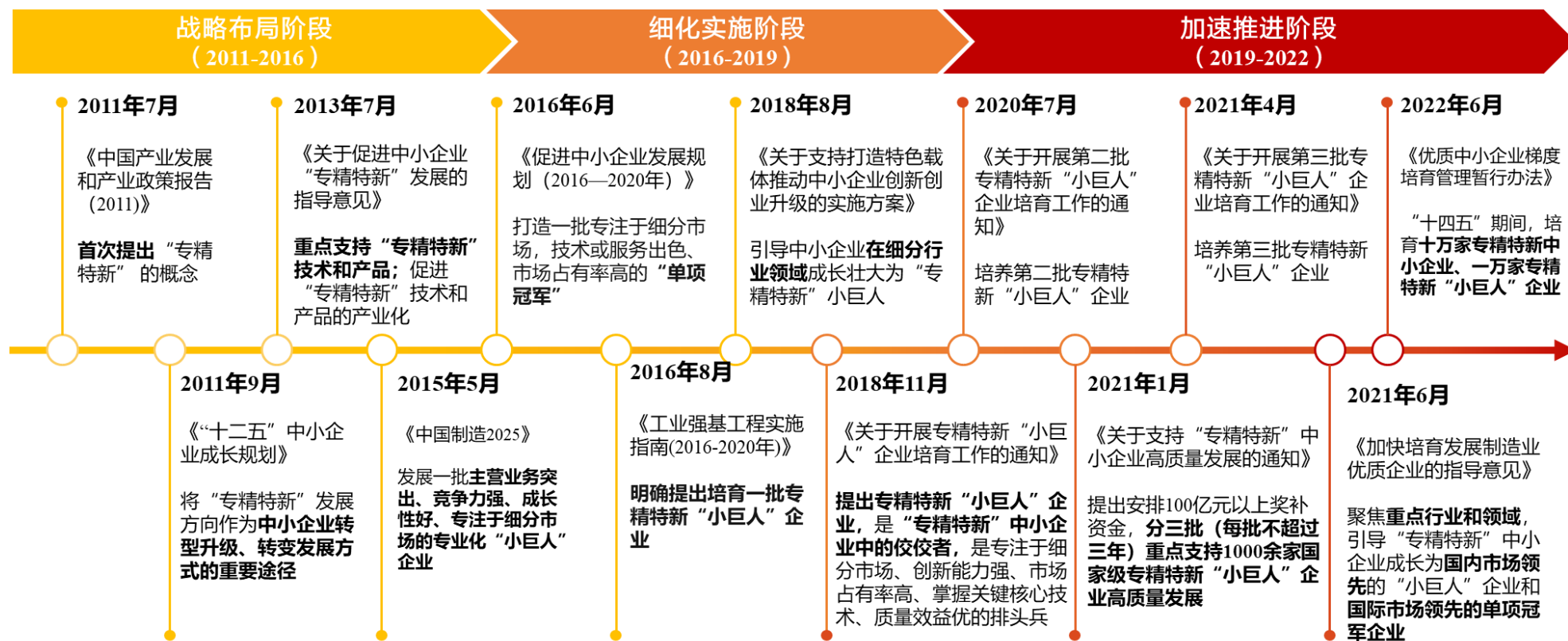
随着全球经济失衡和国际环境恶化，我国产业链、供应链、创新链安全受到严峻挑战，解决核心技术“卡脖子”问题成为构建新发展格局的重要任务，关键在于聚焦产业链关键环节“补短板”、“锻长板”。专精特新中小企业聚焦产业链某个环节，主动融入大企业技术、产品和服务的协作配套体系，可有效发挥补链固链强链作用。此外，“国际国内双循环”发展格局从根本上要求解决各类“卡脖子”和瓶颈问题；根据《工业“四基”发展目录（2016年版）》，专精特新发展方向围绕《中国制造2025》十大重点领域，并着力突破工业“四基”（**核心基础零部件及元器件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础**）发展瓶颈。因此，瞄准特定方向发展“专精特新”中小企业，已成为服务“国内国际双循环”格局的重要举措，相关政策支持力度不断加大。

图：“国际国内双循环”格局及专精特新中小企业的主要参与环节



## 1.2. “专精特新”政策及发展阶段梳理

自2011年工信部首次提出“专精特新”概念以来，我国对“专精特新”中小企业的培育过程大致经历战略布局、细化实施和加速推进3个阶段。其中，前2个阶段主要经历从概念厘清到具体实施路径的提出，2018年正式提出专精特新“小巨人”企业培育工作，相关支持政策措施趋于明晰。**2019年至今，工信部已公示并认定4批专精特新“小巨人”企业，政策支持力度不断加大，进入加速推进阶段。**2022年6月，工信部发布《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》，从国家层面统一评定和培育标准，专精特新中小企业培育进入系统化、规范化、精准化的新阶段。





## 1.3. “专精特新”的认定和培育梯度

- 专精特新是指具备专业化、精细化、特色化、新颖化等发展特征的中小企业。根据工信部发布的《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》，优质中小企业包括创新型中小企业、专精特新中小企业和专精特新“小巨人”企业三个层次。其中，专精特新中小企业实现专业化、精细化、特色化发展，创新能力强、质量效益好，是优质中小企业的中坚力量；专精特新“小巨人”企业位于产业基础核心领域、产业链关键环节，创新能力突出、掌握核心技术、细分市场占有率高、质量效益好，是优质中小企业的核心力量。
- 《“十四五”促进中小企业发展规划》提出，建立中小企业梯度培育体系，推动形成100万家创新型中小企业、10万家专精特新中小企业、1万家专精特新“小巨人”企业；推动专精特新“小巨人”企业向制造业单项冠军企业发展。

图：专精特新中小企业的培育梯度



## 1.3. “专精特新”的认定和培育梯度

- 专精特新“小巨人”企业是在专精特新中小企业的基础上，按照属地原则提出申请，经省级中小企业主管部门进行材料初审、实地抽查后，推荐至工业和信息化部进行审核、抽查、公示和认定；经认定的专精特新“小巨人”企业有效期为3年，到期后经认定部门复核通过的，有效期延长3年。
- 《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》提出，计划在2021-2025年累计安排100亿元以上的中央政府奖补资金，重点支持1000余家国家级专精特新“小巨人”企业高质量发展。由此可见，“小巨人”企业认定级别更高，政策支持力度更大，是优质中小企业的核心力量。

企业类型	级别	评定条件/范围	政策支持
专精特新“小巨人”	国家级	在各省级中小企业主管部门认定的“专精特新”中小企业基础上，培育一批专精特新“小巨人”企业	专项资金奖励（100万元） + 其他政策扶植
专精特新中小企业	省级	在细分行业领域内技术领先、创新能力强、产品质量优、市场份额高、发展前景好的中小企业	专项资金奖励（10-80万元） + 其他政策扶植
制造业单项冠军企业	省级/国家级	长期专注于特定细分产品市场，拥有强大的市场地位和很高的市场份额，单项产品市场占有率位居全球前三	专项资金奖励（50-100万元） + 其他政策扶植
隐形冠军企业	省级	长期专注并深耕于产业链中某个环节或某个产品，单个产品组分市场占有率排名国内前列，持续创新指标等	专项资金奖励（10-30万元） + 其他政策扶植

## 1.4. 专精特新“小巨人”企业的认定标准

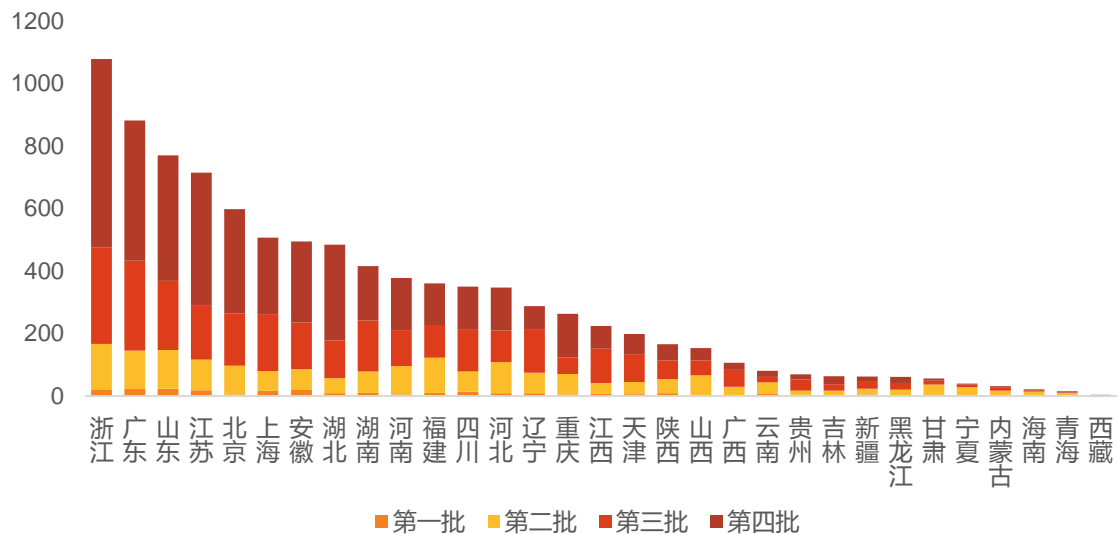
标准	定义	指标
专 专业化	<ul style="list-style-type: none"> <li>长期专注并深耕于产业链某一环节或某一产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>从事特定细分市场时间 &gt; 3年</li> <li>主营业务收入占比 ≥ 70%</li> <li>近2年主营收入CAGR ≥ 5%</li> </ul>
精 精细化	<ul style="list-style-type: none"> <li>生产技术、工艺及产品质量性能国内领先</li> <li>注重数字化、绿色化发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>至少 1 项核心业务采用信息系统支撑</li> <li>取得管理体系认证，或产品通过发达国家地区产品认证</li> <li>资产负债率 ≤ 70%</li> </ul>
特 特色化	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术和产品有自身独特优势</li> <li>享有较高知名度和影响力</li> <li>拥有直接面向市场并具有竞争优势的自主品牌</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主导产品在全国细分市场占有 &gt; 10%</li> </ul>
新 创新能力	<p><b>1、一般性条件：①/②/③+④⑤</b></p> <p>① 上年度营收总额 &gt; 1亿元：近2年研发费用率 ≥ 3%</p> <p>② 上年度营收总额 0.5-1亿元：近2年研发费用率 ≥ 6%</p> <p>③ 上年度营收总额 &lt; 1亿元：近2年研发费用总额 &gt; 0.3亿元、研发人员占比 &gt; 50%</p> <p>④ 自建或与高等院校、科研机构联合建立研发机构</p> <p>⑤ 主导产品相关的 I 类知识产权 &gt; 2项，且实际产生经济效益</p> <p><b>2、创新直通条件①/②：</b></p> <p>① 近3年获得国家级科技奖励，且在获奖单位中排名 top 3</p> <p>② 近3年进入“创客中国”中小企业创新创业大赛全国50强</p>	
链 产业链配套	位于产业链关键环节，围绕重点产业链实现关键基础技术和产品的产业化应用，发挥“补短板”“锻长板”“填空白”作用	
品 主导产品所属领域	制造业核心基础零部件、元器件、关键软件、先进基础工艺、关键基础材料和产业技术基础 符合制造强国战略十大重点产业领域 属于网络强国建设的信息基础设施、关键核心技术、网络安全、数据安全领域	

## 1.5. 专精特新“小巨人”企业的分布特征

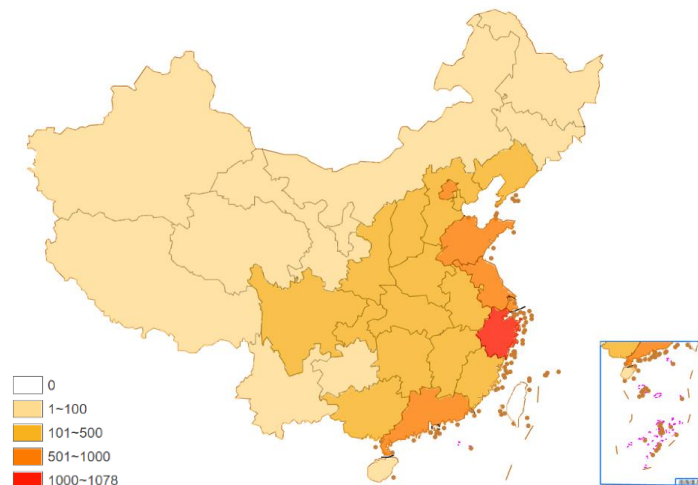
### 专精特新“小巨人”企业的地区分布：东密西疏，阶梯递减

- 专精特新“小巨人”企业呈现东密西疏、阶梯递减的分布特征。根据已公示的四批“小巨人”企业名单，拥有超1000家“小巨人”企业的地区仅浙江省，具体为1078家，数量占比11.62%；拥有501-1000家专精特新“小巨人”企业的地区仅广东、山东、江苏、北京、上海5地，分别为881/ 770/ 714/ 598/ 507家。此外，拥有101-500家“小巨人”企业的地区为14个，拥有1-100家“小巨人”企业的地区有11个。
- 我们认为，**东部地区是专精特新“小巨人”企业的主要培育地**，现阶段呈现出一定的集聚效应特征，相关企业有望受益于区域性的产业链协同，率先在供应链层面实现降本增效。此外，《关于促进制造业有序转移的指导意见》提出要推进产业国内梯度转移，据此中西部地区的中小企业未来或具备较大发展潜力。

图：专精特新“小巨人”企业的地理区域分布



图：专精特新“小巨人”企业的地理区域分布热力图

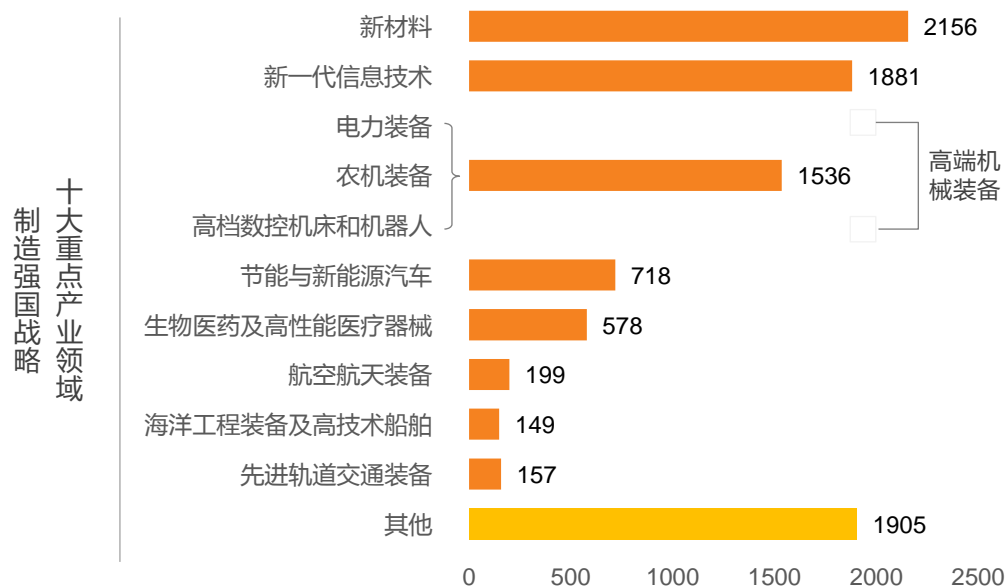


## 1.5. 专精特新“小巨人”企业的分布特征

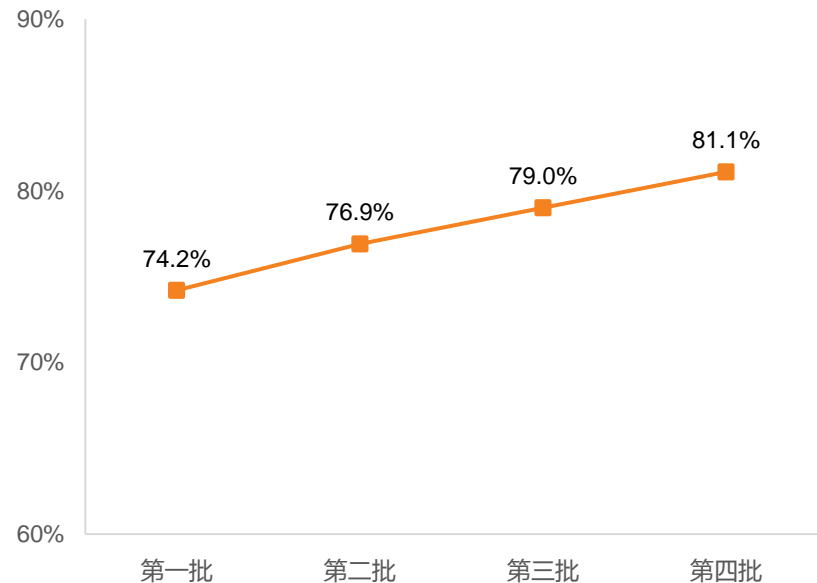
### 专精特新“小巨人”企业的行业分布：集中在十大重点产业领域

- ▶ 专精特新“小巨人”企业的主导产品符合《工业“四基”发展目录》所列重点领域，或符合制造强国战略明确的十大重点产业领域，属于重点领域技术路线图中有关产品，或属于国家和省份重点鼓励发展的支柱和优势产业。
- ▶ 从第一批到第四批，来自制造强国战略十大重点产业领域的专精特新“小巨人”数量占比由74.2%增至81.1%，呈现逐批次提升趋势；根据智慧芽数据，前四批已公示的9279家专精特新“小巨人”企业集中分布于新材料、新一代信息技术、高端机械装备（含电子装备、农机装备、高档数控机床和机器人）、节能与新能源汽车等领域，数量占比分别为23.24%、20.27%、16.55%、7.74%。我们认为，专精特新“小巨人”企业着力解决“卡脖子”问题，在产业链中发挥重要的“补齐”作用。

图：专精特新“小巨人”企业的产品分布领域



图：来自十大重点产业领域的专精特新“小巨人”企业数量占比（%）



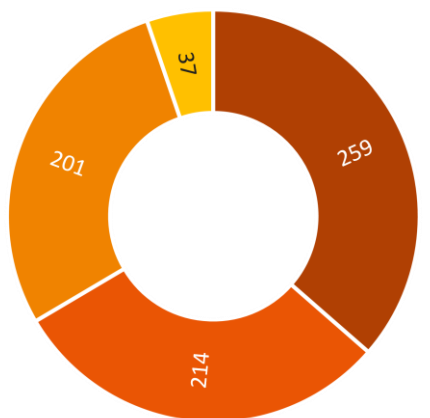
## 1.5. 专精特新“小巨人”上市公司的基本特征

### 专精特新“小巨人”上市公司的基本分布：集中在制造业的中小企业

截至2022年11月20日，8997家通过公示认定的专精特新“小巨人”企业中，共计711家完成上市，上市公司数量占比7.90%。

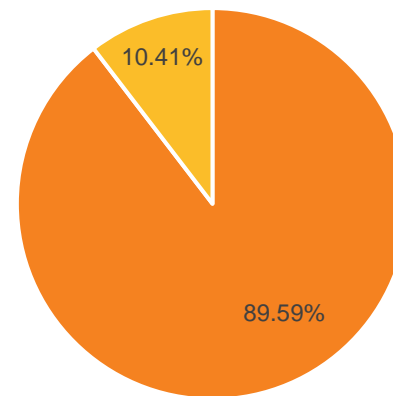
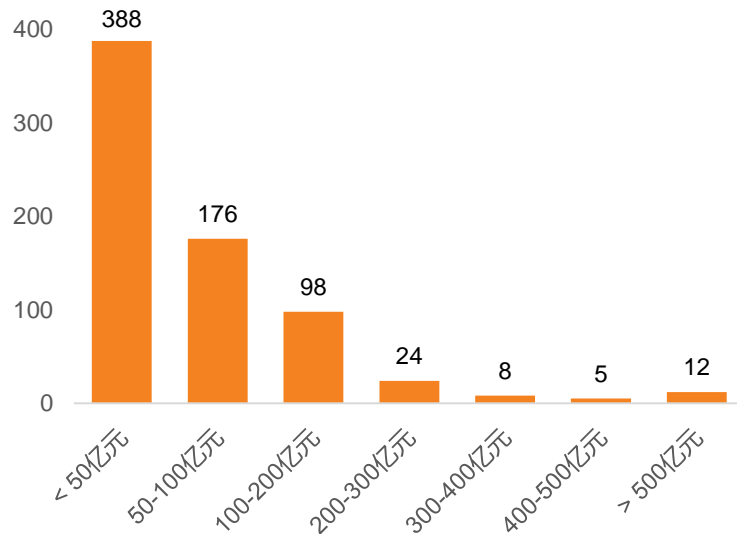
- 从上市板块看，专精特新“小巨人”上市公司现阶段主要分布于沪深主板、创业板、科创板，对应上市公司数量分别为214家、259家、201家；而在北交所上市的“小巨人”企业仅37家，占比5.20%。
- 从市值分布看，专精特新“小巨人”上市公司中，市值低于100亿元的公司数量占比79.32%，其中有388家市值小于50亿元，176家市值在50-100亿元区间；此外，仅有25家市值高于300亿元。
- 从行业分布看，专精特新“小巨人”上市公司集中分布于制造业，制造企业共637家，数量占比89.59%。

图：专精特新“小巨人”上市公司的上市板块分布



■ 主板 ■ 创业板 ■ 科创板 ■ 北证

图：专精特新“小巨人”上市公司的市值区间分布



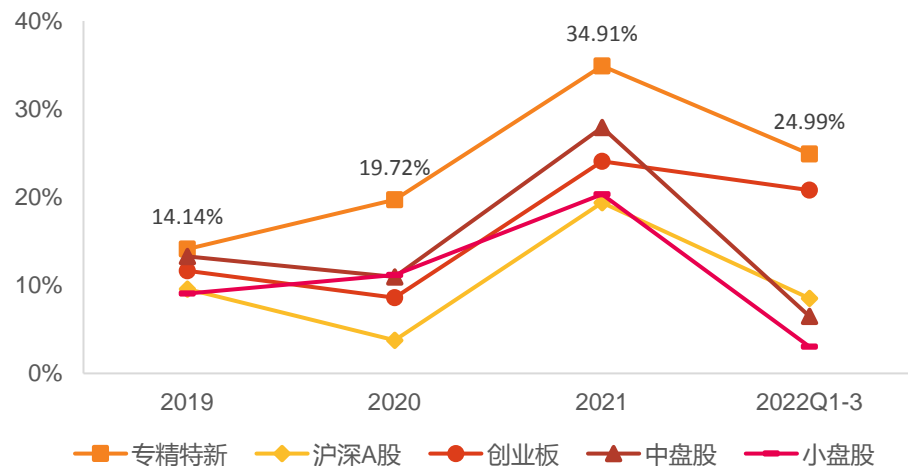
■ 制造业 ■ 其他

## 1.5. 专精特新“小巨人”上市公司的基本特征

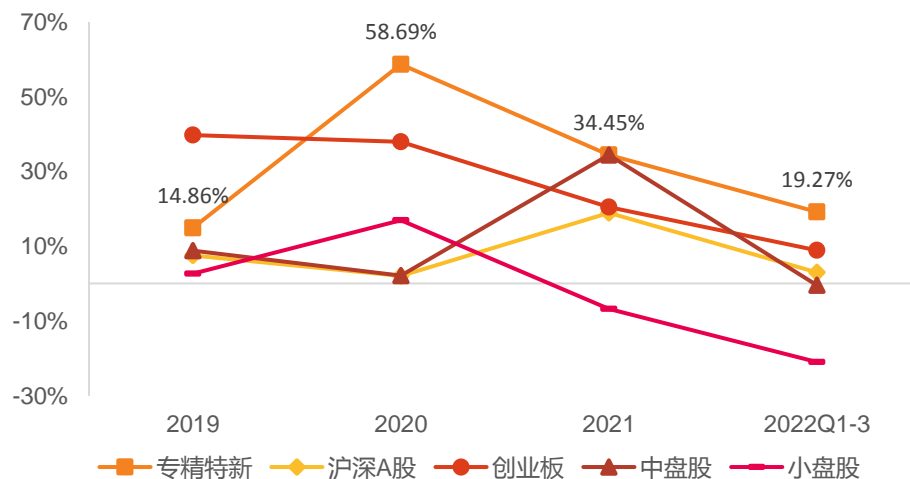
### 专精特新“小巨人”企业的财务基本面：整体质量优于A股等板块

- **营收增速**：2019-2021年，专精特新“小巨人”上市公司的整体营收增速显著高于沪深A股上市公司水平，且高于创业板、中盘股、小盘股等上市板块；2019-2021年营收CAGR为27.09%，2022年前三季度保持高速增长，实现同比增长24.99%，优于其他可比板块的增速水平。
- **净利润**：2020年，专精特新“小巨人”上市公司的整体归母净利润增速开始跃居可比板块第一，同比增速高达58.69%，表明“小巨人”上市公司盈利水平在2020年受疫情冲击小，**更具成长韧性和抗风险性**。2021年及2022年Q1-3，在中盘股、小盘股的归母净利润增速不断下滑至负增长的情况下，专精特新“小巨人”上市公司的归母净利润增速始终保持在较高水平，且优于沪深A股、创业板等的表现，表明上市“小巨人”获利能力较强且具备可持续性。

图：各板块上市公司的整体营业收入同比增速对比（%）



图：各板块上市公司的归母净利润同比增速对比（%）

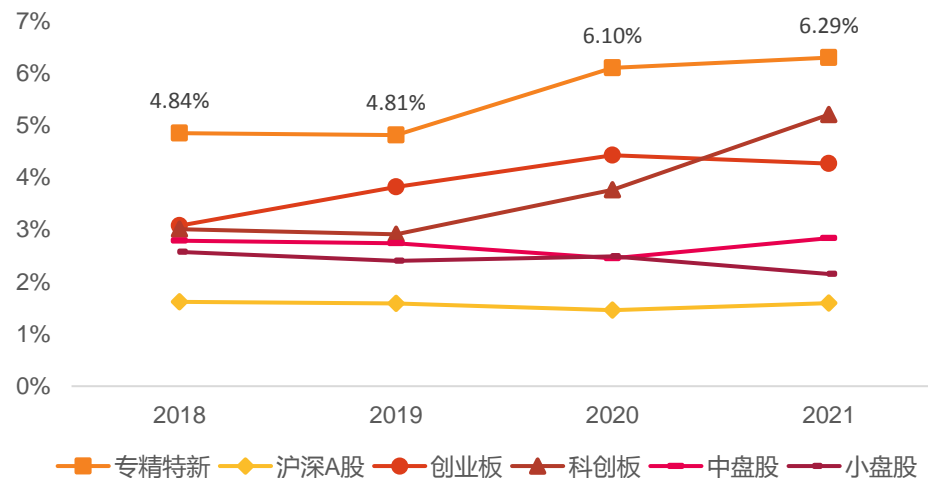


## 1.5. 专精特新“小巨人”上市公司的基本特征

### 专精特新“小巨人”企业的财务基本面：注重研发投入，资产使用效率高

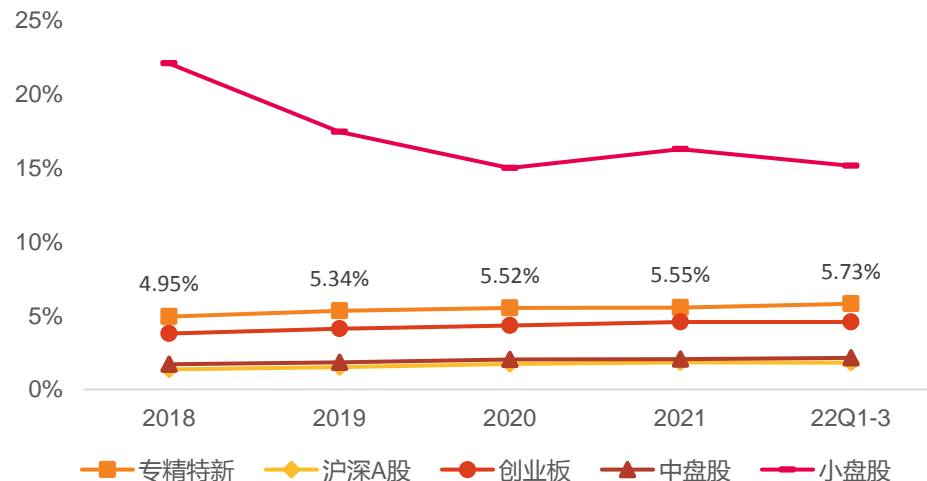
- **盈利能力**：2018-2021年，专精特新“小巨人”上市公司各年的整体ROA水平依次高于科创板、创业板、中盘股、小盘股和沪深A股板块的同期水平，且呈现稳步增长态势；2021年711家上市“小巨人”的整体ROA达6.29%，表明专精特新“小巨人”上市公司的资产利用效率较高、盈利能力较强。
- **研发投入**：2018-2021年，专精特新“小巨人”上市公司的整体研发费用率呈持续上升趋势，由2018年的4.95%持续提升至2021年的5.55%，2022年前三季度研发费用率达5.73%；各期研发费用率仅次于小盘股板块，但始终高于沪深A股总体、创业板、中盘股板块。我们认为，专精特新“小巨人”上市公司的研发投入力度大，创新驱动特征显著。

图：各板块上市公司的ROA对比（%）



注：板块ROA=板块各公司净利润加总/各公司资产加总，其他板块比率指标计算同

图：各板块上市公司的研发费用率对比（%）





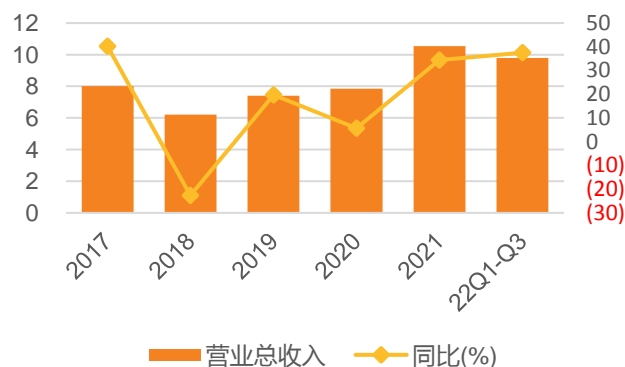
# 1.6. 专精特新之金股推荐

## 1.6.1. 莱茵生物：替糖行业隐形冠军，战略布局CBD打造第二增长极！

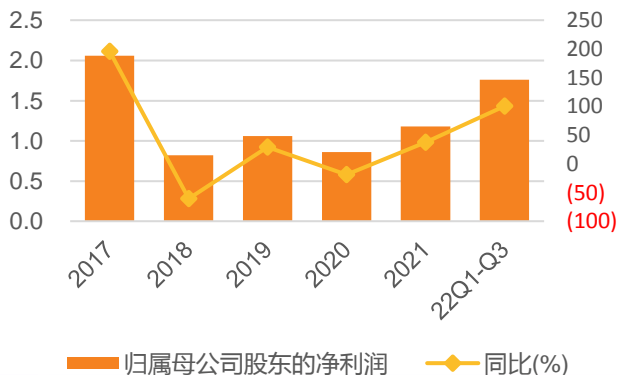
公司于2000年11月成立，主营天然植物提取业务，主要产品包括天然甜味剂（甜叶菊提取物、罗汉果提取物等）、茶叶提取物、工业大麻提取物、其他保健护肤类提取物，产品广泛应用于食品饮料、保健品、美妆、医药等领域，为业内唯一国家级专精特新小巨人企业，国内植物提取行业首家上市公司。2022Q1-Q3公司实现营业收入9.79亿元，同比+37.44%，归母净利润1.76亿元，同比+100.71%。

- **替糖行业隐形冠军，持续夯实天然甜味剂业务核心竞争力。**公司天然甜味剂产品已与可口可乐、百事等众多国际知名客户建立合作关系，2018年与美国最大香精香料公司芬美意签订独家分销合同，战略绑定大客户，我们预计后续续签可能性较大；国内市场亦依托上海亚太营销中心及桂林销售部，与众多知名食品品牌达成合作，签订子承生物（原太子奶团队）1亿元订单，共同推出减糖、无糖产品，市场开拓成效显著。**22Q1-Q3公司天然甜味剂实现收入6.16亿元，同比增长47%。**同时公司定增落地，预计新增甜叶菊提取物年产量4000吨，产能加速扩张，并且持续提升内生增长动力，**拟新增合成生物工艺技术路线，持续夯实天然甜味剂业务核心竞争力。**
- **于美国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8000万美元在美建设“工业大麻提取工厂”，于2022年6月底正式量产，为目前全球最大工业大麻提取工厂，被印第安纳州政府列为示范项目，预计年处理原料5000吨，项目毛利率可达50%；同时孙公司HempRise, LLC已与一家全球工业大麻主流企业签订《受托加工意向协议》，预计后续还有更多订单意向。政策方面，美国众议院已第二次通过联邦cannabis合法化法案（MORE Act）；同时参议院联邦合法化法案CAOA已正式提交，美国总统拜登亦表示将对联邦层面cannabis合法化事项进行行政审查，12月2日正式签署《医用大麻和大麻二酚研究扩展法案》，成为美国历史上第一项独立的联邦cannabis改革法案，联邦层面cannabis合法化或将加速推进，市场有望快速扩容。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。

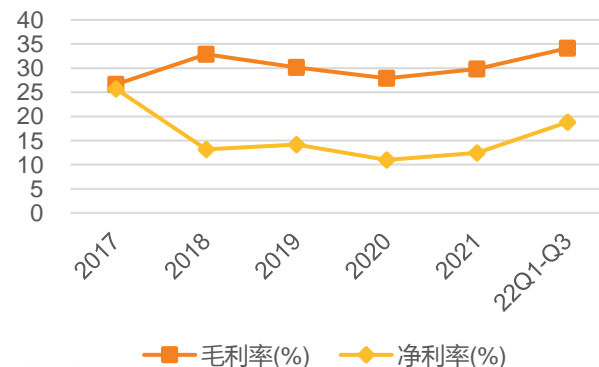
图：莱茵生物营收&同比增速（亿元，%）



图：莱茵生物归母净利润&同比增速（亿元，%）



图：莱茵生物毛利率&净利率（%）



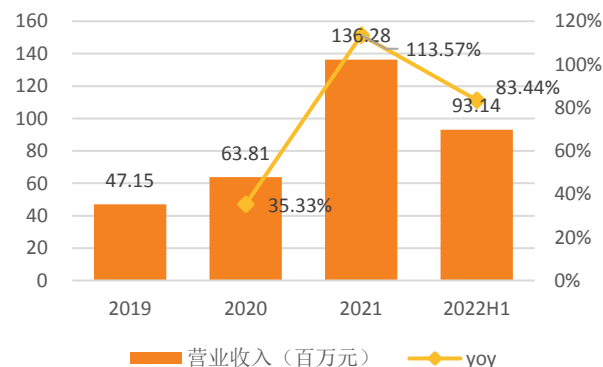
# 1.6. 专精特新之金股推荐

## 1.6.2. 绿能慧充：国内直流充电桩及储能“小巨人”，华丽蜕变正当时！

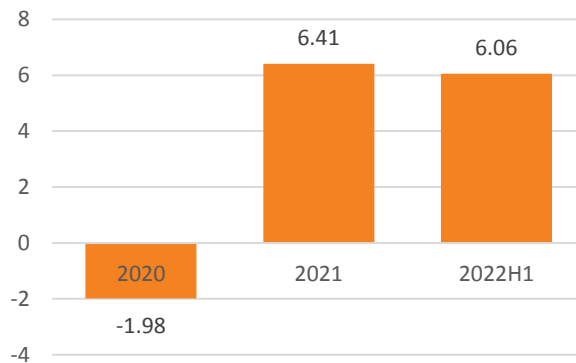
公司原名山东江泉实业股份有限公司，前身为临沂工业搪瓷股份有限公司，成立于1992年，主营业务为热电业务及铁路专用线运输业务，并于1999年在上海证券交易所上市。2022年4月，公司通过出售热电业务相关资产及负债剥离热电业务，并于5月正式更名为绿能慧充数字能源技术股份有限公司。2020年公司开始建设自有生产线并自主生产制造充电桩产品，自产充电桩占比加速提升，2021年公司自产充电桩和外采充电桩平均单价分别为37,222.86、5,143.43元，毛利率分别为39.86%、19.53%。22Q1-Q3公司实现营收1.71亿元，同比降3.36%；归母净利润实现-1379万元。

- **市场空间方面：**国内方面，改善里程焦虑成为用户核心诉求，我国车桩比仍远低于1:1，叠加国内充电桩政策不断出台助推行业加速渗透；海外方面，新能源汽车渗透率及车桩比较国内仍有较大差距，改善需求迫切。
- **产品布局方面：**公司充电桩产品矩阵完备，已实现各充电领域全面覆盖，在产品性能等方面处于领先水平。充电模块占据充电桩成本近50%，公司核心团队来自艾默生等龙头，是少数具有核心充电模块自研能力的厂商，自2017年起相继推出自研15-30kw充电模块，充电电压范围50-1000V，采用全灌胶工艺，保障模块在极端环境稳定可靠运行。同时，公司充电模块可适配30-720kW充电系统，全面覆盖市场所有车型快充需求，并可兼容未来高电压平台车辆充电。目前，公司40kW充电模块正在研发当中，有望进一步优化效率和散热系统，保障公司充电技术持续领先。
- **海外认证方面：**公司已设计并生产出符合欧盟技术标准及适应欧洲市场需求的充电产品，包括60kW、120kW直流充电机，可为欧标和日标电动车提供直流快充服务，目前已开始商用。2022年7月，公司自主研发的60kW欧标直流充电桩获TÜV南德欧盟CE认证，标志公司产品已满足欧盟市场准入要求，并具备了进入全球各地市场的通行背书，目前已拿到小批量来自欧洲市场的订单，华丽出海正当时。

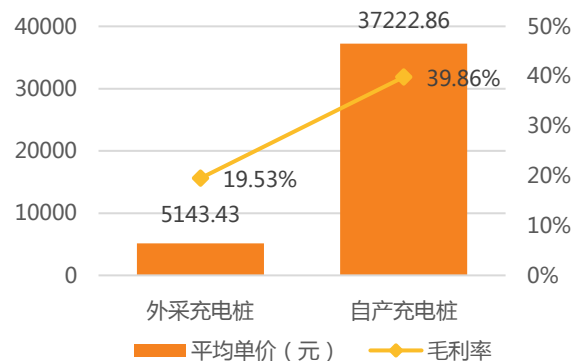
图：绿能慧充开启营收高速增长（百万元）



图：绿能慧充净利润步入高速增长阶段（百万元）



图：绿能慧充自产/外采充电桩ASP及毛利率



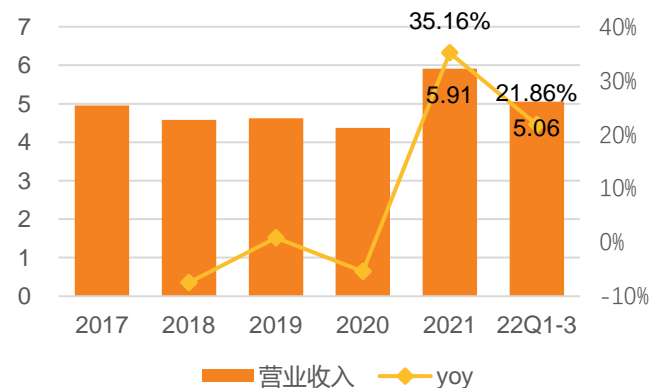
# 1.6. 专精特新之金股推荐

## 1.6.3. 雷迪克：汽车轴承领域本土专家，积极拥抱国产替代潮流

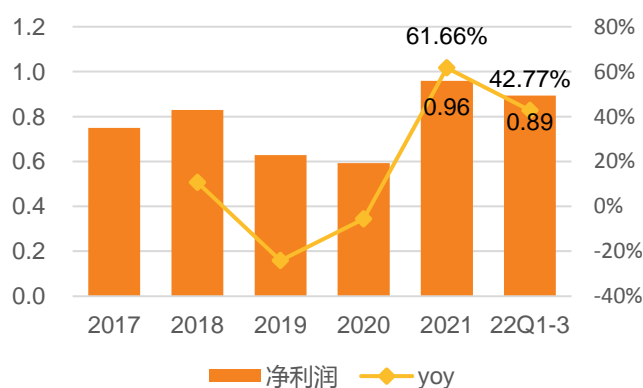
杭州雷迪克节能科技股份有限公司（300652.SZ）成立于2002年，是一家集汽车轴承研发、设计、制造为一体的综合性高新技术企业。公司深耕汽车轴承领域逾20年，主要产品包括轮毂轴承、轮毂轴承单元、圆锥轴承、涨紧轮和离合器分离轴承，产品范围涵盖3800多个具体型号，可满足客户“小批量、多品种”的定制化需求。公司坚持“高端乘用车轴承实现国产替代进口”战略发展目标，在汽车零配件领域积累了丰富的OEM、AM市场经验，先后获评浙江省高新技术企业、省外商投资先进技术企业、国家高新技术企业等称号。2021年，公司研发费用占总营收比例达4.5%，当年度新取得发明专利1项、实用新型专利6项；22Q1-3公司实现营收5.06亿元，同比增21.86%；实现净利润0.89亿元，同比增42.77%。

- **下游需求持续旺盛，国产替代进程加速。**根据前瞻产业研究院数据，在轴承的下游应用中，车用领域占比37%，其次分别为家用电器12.4%、电机10.6%等，汽车是轴承的最大需求领域。轴承在汽车中的应用分布广泛，根据中国轴承工业协会，单辆汽车的轴承安装数量约30种50套。2021年，下游汽车行业复苏强劲，在新冠疫情下扭转前期颓势；2022年产销复苏趋势延续，1-11月实现汽车销量2430.2万辆，同比增长3.5%，产量2500.2万辆，同比增长5.7%，有望进一步扩大主机厂对轴承等零部件的配套需求。
- **研发创新底蕴深厚，深耕头部自主品牌。**作为汽车轴承生产领域的高新技术企业，公司始终注重技术创新，在实现乘用车轴承产品升级的同时，依托技术积累逐步拓宽产品应用场景至新能源车等高景气细分领域，2020年实现新能源车零部件产量23.63万套、销量23.96万套，销售收入1467.91万元，占当年营收比重3.36%。此外，公司对产品生产工艺已形成较深刻的理解和设计能力，具备通过采购单件设备自行配置完整生产线的能力，相较于直接采购完整生产线可大幅降低采购成本。

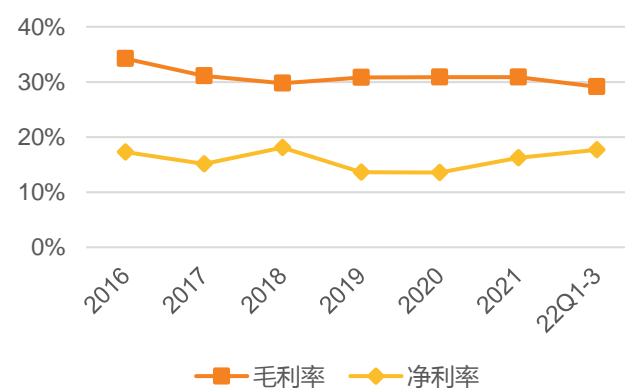
图：雷迪克营收&同比增速（亿元，%）



图：雷迪克净利润&同比增速（亿元，%）



图：雷迪克的毛利率&净利率（%）



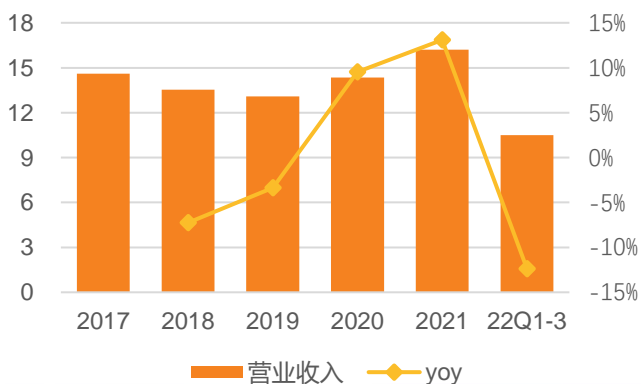
# 1.6. 专精特新之金股推荐

## 1.6.4. 光洋股份：自主轴承龙头企业，步入业绩反转窗口期

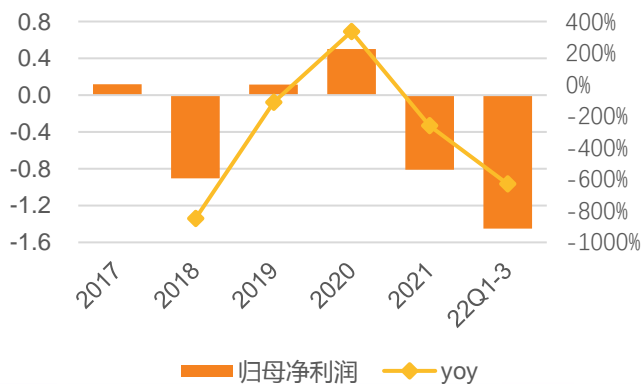
常州光洋轴承股份有限公司（002708.SZ）成立于1994年，于2014年在深交所上市，是汽车轴承大型专业制造商和国内轴承行业重点骨干制造企业，公司及其控股公司的主要产品包括轴承、同步器、空心轴、电子线路板、电子元器件等。作为全国滚动轴承标准化委员会委员单位和国家“火炬计划”重点高新技术企业，公司专注于汽车精密零部件、高端工业装备零部件及电子线路板、电子元器件的研发、生产和销售；同时加速产品结构调整，在稳住存量业务的基础上，积极向电动化、轻量化等方向转型升级。2021年，公司研发费用占总营收比例达3.9%。截至22H1，公司共计拥有发明专利39项、实用新型专利315项。22Q1-3公司实现营收10.50亿元，实现归母净利润-1.45亿元，主要由于新冠疫情冲击、新收购的威海世一增量业务尚未实现经济效益等。

- ▶ **零部件铸造**：包括高精度滚针轴承、离合器分离轴承、圆锥滚子轴承、轮毂轴承单元、同步器、行星排、空心轴等，主要应用于汽车发动机、变速器、离合器、重卡车桥及新能源汽车电机、减速机等领域。轴承是制造产业链中的关键机械零部件，被称作“机械的关节”；中国是全球第三大轴承产销大国，已形成相对完整独立的工业体系，但在高端领域存在结构性进口依赖。公司以国产替代为突破口，适时切入新能源汽车等高景气赛道，专注于向市场提供高精度、低噪音、单元集成化、节能环保的轴承等产品，技术经济指标处于国内领先水平，拥有一汽、东风、上汽、奇瑞、吉利等整车客户，并延伸配套綦江齿轮、重庆青山、采埃孚等主机厂配套。
- ▶ **印刷电路板**：主要应用于手机、无线蓝牙耳机等消费电子终端，配套产品包括手机摄像头模组、可穿戴智能B3手环等，当前正向汽车摄像头模组PCB板拓展。下游消费电子在疫情期间凸显韧性，而汽车电子领域随着电动化、智能化趋势加深，进一步驱动单车FPC价值量提升。公司于2020年12月完成对威海世一的收购，布局汽车电子业务；威海世一由全球头部FPC制造商韩国SIFLEX于2001年创立，相关技术储备在内资企业中独具稀缺性；已重新进入三星的直供体系，并实现对北京奔驰、小鹏汽车等头部车企的产品配套。

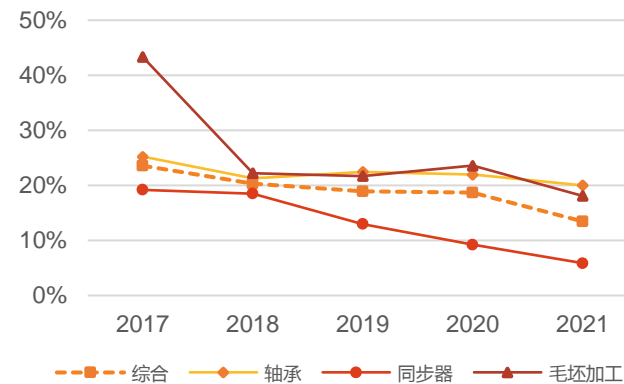
图：光洋股份营收&同比增速（亿元，%）



图：光洋股份净利润&同比增速（亿元，%）



图：光洋股份的分产品毛利率（%）



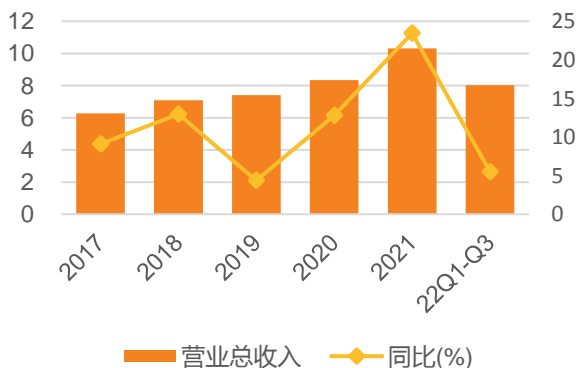
# 1.6. 专精特新之金股推荐

## 1.6.5. 柯力传感：传感器行业隐形冠军，加速向物联网解决方案供应商转型

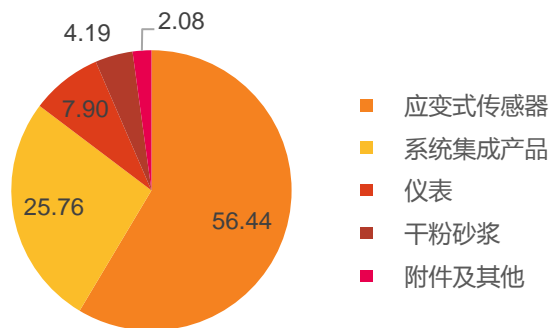
公司主营业务为研制、生产和销售应变式传感器、仪表等元器件，提供系统集成及干粉砂浆第三方系统服务、不停车检测系统、无人值守一卡通智能称重系统、制造业人工智能系统、物流分拣系统等，并加快起重物联网系统的推进。应变式传感器是公司的核心产品。2021年公司实现营业收入10.31亿元，同比增长23.44%，主要系系统集成业务及应变式传感器业务同比分别增长68.88%、12.35%所致；2022Q1-Q3公司销售毛利率为40.63%，销售净利率为25.93%。

- **对标Mettler Toledo（截至22年12月10日市值325亿美元，对应PE 39x）-全球领先的精密仪器制造商，成长空间广阔！** Mettler Toledo（NYSE: MTD）成立于1991年，为全球领先的精密仪器制造商和营销商之一，产品包括实验用品，工业称重仪器和零售称重解决方案等，2021年实现营业收入37.18亿美元，同比提升20.5%；同时公司专注于高附加值市场，通过提供创新工具，包括针对客户的特定应用解决方案，持续提升盈利能力，2021年公司销售毛利率达58.41%，净利率为20.68%，均呈稳步上升态势。我们认为，柯力传感作为中国应变式传感器龙头企业有望复刻Mettler Toledo的成功案例，通过加大研发投入与产品创新，加强自主品牌建设，从提供传感器仪表等硬件加速向物联网解决方案供应商转型，开拓更多下游应用领域，持续强化核心竞争力，提升盈利水平，带动业绩稳健、可持续增长。
- **内生+外延加大工业物联网业务布局，持续夯实竞争壁垒！** 公司内部较早进行物联网市场推广布局，建立差异化用户策略，并且建立十大工业物联网事业部，分别在非现场执法应用解决方案、建筑物联网应用、智能物流/仓储、无人值守一卡通、工业机器人、环保物联网系统解决方案、畜牧物联网解决方案、智能资产管理、起重机械物联网等领域展开物联网产品革命；对外公司打造产业链生态投资，聚焦于公司战略产业布局，围绕五大方向（力敏传感器+其他物理量传感器+智能物流设备+工业物联网自动化设备+物联网平台项目），同时设立宁波市工业物联网特色产业园，定位于集聚工业物联网行业高科技企业和人才，2022H1其实现产值6.24亿元。

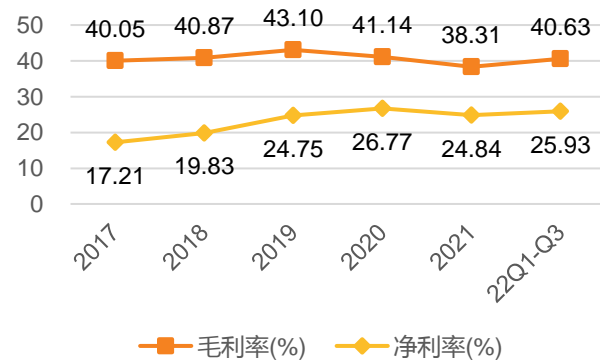
图：柯力传感营收&同比增速（亿元，%）



图：柯力传感2021年分产品营收占比（%）



图：柯力传感毛利率&净利率（%）





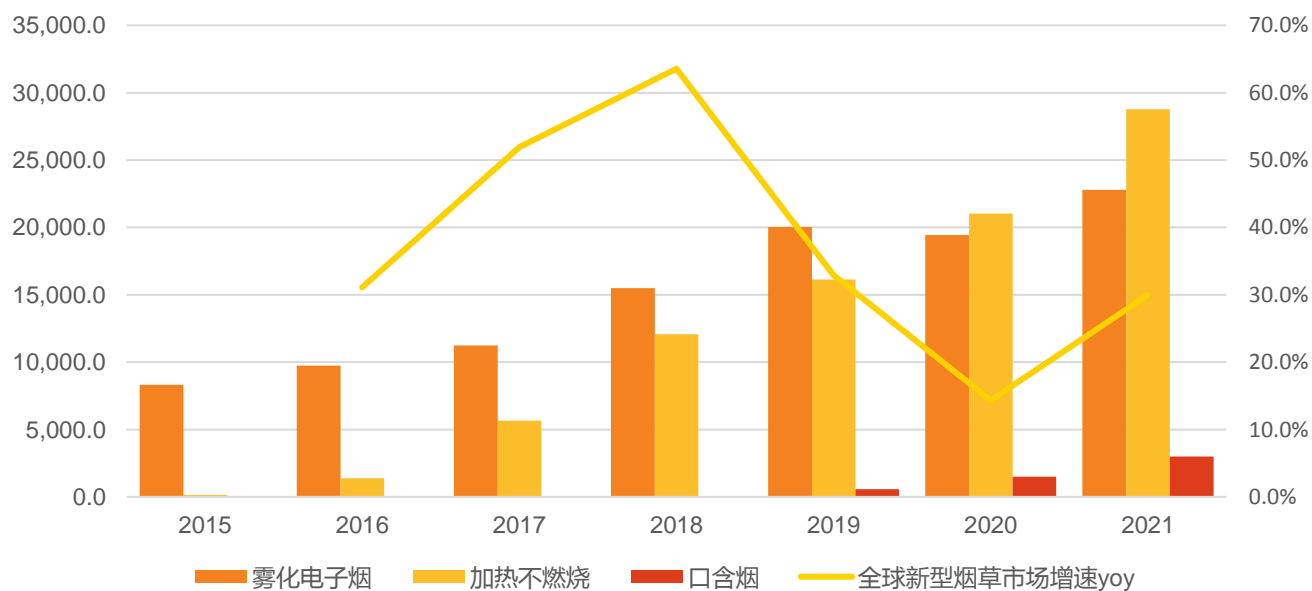
## 2. 新型烟草板块

海外市场重回高增长，国内静待需求复苏

## 2.1. 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%）。

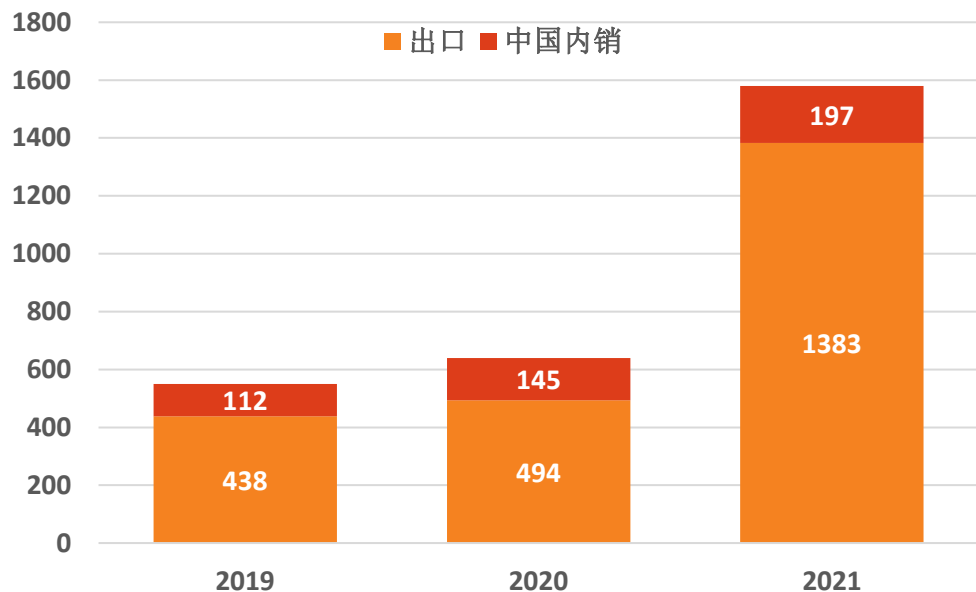
图：新型烟草各品类市场规模（单位：百万美元，%）



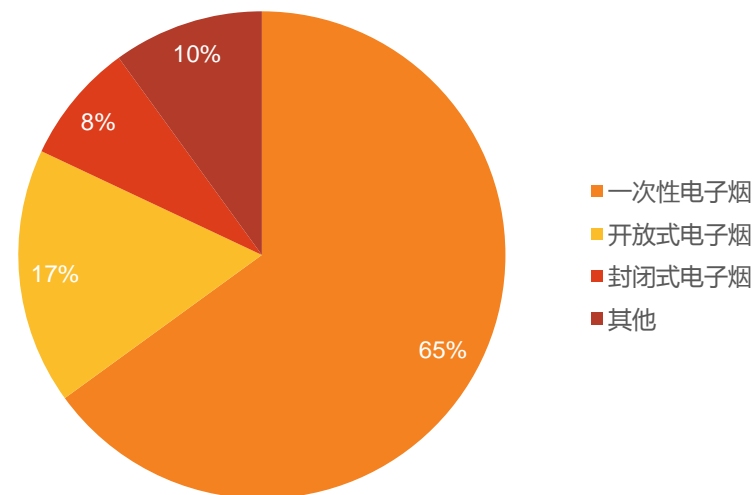
## 2.1. 新型烟草市场增速在疫情后重回上升通道

- 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：%）

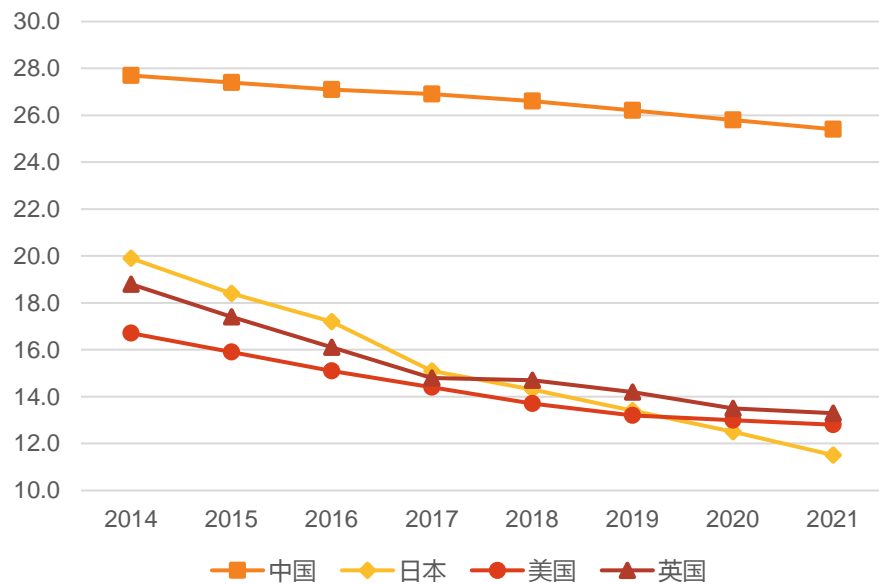




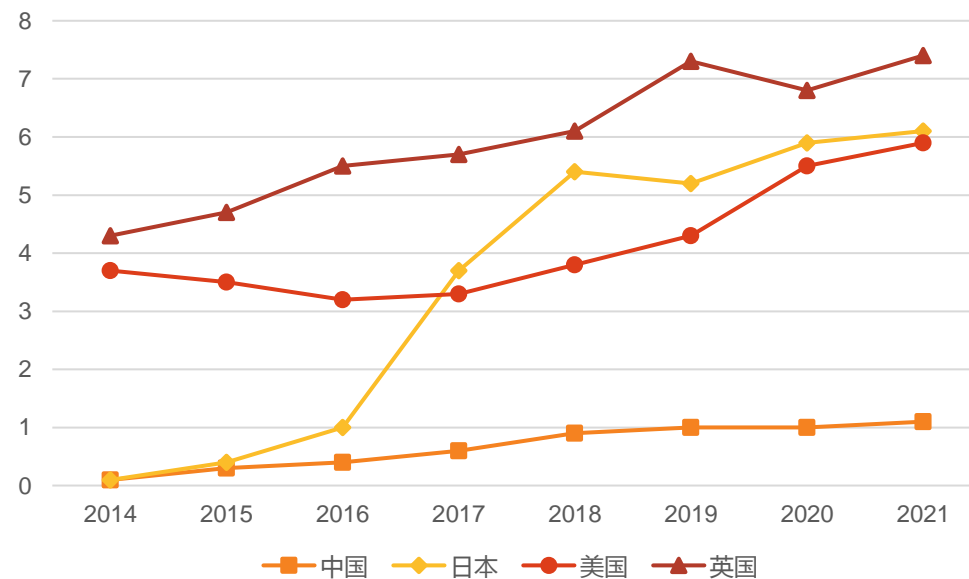
## 2.2.全球新型烟草用户渗透率不断提升

- 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：%）



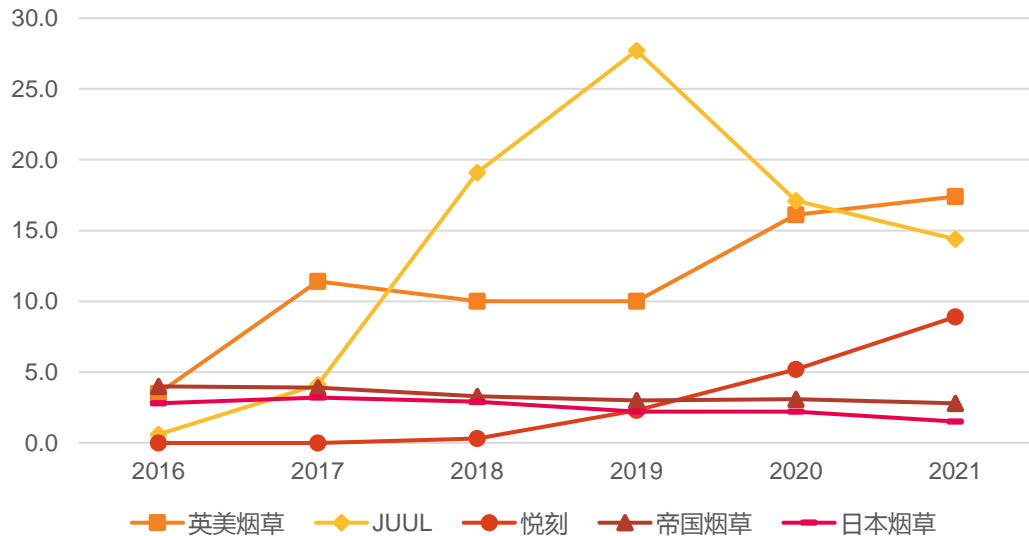
图：各国新型烟草用户的渗透率（新型烟草消费者/总人口）（单位：%）



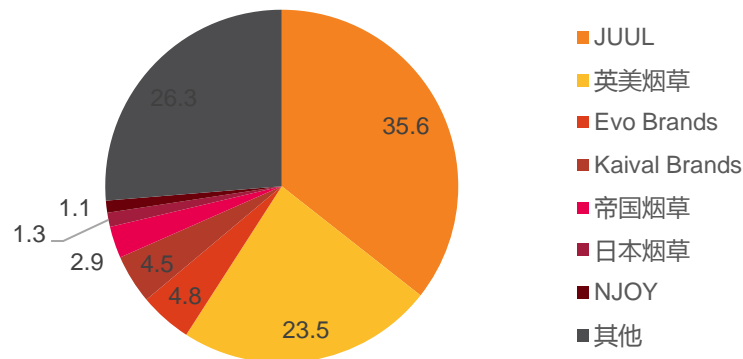
## 2.3.英美烟草成为全球第一大电子烟品牌，中国品牌悦刻位居第三

- ▶ 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。

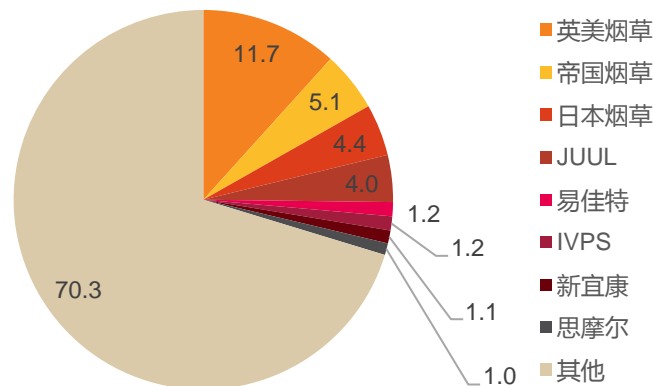
图：雾化电子烟各品牌全球市占率（单位：%）



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：%）



## 2.4.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



## 2.4.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	<ol style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>3、欧盟成员国基于EUTPD的要求独立制定监管政策。</li> <li>4、对电子烟产品的任一改进均须进行公示。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、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；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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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</li> </ol>
	HNB	无明确制度，目前只有制度建议	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、无明确制度，目前只有制度建议。</li> <li>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。</li> </ol>	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

## 2.4.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

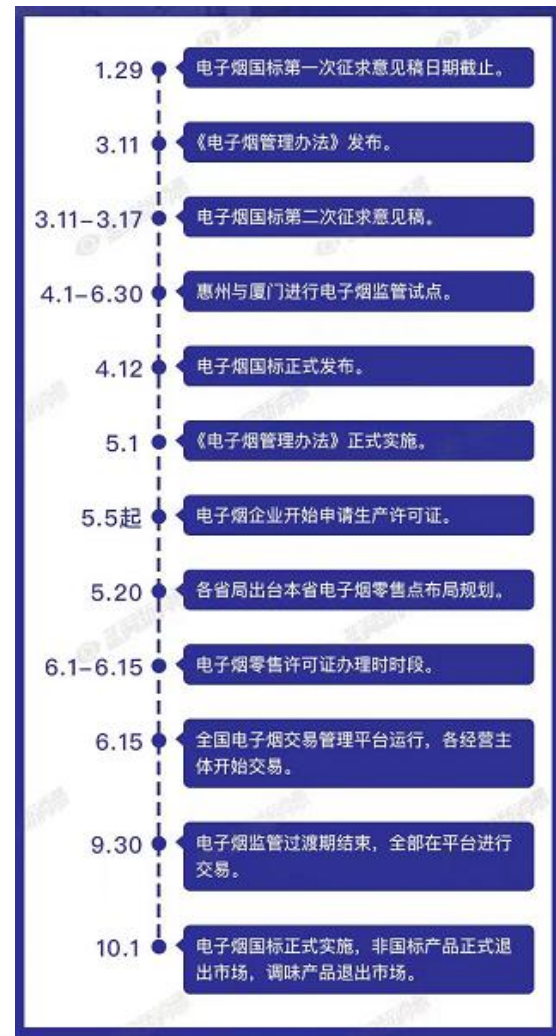
## 2.5.国内市场：需求端方兴未艾，监管落地加速供应端竞争格局优化

### 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



## 2.5.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

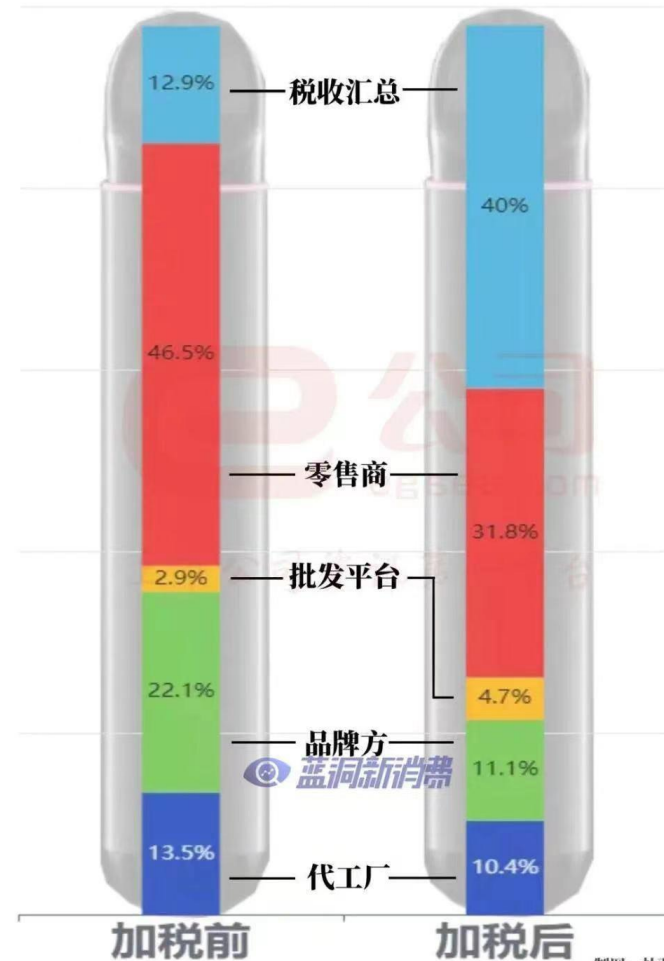
《电子烟消费税》落地，11月1日起正式实施：电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%，自2022年11月1日起执行。

1. **纳税人**：在我国境内生产（进口）、批发电子烟的单位和个人为消费税纳税人。电子烟生产环节纳税人，是指取得烟草专卖生产企业许可证，并取得或经许可使用他人电子烟产品注册商标（以下称持有商标）的企业。通过代加工方式生产电子烟的，由持有商标的企业缴纳消费税。电子烟批发环节纳税人，是指取得烟草专卖批发企业许可证并经营电子烟批发业务的企业。电子烟进口环节纳税人，是指进口电子烟的单位和个人。

2. **计税价格**：纳税人生产、批发电子烟的，按照生产、批发电子烟的销售额计算纳税。电子烟生产环节纳税人采用代销方式销售电子烟的，按照经销商（代理商）销售给电子烟批发企业的销售额计算纳税。纳税人进口电子烟的，按照组成计税价格计算纳税。电子烟生产环节纳税人从事电子烟代加工业务的，应当分开核算持有商标电子烟的销售额和代加工电子烟的销售额；未分开核算的，一并缴纳消费税。

3. **进、出口政策**：纳税人出口电子烟，适用出口退（免）税政策。将电子烟增列至边民互市进口商品不予免税清单并照章征税。

电子烟加税前后销售价格构成变化

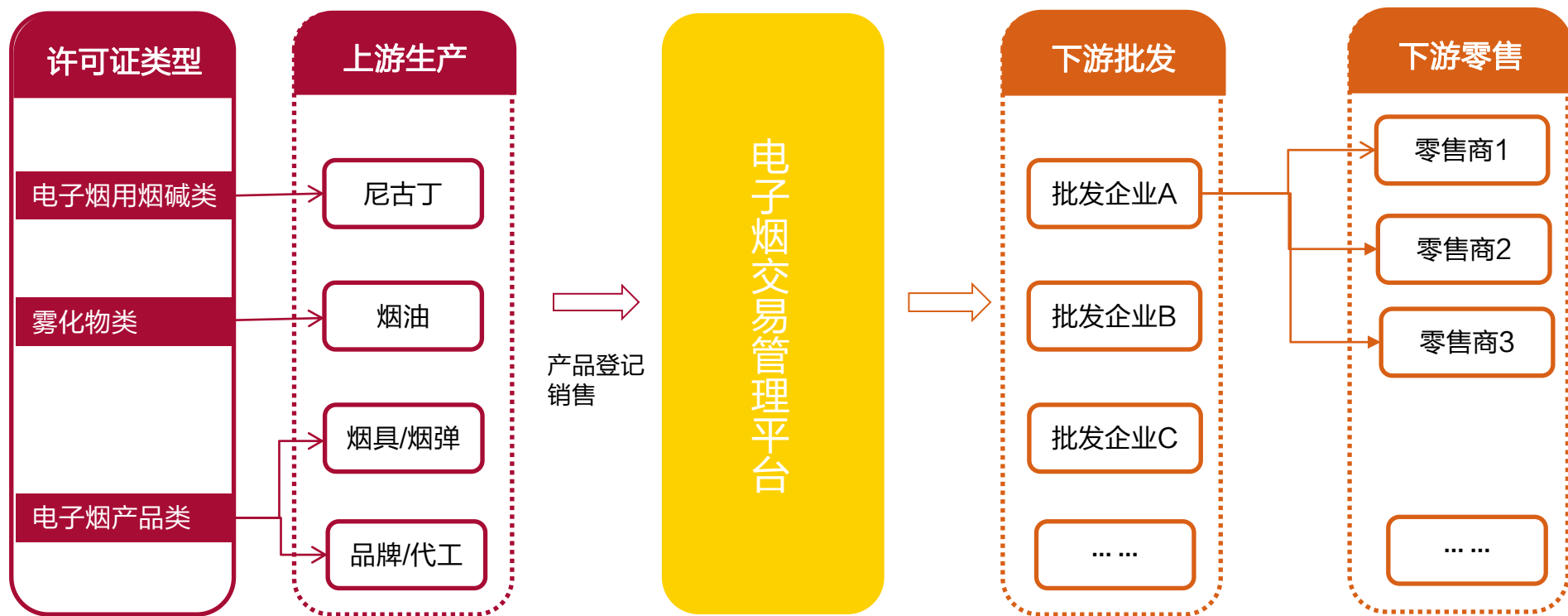


制图：杜羽

## 2.6.国内电子烟供应链一览

- 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





## 2.7.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**。
- **雾化供应链投资机遇—监管趋严，门槛抬升，积极拥抱大品牌、大市场**。近年来一方面以JUUL为代表的雾化“新秀”希望通过技术革命实现对传统烟草巨头的挑战；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。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。
- **烟草供应链投资机遇—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）、**中国波顿**（收购国际电子烟厂商吉瑞）、**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）。



### 3. 生物经济板块

2022年谋篇布局，2023年疫后待飞

### 3. 2022年国家首次提出生物经济发展规划，2023年重点关注哪些领域？

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及国内外经济复苏相继到来。

#### ◆ 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。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**。

##### 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。

#### + 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。

## 3.1.嘉必优：国内外市场需求打开，2023年有望成为业绩高增长元年

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。**核心逻辑：**

- 国内外市场需求打开，2023年有望成为业绩高增长元年。** 1) 公司国内业务有望于2022年Q4前后受益新国标备货。2023年2月22日婴幼儿配方食品新国标将正式实施。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。2) 公司国际业务于2023年有望因帝斯曼专利到期而进一步扩张。2023年6月后，帝斯曼ARA专利在全球各国的保护期均会到期。公司生产和销售ARA产品将不再受到限制，这将为公司业绩打开宽广的成长空间。3) 公司持续丰富产品线，为公司打开更大市场储备弹药：1、DHA。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两种成份；2、**燕窝酸SA**。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”；3、**公司将在现有人类营养业务上，进一步开展动物营养业务**，主要由下属公司嘉利多进行。
- 2023年有望推出国内食品领域第一个通过备案的合成生物学产品，公司估值或将持续提升。** 公司以合成生物学为底层技术，以来源替代为思路，积极开发储备新的功能性化妆品和食品新原料。截至22H1，公司开展了HMOs（2'-FL、3'-SL）、虾青素、依克多因、EPA、麦角硫因等高附加值产品的开发。其中，**人乳低聚糖HMOs是进展领先的产品**。HMOs，是母乳中第三大营养成分，具有调节婴幼儿肠道菌群平衡、提高婴幼儿自身免疫力等功能，在婴配食品领域具有较好应用前景。公司HMOs 2'-FL已完成中试，获得96%纯度的产品，正在进行法规许可申报阶段；3'-SL已完成实验室全套工艺优化和验证，正在进行中试前准备。人工酵母合成虾青素项目进入中试阶段，并产出了虾青素菌体，具备产业化基础；基于地衣芽孢杆菌的α-熊果苷合成项目底物转化效率达到行业领先水平，正在进行中试前准备。

表：新旧国标DHA和ARA添加标准对比（换算mg/100g奶粉）

	2010年标准		2021新国标	
<b>DHA</b>	min	max	min	max
<b>1段</b>	N.S.	140	72	192
<b>2段</b>	N.S.	140	72	192
<b>3段</b>	N.S.	140	N.S.	192
<b>ARA</b>	min	max	min	max
<b>1段</b>	N.S.	280	N.S.	382
<b>2段</b>	N.S.	280	N.S.	382
<b>3段</b>	N.S.	280	N.S.	382

资料来源：N.S.为没有特别说明，脂质营养与健康公众号，天风证券研究所

表：嘉必优基于合成生物学技术平台开展产品开发的储备（部分）

	产品介绍
<b>2'-FL</b>	岩藻糖基乳糖( <b>已完成中试</b> )是母乳中一种重要的低聚糖，具有益生元、增强免疫力、促进大脑发育等作用，在婴配食品领域有着广泛的应用前景。
<b>3'-SL</b>	唾液酸乳糖( <b>已完成小试</b> )作为最主要的人乳寡糖组成之一，具有益生元、促进大脑神经系统发育、免疫调节等作用，在婴配食品领域有着广泛的应用前景。
<b>EPA</b>	EPA（二十碳五烯酸）是鱼油的主要成分之一。EPA属于ω-3系列多不饱和脂肪酸，对心脑血管疾病预防有重要作用。
<b>Γ-PGA</b>	聚谷氨酸（聚-L-谷氨酸）因其特殊的分子结构，其保湿锁水功效较透明质酸更高。主要用来保湿、美白、抑菌、增进肌肤健康。
<b>麦角硫因</b>	麦角硫因是一种天然抗氧化剂，在人体内可以对细胞起到保护作用，是机体内的重要活性物质，具有清除自由基，解毒，维持DNA的生物合成，细胞的正常生长及细胞免疫等多种生理功能。
<b>依克多因</b>	依克多因是一个天然有效的化妆品活性成分。由于它具有广泛的细胞保护功能，因此可以应用于多种不同功能的化妆品中，有保湿、抗氧化、防护光老化、防晒等作用。
<b>α-熊果苷</b>	α-熊果苷能修复肌肤因紫外线引起的损伤，唤回肌肤的透明感。

资料来源：嘉必优招股说明书&公司公告，Chemical Book，天风证券研究所

## 3.2.路德环境：双向赋能白酒与饲料行业， 食饮糟渣资源化龙头崛起正当时

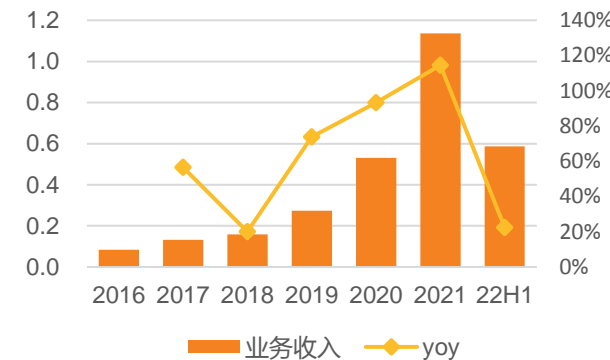
公司是专注于高含水废弃物处理与利用领域的高新技术企业，自2013年起从传统业务转向食饮糟渣处理业务，拥有酒糟年处理能力约40万吨。公司股权结构稳定，整体业绩稳步上行，新业务是增长主力。**核心逻辑：**

➢ **助力解决白酒与饲料两大行业痛点：**白酒糟含丰富的营养成分，拥有较大资源化利用潜力。供给端：白酒行业有ESG需求，白酒糟污染问题亟待解决。我国年均产量70亿升白酒的背后，是高达2000多万吨的酒糟固废，解决白酒糟污染问题是产业实现绿色发展关键。近年来，相关地区政府和企业对白酒糟资源化的重视程度逐渐提升；需求端：我国饲料行业对玉米豆粕的减量替代、替抗两大需求迫在眉睫。白酒糟微生物发酵饲料可实现有效替代。

➢ **公司拥有难以复制的壁垒优势：**1) 自研的糟渣技术源自水废处理业务，可处理多种食饮糟渣，为饲料产品丰富矩阵、未来业务拓宽道路铺垫广阔可能性，生产已实现全自动化；2) 产品兼具营养性与功能性，高性价比优势突出。截至22Q3，公司白酒糟生物发酵饲料售价约在2000元/吨，售价显著低于玉米豆粕价格，且存在较大提价空间；3) 区位卡位核心白酒糟产地，地理独特性决定复制难度高，酒糟资源供货渠道得以提前锁定。目前公司已与金沙窖酒、珍酒、川酒、贵酒、郎酒、古井贡酒等多家大型酒企签订长期供货协议，且附有排他条款。

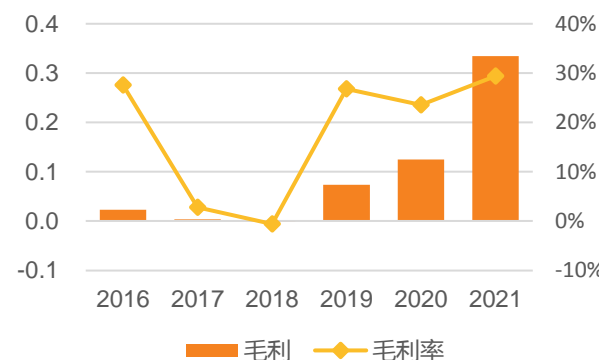
➢ **量价齐升正当时，产能腾飞进行中：**公司盈利模式清晰，客户群体包括新希望六和、光明集团、现代牧业、安佑集团、玖兴集团、澳华集团、禾丰牧业。业绩受多因素利好实现快速增长，产销两旺。产品售价稳中有升，盈利能力持续增强。根据公司公告，预计生物发酵饲料产能3年有望扩4倍，至2024年末全部生物发酵饲料产能达42万吨。

图：路德环境的酒糟资源化业务收入&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：路德环境酒糟资源化业务的毛利&毛利率（亿元，%）



表：路德环境的白酒糟生物发酵饲料产能建设规划（截至2022年数据）

项目	地理位置	酒糟类型	规划年产能 (万吨/年)	酒糟年处理量 (万吨/年)	项目状态
古蔺路德	四川省泸州市	酱香型	7	17.5	已投产
金沙路德	贵州省毕节市	酱香型	15	37.5	建设中
遵义路德	贵州省遵义市	酱香型	8	20	建设中
亳州路德	安徽省亳州市	浓香型	12	36	新建中
古蔺（二期）	四川省泸州市	酱香型	10	-	拟建设
合计	-	-	52	111	-

资料来源：路德环境公司公告，天风证券研究所

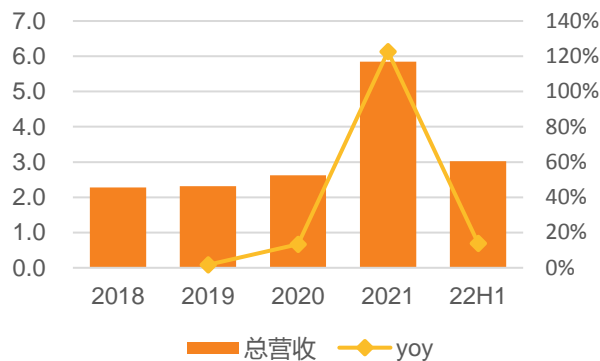
### 3.3. 海正生材：全球聚乳酸龙头产能扩张进行时，5年有望翻4倍

公司是一家专注于聚乳酸研产销的高新技术企业，是《聚乳酸》国标的第一起草单位。公司历史沿革简明，发展即聚乳酸产能的扩张，整体业绩随产能扩张+国内外禁限塑令推进呈现稳步上行趋势。**核心逻辑：**

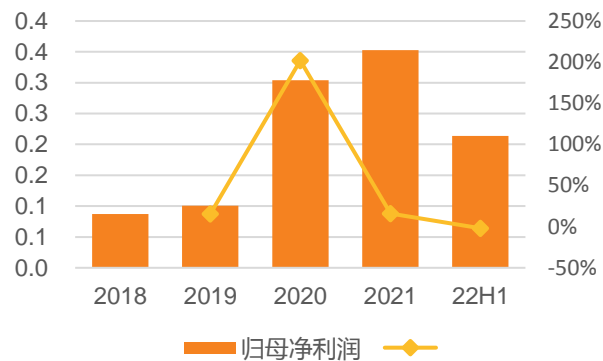
➤ **聚乳酸：助力塑料行业实现“碳中和”的关键材料。**聚乳酸（PLA）属于一种生物基可生物降解塑料，在替代石油基塑料与使用可降解塑料的多个场景中表现突出：供给端：近年来，可生物降解塑料总体处于快速增长期，聚乳酸是其中产业化程度最高、产能最高、且增长快速的材料，2020年全球产能为39.5万吨，2018-20年CAGR达35%。我国聚乳酸产业链至2020年才完全打通上下游，但目前，丙交酯供应缺乏仍是影响我国聚乳酸产能增长的主要因素；消费端：联合国环境规划署预计2040年全球每年将有约7.1亿吨塑料垃圾被遗弃。聚乳酸目前被认为是解决塑料制品“白色污染”的主要替代产品，而其2020年占全球塑料产量的比例仅为0.1%。在全球“限塑禁塑”时间表稳步推进的背景下，我们预计聚乳酸及其制品的市场空间广阔，需求或将持续增长。

➤ **核心优势：公司是国内极少数掌握聚乳酸并投产的企业之一。**1) 技术：在我国目前已建并投产的聚乳酸生产线不多，且多数规模较小。公司是国内为数不多完整掌握“两步法”工艺的企业，现已完成较为完整的“乳酸-丙交酯单体-聚乳酸-聚乳酸制品”全工艺流程的开发。19H2起，公司已可自供丙交酯，突破了原料缺乏的瓶颈；2) 产品：公司产品终端应用领域广泛，基本覆盖“白色污染”主要来源以实现替代。2021年，公司在国内市场市占率已超1/3；向境外销售量占我国聚乳酸出口总量的81%，产品广受国际客户认可；3) 产能：**公司产能预计未来快速增长，5年或将翻4倍。**根据公司公告，公司22/23E/26E纯聚乳酸树脂合计产能为4.5/6.5/21.5万吨，长期战略规划产能将≥50万吨。公司将继续延长产业链，探索新盈利增长点。

图：海正生材总营收&同比增速（亿元，%）



图：海正生材总营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表：海正生材未来五年产能扩增规划与目前已收到的客户意向函&采购计划预测情况对比（万吨，截至2022年8月数据）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
预计年产能[注1]					
岩头厂区	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
年产5万吨聚乳酸树脂及制品工程项目（一期）	3	3	3	3	3
年产5万吨聚乳酸树脂及制品工程项目（二期）	1	2	2	2	2
年产15万吨聚乳酸项目（募投项目）	-	-	4	13	15
预计年产能合计	5.5	6.5	10.5	19.5	21.5
已收到的客户意向函及采购计划					
境内客户	2.91	4.72	7.08	9.53	11.95
意大利客户	0.5	0.73	0.96	1.2	未提供
日本客户	0.19	0.4	0.54	0.72	1.05
韩国客户	0.36	0.44	0.51	0.59	0.68
客户意向采购量合计	3.96	6.29	9.09	12.04	13.68
客户意向采购量占预计年产能比例	72.00%	96.77%	86.57%	61.74%	63.63%

注1：预计年产能的情况如下：

- （1）年产5万吨聚乳酸树脂及制品工程项目（一期）设计产能3万吨，已完成产能爬坡，2022年度的产能达到3万吨
- （2）年产5万吨聚乳酸树脂及制品工程项目（二期）设计年产能2万吨，预计于2022年开始产能爬坡，并于2023年达到2万吨；
- （3）年产15万吨聚乳酸项目（募投项目）预计2024年6月投产，考虑产能爬坡，预计2024-2026年实际产能分别为4万吨、13万吨和15万吨；

注2：上述客户意向采购量为根据客户意向函及初步采购计划预测情况统计，不代表最终可实现的购销数量。

资料来源：海正生材招股说明书，天风证券研究所

## 3.4. 中粮科技：背靠中粮集团的粮食深加工龙头，向生物科技创新型企业大步迈进

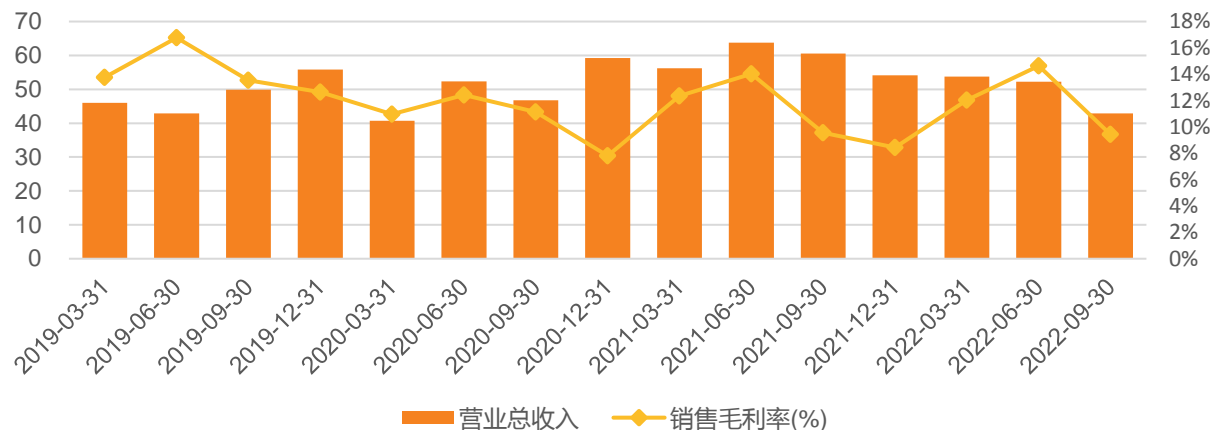
公司是**中粮集团旗下从事以玉米为主的精深加工生物科技创新型企业**，自2018年资产重组上市以来，**持续推进转型升级，盈利能力稳步上行**。公司现已搭建了从原料端-生产端-销售端的多产品、全链条的完整布局，**向生物科技创新型企业大步迈进**：

- **原料端**：公司多个生产基地位于黑龙江、吉林、河北等主要玉米产区，通过门前采购等方式可满足生产要求。
- **生产端**：公司拥有700万吨玉米深加工产能。玉米精深加工产业链较长，可产出食品、能源、材料等多种产品。目前公司业务范围已涵盖：

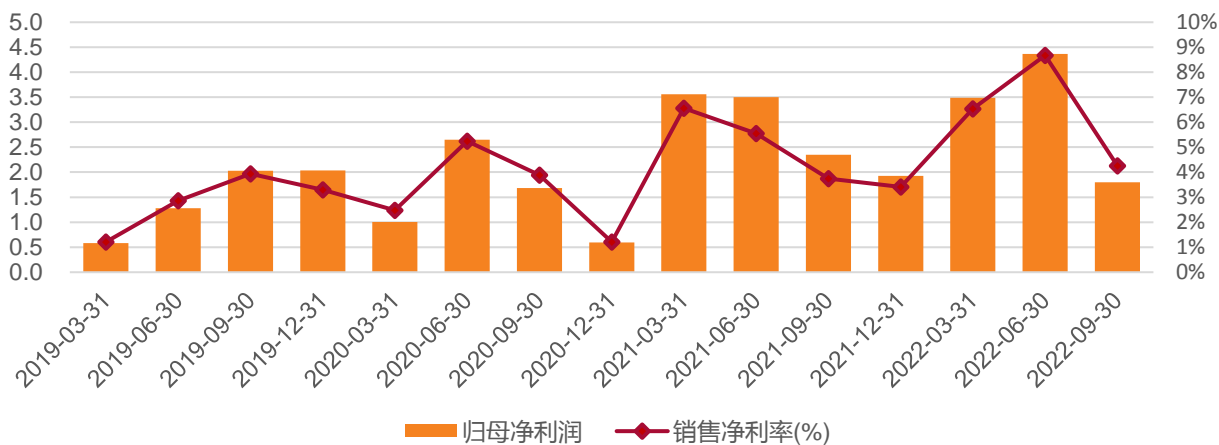
1. **食品原料及配料**。主要产品包括**淀粉、淀粉糖、味精、柠檬酸**等，广泛应用于食品饮料、保健品、饲料和化工等领域。公司已成立**功能糖醇项目推进小组**，有序推进相关项目发展。其中**阿洛酮糖项目**已在积极推动国内法规申报，申报进展居于国内领先地位；
2. **生物能源**。主要产品是燃料乙醇，主要应用于乙醇汽油的制备。公司目前已是国内燃料乙醇龙头，且公司将持续提升**纤维素乙醇技术**，在政策、市场成熟的条件下择机建设示范项目；
3. **生物基可降解材料领域**。主要产品为**聚乳酸PLA及其原料丙交酯、PHA等可再生绿色生物材料**，广泛应用于包装物、农膜、纺织、工程塑料、医疗等领域，是国家战略性新兴产业。2022年6月，公司合成生物材料PHA年产1000吨中试装置建设和工艺优化项目（一期）一次性投料试车成功，已打通全工艺流程；2022年9月，公司年产3万吨丙交酯项目已引入战略投资者并已经开工建设。

- **销售端**：公司背靠中粮集团，拥有国内外市场渠道优势。同时公司着力于推进从产品销售商向解决方案提供商的身份转变。

图：中粮科技单季度总营收&毛利率（亿元，%）



图：中粮科技单季度归母净利润&净利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.5. 山高环能：我国餐厨垃圾资源化龙头，2023年受益餐饮复苏开工率提升

公司（曾用名：北清环能）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，是生物质燃料的关键原料）主业有望随全球向“碳中和”时代迈进，进入高速发展期。核心逻辑：

- **供给端：公司2022年产能高速扩张，随2023年餐饮复苏开工率恢复，有望重启业绩高增长。**餐厨垃圾处理业务作为餐饮产业链下游环节，与人们外出就餐情况息息相关。根据2022半年报，公司已运营&在建餐厨垃圾处理产能合计4030吨/天，但开工率受疫情影响较大。2022年12月后，我们认为公司业务有望随餐饮业复苏而提升开工率，同时公司各其他餐厨废油脂来源供应逐渐恢复，使公司业绩增速与产能增速相匹配。
- **需求端：1) 美国有望接力欧盟成为我国UCO新的需求市场。**2022年美国可再生柴油产能达到818万吨/年，较2021年翻超两倍，由于欧洲2022年未新建工厂，美国产能将首次超过欧洲。同时，结合美国环保署EPA于12月1日发布RFS（可再生燃料标准计划）的背景，我们预计未来美国以UCO为做原料的可再生燃料的使用量将继续增加。公司目前已有出口美国的订单；**2) 远期来看，UCO或将长期受益HVO、SAF需求的增长。**截止2022年12月数据，国际航空运输协会（IATA）估算，2022年可持续航空燃料（SAF）的产量将达到或超过3亿升，较2021年同比增200%。并以期在2030年实现年产300亿升的脱碳转折点阈值。

表：山高环能运营、拟收购项目（截至22H1）

运营项目	垃圾处置能力（吨/日）	项目性质	特许经营年限	项目状态
济南市餐厨垃圾收运处理项目	480	BOT	25年	运营（国家第三批试点城市示范项目，餐厨厨余垃圾协同处理）
青岛市餐厨垃圾处理项目	300	BOT	25年	运营（首批通过国家验收试点城市项目，率先采用预处理+全物料厌氧发酵工艺及沼气产品化应用）
烟台市餐厨垃圾处理项目	200	BOT	25年	运营（餐厨垃圾处理沼气和垃圾填埋气协同利用，实现热电联产+精致天然气，实现能源自给自足）
太原市餐厨废弃物处理项目	500	BOT	30年	运营（太原市六城区及四个开发区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理）
湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目	350	PPP	20年	试运行（餐厨垃圾、厨余垃圾、废弃油脂、废渣综合处理）
银川保绿特餐厨废弃物收运、处置项目	400	BOT	30年	运营（为全国首批33个试点城市项目之一，正在进行项目的提标改造）
兰州餐厨垃圾处理项目	500	BOT	30年	运营（国家发展改革委、环保部等五部委确定的全国餐厨废弃物无害化处理、资源化利用首批试点企业）
大同餐厨废弃物处置项目	100	BOT	28年	运营（入选国家50家资源循环利用基地之一）
武汉百信餐厨废弃物处理项目	200	BOO	28年	运营（为湖北省第一家餐厨废弃物专业处置单位，承担武汉市东西湖区、桥口区、汉阳区、蔡甸区、江汉区、沌口经济开发区等六个区的餐厨废弃物处置工作）
菏泽同华餐厨废弃物收运、处置项目	200	PPP	30年	运营（菏泽市区及五县的餐厨垃圾收运处置）
单县同华餐厨废弃物处置项目	100	BOT	30年	运营（单县唯一餐厨废弃处理厂，主要服务于单县行政区）
天津津南餐厨垃圾处理项目	300	BOO	25年	运营（服务于天津市内六区和环城四区的餐厨垃圾收运处置）
天津滨海餐厨垃圾处理项目	400	BOO	30年	在建（为天津市滨海新区首个有机废弃物综合利用处置项目，项目建成后将填补新区餐厨垃圾处理设施空白）
<b>合计</b>	<b>4030</b>			
拟收购项目名称	垃圾处置能力（吨/日）	项目性质	特许经营年限	项目状态
成都餐厨垃圾处理项目	200	市场化运营	非特许经营	运营（服务于成都市青白江区、高新区、金牛区）
长宁餐厨垃圾处理项目	100	BOT	20年	运营（服务于长宁县、南溪区、兴文县和江安县）
<b>合计</b>	<b>300</b>			

资料来源：山高环能公司公告，天风证券研究所

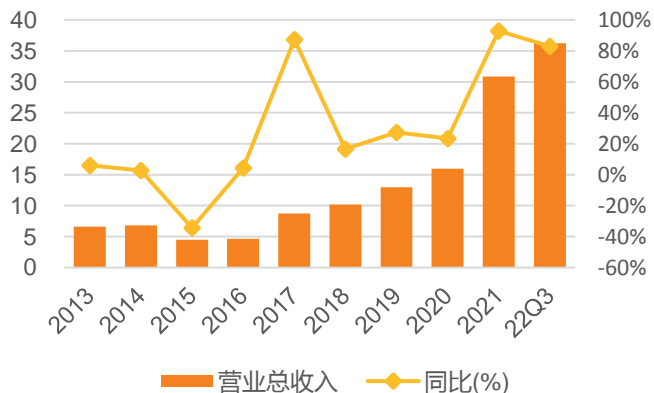


## 3.6. 卓越新能：生物柴油行业淡季方显龙头实力，烃基生物柴油产能稳步推进

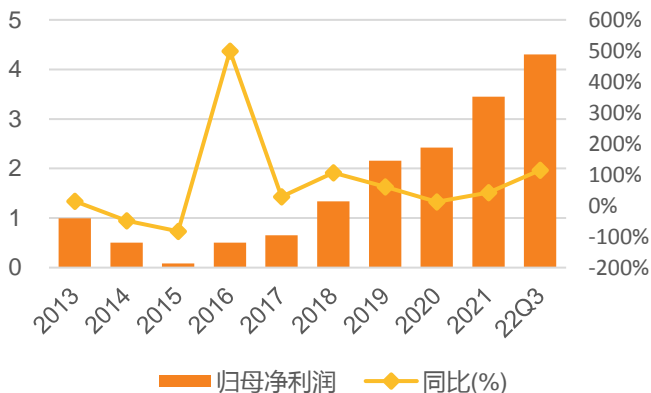
公司是我国生物柴油龙头，现已形成“生物质能化一体化”的产业布局，主要产品涉及1) 生物质能源：生物柴油；2) 生物基化学材料。公司研发实力行业领先，现已进入产能快速释放阶段，将以“用3至5年时间达到产能规模生物柴油75万吨/年、生物基材料25万吨/年”为目标，高速发展。**核心逻辑：**

- **22Q3生物柴油行情转淡，龙头优秀盈利能力此时方显。**行业来看：根据Argus，2022年7月至今，欧盟生物柴油价格除8月短暂回升外，其余时间均处于下行趋势。叠加海运费居高不下等多种因素，欧盟买家对采购中国生物柴油成品油意愿下降，使我国生产商在销量与利润等多方面同时承压；公司来看：卓越新能作为我国生物柴油行业龙头，在22Q3产能与Q2一致的前提下，单Q3仍实现营收与净利润的环比小幅双增长，可见公司盈利能力强大；展望后市：根据Argus截至2022年底数据，欧盟酯基生柴降价趋势或已见底。由此可见，我们认为，行业或已行至历史相对底部，因此**2023年我国生物柴油出口价格目前下行压力已相对较小，同时一旦市场对欧盟经济预期好转，则我国生物柴油行业或将重新进入上行阶段，而国内生物柴油生产商中能维持良好经营的企业则有望率先受益。**
- **拟于荷兰设全资子公司，支撑海外业务快速发展。**公司为进一步拓展欧洲生物能源市场，实现公司的国际化战略，拟用自有资金在荷兰设立全资子公司卓越新能（荷兰）有限责任公司，注册资本不超过2000万美元。根据《鹿特丹自由贸易港发展经验及对海南自由贸易港的启示》（2021），鹿特丹港拥有欧洲当前最大的生物能源产业群。我们认为，公司此举有利于及时把握欧盟市场关于生物质能源和生物基材料的需求新动向，为公司海外市场扩展和未来可持续发展打下坚实基础。
- **烃基生物柴油10万吨产能稳步推进。**截至2022年11月数据，公司烃基生物柴油项目目前土地正在开展三通一平工作。烃基生物柴油是动植物油脂、废弃动植物油脂或其衍生物通过加氢反应制得的烷烃，适用于压燃式柴油发动机的生物液体燃料，具有十六烷值高、低冷滤点等特点。从原料和工艺路径上来看，使用植物油、废油、脂肪等原料制成的烃基生物柴油可以通过进一步分馏组分产出生物航空煤油（也称“生物航煤”，SAF）。国际航空运输协会（IATA）认为，发展生物航煤是航空业实现减排目标的重要手段。我们认为，**公司在烃基技术上的推进为公司未来参与生物航煤市场打下了坚实基础。**

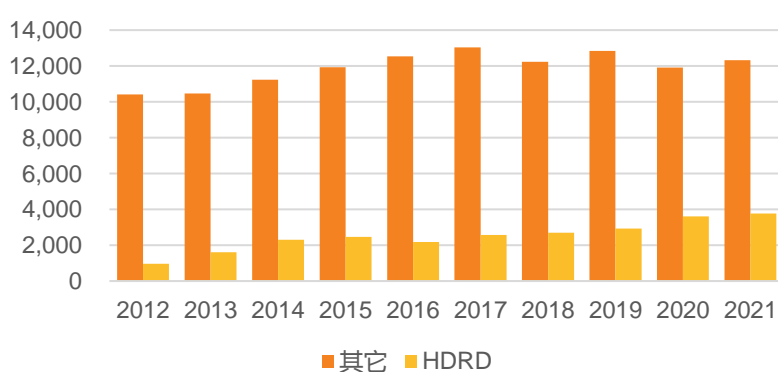
图：卓越新能总营收&同比增速（亿元，%）



图：卓越新能归母净利润&同比增速（亿元，%）



图：欧盟生物柴油中可再生柴油产量渐增（百万升）



资料来源：Wind，卓越新能公司公告，USDA，天风证券研究所



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.

## 4. 智能驾驶板块

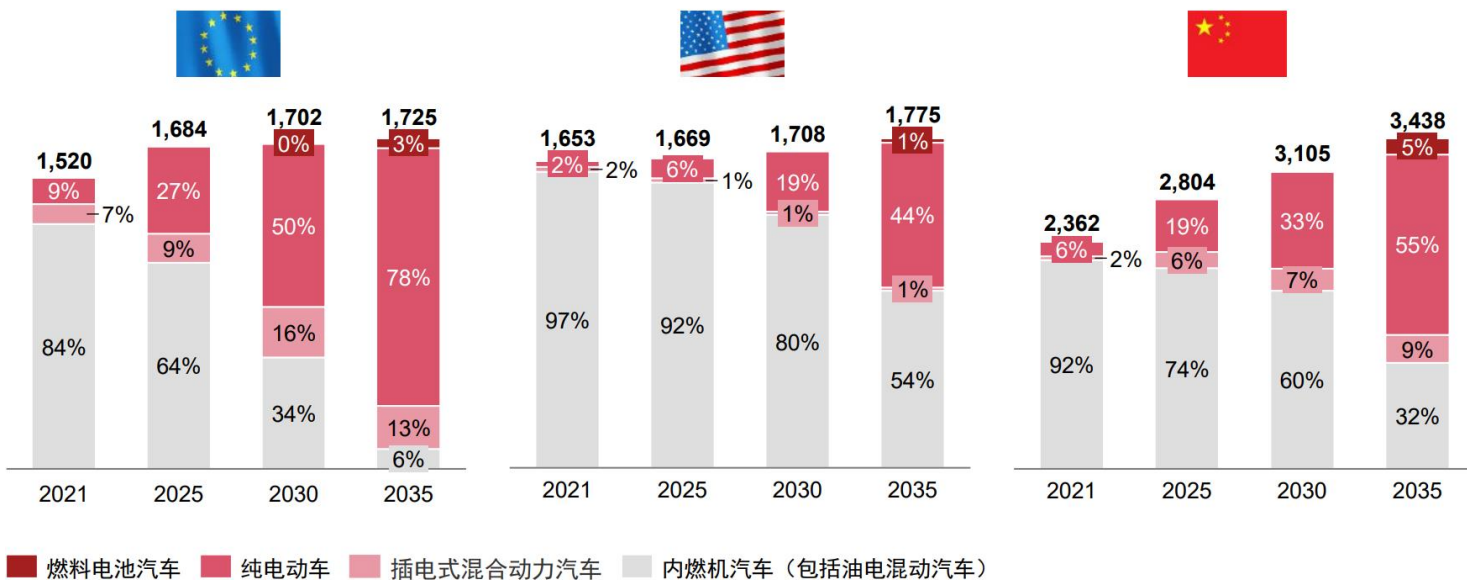
All In 智能化时刻来临，继续强Call智能驾驶产业链！

## 4.1. 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，2023年继续看好汽车零部件板块增量机会。**

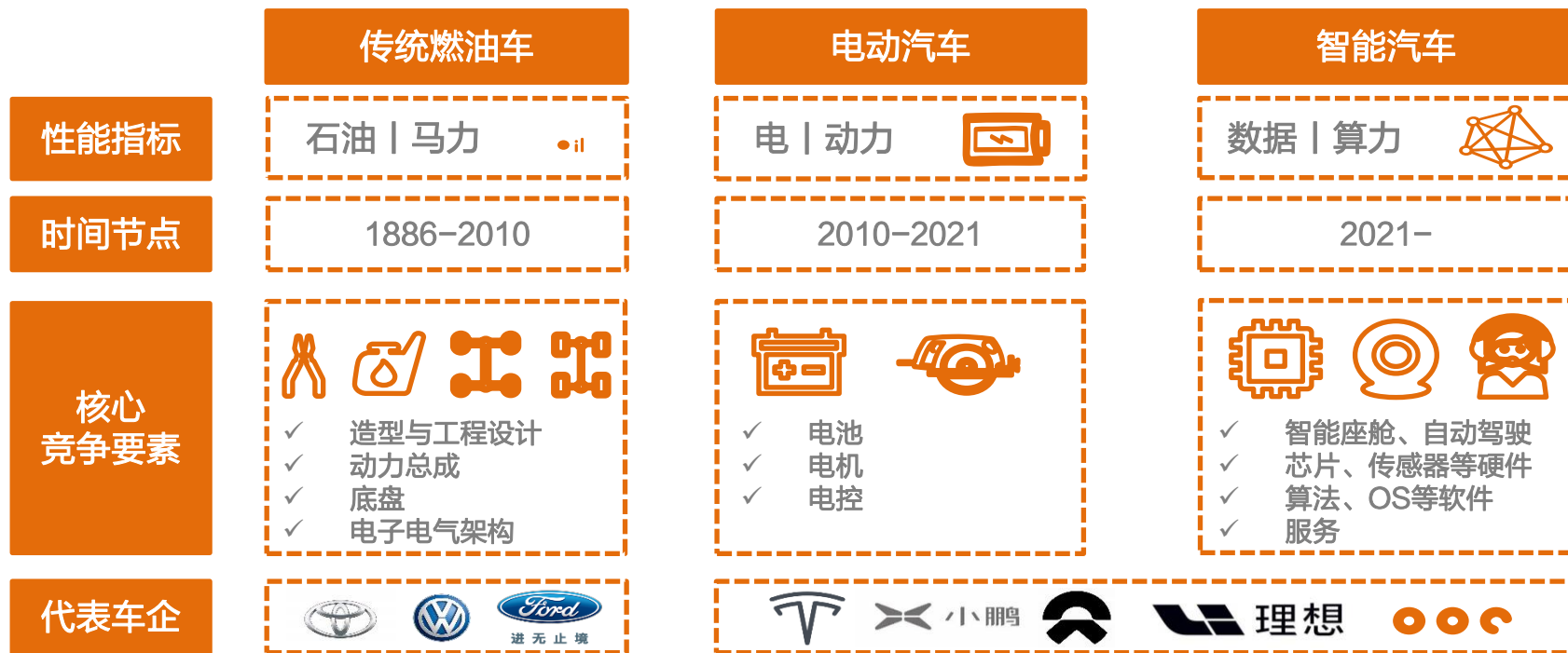
主机厂	“碳中和”目标
戴姆勒	“在未来20年建立一支碳中和的新汽车车队”
沃尔沃	在2040年之前，将公司发展成为全球气候零负荷标杆企业
丰田	2050年全球工厂实现二氧化碳零排放
日产	2050年车辆生命周期碳中和
长城汽车	2023年，实现首个零碳工厂，建立汽车产业链条的循环再生体系； 2025年，长城汽车推出50余款新能源车型（占全部车型比重达到80%）； 2045年，全面实现碳中和。

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）



## 4.2. 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。



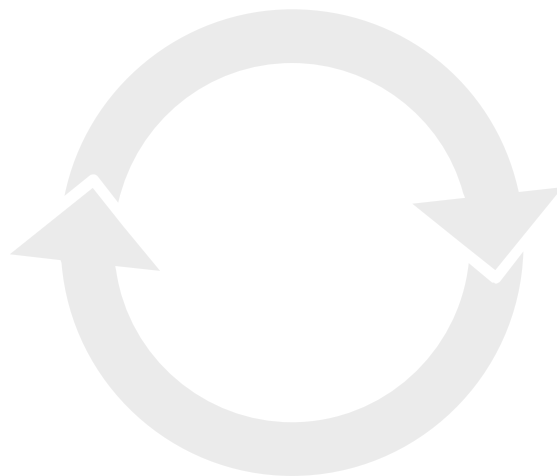
## 4.3. 域控 + SOA+ 商业模式变革+ 主机厂组织架构变革 = 智能电动汽车！



- 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。

## 4.4. 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

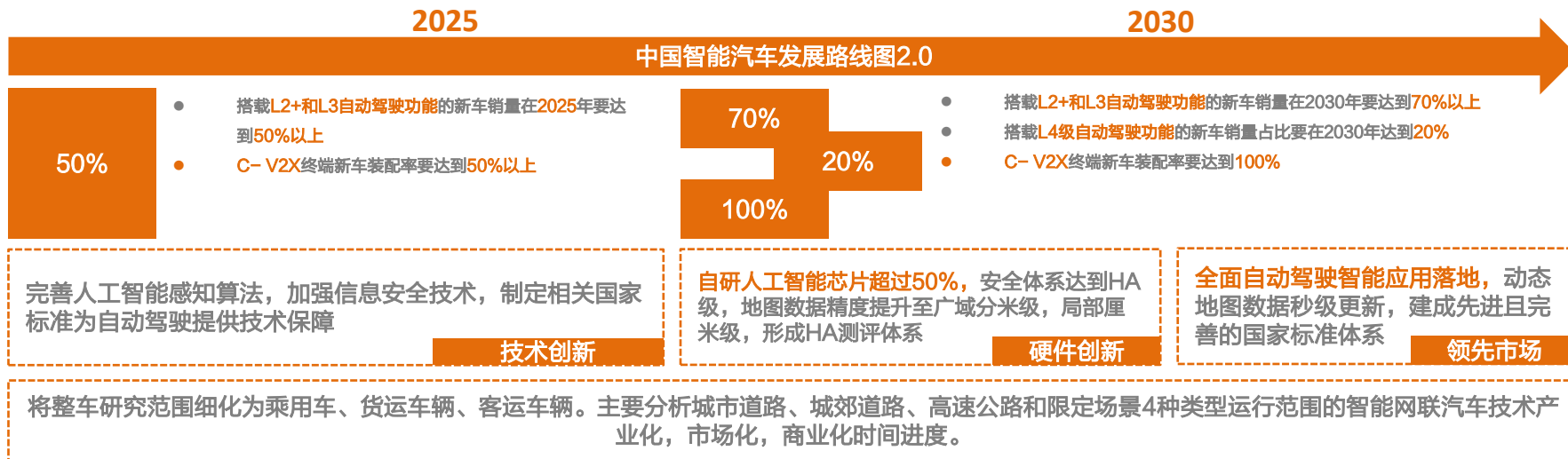
缺芯缓解

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

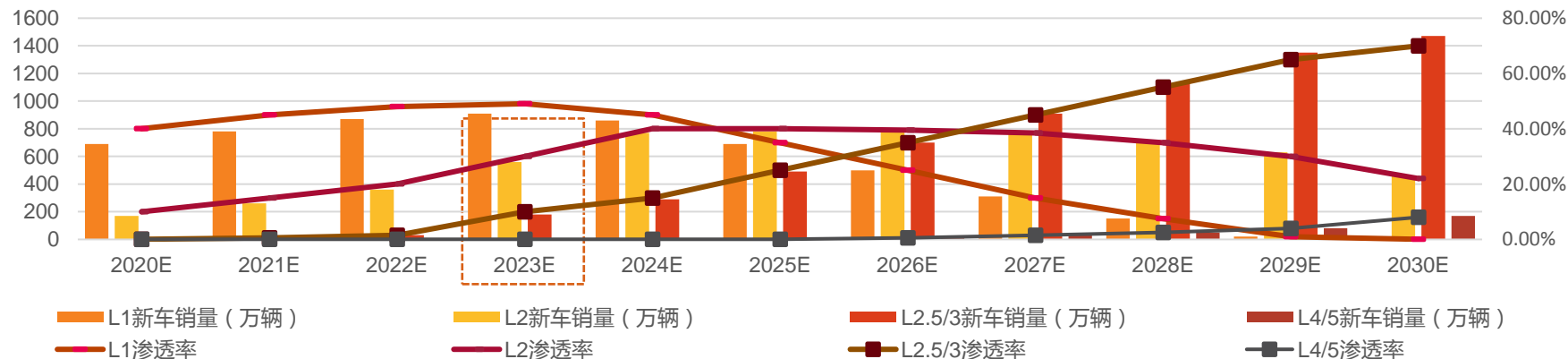
主机厂加码 + 政策助力 + 缺芯缓解 = All In 智能化时刻来临

# 4.5. 汽车智能化：高级别智能驾驶汽车【L2+及以上】2023年有望迎来放量期



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



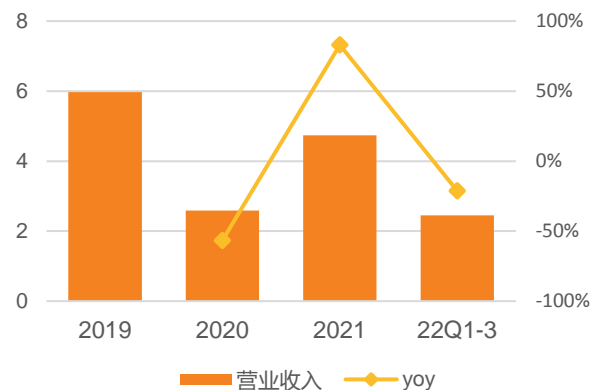
## 4.6. 2023继续推荐智能驾驶产业链!

### 4.6.1. 智能驾驶之奥比中光：国内3D视觉感知龙头，布局纯固态激光雷达有望后发先至!

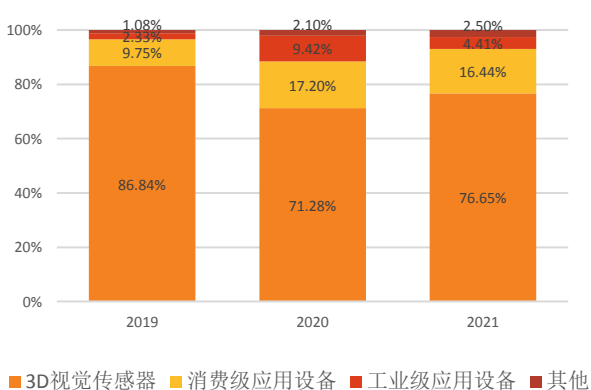
公司成立于2013年，成立以来专注于3D视觉感知技术研发，致力于让所有终端都能更好地看懂世界。公司主营业务是3D视觉感知产品的设计、研发、生产和销售，产品类型包括3D视觉传感器、消费级应用设备、工业级应用设备三大类。公司现已成为全球少数几家全面布局六大3D视觉感知技术（结构光、iToF、双目、dToF、Lidar以及工业三维测量）的公司，公司于2019年成立奥锐达进军智能汽车赛道，于2022年7月成功登陆科创板。2021年，公司研发费用率（剔除股份支付）达72.05%。22Q1-3公司实现营收2.45亿元，同比降21.17%；归母净利润-2.05亿元，同比降7.57%。

- **3D视觉传感方面：**3D视觉传感器方面：产品包括Astra系列3D视觉传感器，客户包括蚂蚁集团、商米科技、OPPO等。消费级应用设备方面：公司产品包括3D刷脸支付设备、3D体感一体机、3D体态仪等，客户主要为蚂蚁集团、阿里集团等。工业级应用设备方面：产品包括三维光学扫描测量、三维光学弯管测量、三维全场应变测量，客户有南京航空航天大学等高校、研究所及企业单位。公司全栈式技术能力+全领域路线布局构筑核心壁垒，百万级出货量+芯片&算法自研+头部客户资源+不断开拓新兴场景，3D视觉感知平台雏形已现。
- **激光雷达领域：**子公司奥锐达于2019年4月成立，致力于研发与设计创新的激光雷达和车载3D摄像头底层核心元器件和新型架构，产品包括面向移动机器人和汽车行业的激光雷达和3D TOF摄像头产品。公司在结构光、感光芯片设计、光学设计等方面know-how能充分复用至激光雷达领域，现已实现一款面阵SPAD芯片流片，并有多款在研，车规级产线亦在规划之中；此外，公司单光子面阵固态激光雷达方案顺应行业芯片化降本趋势，亦能打破传统激光雷达厂商在扫描模块上建立的工程壁垒，有望后发先至。
- **机器人领域：**公司入驻地平线开发平台，双方联合推出适用于服务机器人、扫地机器人的3D视觉应用解决方案公司。目前公司已正为优必选、普渡、高仙、擎朗、云迹、猎户星空等国内知名机器人企业合作打造3D“慧眼”。

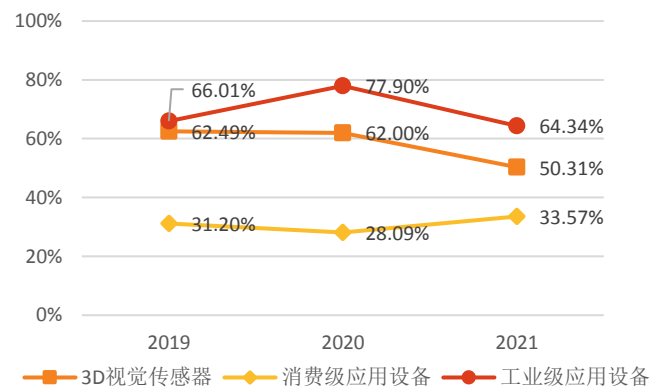
图：奥比中光营收&同比增速（亿元，%）



图：奥比中光各项业务占比（%）



图：奥比中光各项业务毛利率（%）





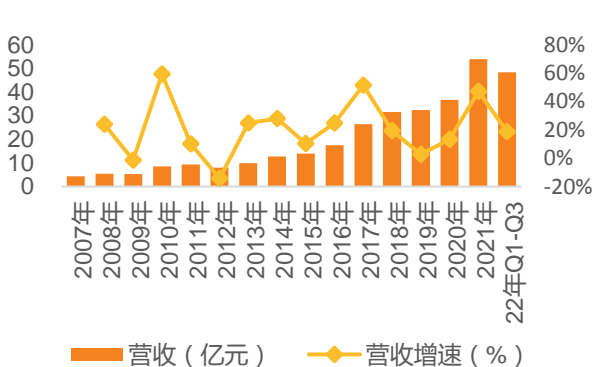
## 4.6. 2023继续推荐智能驾驶产业链!

### 4.6.2. 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!

“双环传动”原身为 1980 年创立的玉环县振华齿轮厂，于2010 年 9 月在深交所成功上市。在四十年的企业发展过程中，双环始终坚持专注于机械传动齿轮的研发、设计与制造，目前已拥有浙江双环、江苏双环、嘉兴双环、大连环创、欧洲双环等多个国内外生产制造基地，占地面积约 1600 余亩，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 2022H1 国内新能源车纯电市占率接近70%，是我国新能源车纯电齿轮制造领域的绝对龙头。

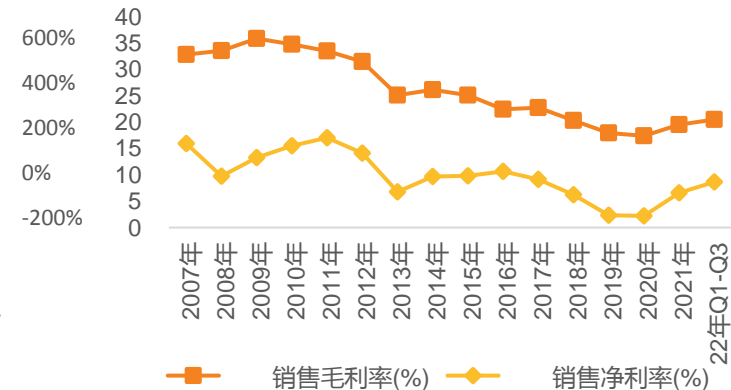
图：公司营收稳步增长（亿元，%）



图：公司伴随收入修复利润弹性大（亿元，%）



图：公司业绩反转显著（%）



## 4.6. 2023继续推荐智能驾驶产业链！

### 4.6.3. 智能驾驶之蓝黛科技：受益汽车智能电动化浪潮，公司传动业务高速增长！

公司创立于1996年，于2015年在深交所上市，系动力传动总成及零部件、触摸屏及触控显示模组的专业供应商。历经20余年的发展，公司已由动力零部件的单一化供应商逐步转型为动力传动、触控显示双主业协同的综合性企业。作为国家高新技术企业和国家科技重大专项项目牵头单位，公司产品屡获“中国驰名商标”、“重庆市名牌产品”、“重庆市高新技术产品”等称号，公司参与研发的“复杂修形齿轮精密数控加工关键技术与装备”项目获国家科学技术进步奖二等奖。

- **动力传动逆风翻盘，新能源高精度齿轮后起之秀。**公司深耕动力传动领域超20年，积极推动传统+新能源“两步走”策略，持续丰富产品矩阵，拓展自动变速器6AT、AMT、发动机平衡轴、新能源减速器等新业务，实现目标向中高端客户群转移。公司新能源业务表现亮眼，加码产能扩张，战略合作、定点意向纷纷落地，有望把握增量机会，迎来高速增长。
- **触控显示市场广阔，积极培育车载核心单品。**触控屏应用领域多元，现阶段主要集中于消费电子和车载领域：消费电子在疫情期间韧性凸显，出货量指标持续维持高景气；车载领域大屏化、多屏化成主流趋势，对车载显示需求量大，未来市场增量可观。公司于2019年完成收购台冠科技，充分发挥其与母公司的资源联动优势，大力拓展车载触摸屏业务，已成为亚马逊、京东方、富士康、GIS等知名企业的供应商；2021年有多项车载显示产品立项，量产达成率显著提升。

风险提示见文末。

## 4.6. 2023继续推荐智能驾驶产业链！

### 4.6.4. 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。

图：万里扬DHT混动产品图示



风险提示见文末。

## 4.6. 2023继续推荐智能驾驶产业链！

### 4.6.5. 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。

风险提示见文末。



## 5. 博彩板块

新博彩法修订+经营牌照落地，看好疫后业绩修复弹性

## 5.1. 赌牌竞投+赌桌分配双落地，澳门博彩行业发展确定性增强

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；11月26日，澳区政府公布新一轮娱乐场幸运博彩经营批给临时判给结果，现有的6家澳门博彩企业获得续约，并已于12月18日完成正式合同签订。

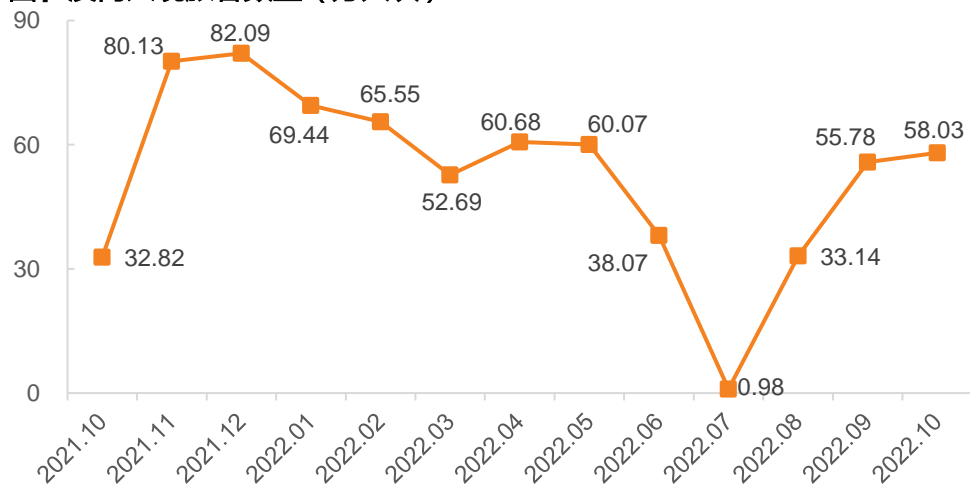
- **“7争6”赌牌竞投尘埃落定，现有6家博彩企业获续约。**根据澳门新博彩法案，娱乐场幸运博彩经营批给数量上限由原来的3个增加至6个，并明文禁止批给；批给期限由不多于20年缩减至不少于10年，但允许在例外情况下延长3年，累计期限不超过13年。2022年11月26日，澳门特区政府发布新一轮娱乐场幸运博彩经营批给临时判给的公开竞投结果，**将经营判给予以现有的银河娱乐、永利澳门、澳门威尼斯人、新濠博亚、澳娱综合、澳门美高梅共6家博彩企业**；本轮批给数量共计6个，最长有效期10年，于2023年1月1日起正式生效。
- **6000张赌桌分配结果出炉，行业发展更趋明晰化。**根据澳区政府第159/2022号行政长官批示，自2023年1月1日起，**所有博彩承批公司可经营的博彩桌总数量上限为6000张、博彩机总数量上限为12000台**。2022年12月18日，6家博彩企业分别与澳区政府正式订立《澳门特别行政区娱乐场幸运博彩经营批给合同》；其中，**金沙中国**附属公司VML获准经营赌桌1680张、博彩机3700台，**澳娱综合**获准经营赌桌1250张、博彩机1700台，**银河娱乐**获准经营博彩桌1000张、博彩机1700台，**美高梅金殿超濠**获准经营经营博彩桌750张、博彩机1700台，**新濠国际发展**获准经营博彩桌750张、博彩机2100台；**永利澳门**附属公司WRM获准经营博彩桌570张、博彩机1100台。此外，**6家博彩企业已承诺在特许经营期间合计投资约1188亿港元用于拓展外国客源和非博彩项目**。
- **《减免承批公司博彩毛收入拨款的施行细则》落地，博彩企业有望获得5%税费减免。**根据新博彩法，澳门博彩总税率由此前的39%（35%+4%）小幅上调至40%（35%+5%），其中35%为博彩直接税率，5%为用作社会保障事业的特别拨款。近期发布的实施细则对减免拨款事项作出明确规定，其指出在减免承批公司缴纳特别拨款时，**将外国客源市场拓展等纳入考虑因素**；据此，符合条件的博彩企业有望获得5%的税费减免。

综上，我们认为：新博彩法的重点在于完善监管，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。在此背景下，随着新一轮赌牌竞投结果出炉和赌桌重新分配落地等，澳门博彩行业未来发展更趋明晰化，博彩企业未来经营确定性进一步增强；从长期视角看继续利好优质行业龙头，特别是以中场业务为主、非博彩业务多元布局、积极践行琴澳一体化的公司。

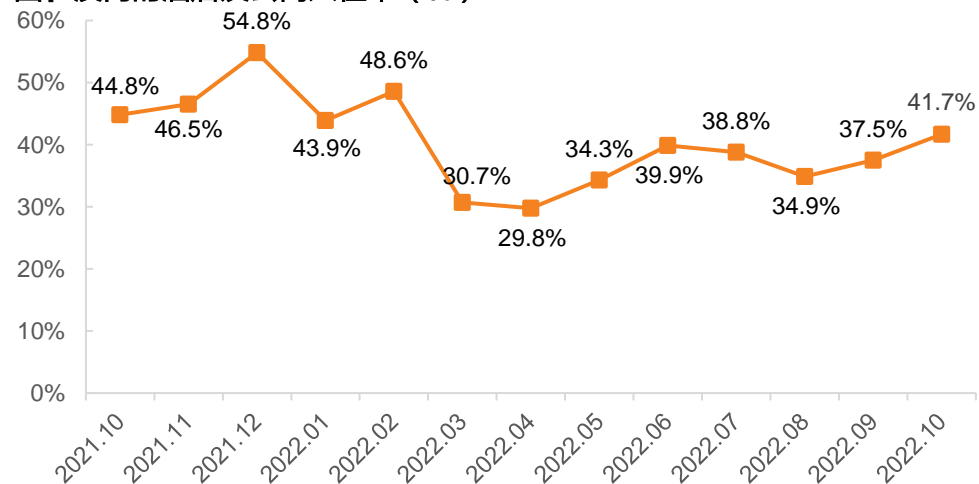
## 5.2. 疫情防控措施持续优化，博彩业复苏迎正面催化

- ▶ **澳区政府持续优化疫情防控措施，催化博彩收入回弹预期。**自国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》以来，澳门特区政府积极响应防疫优化，不断对出入境和防疫措施作出优化调整。2022年11月11日，澳区政府对从外国、中国香港、中国台湾入境澳门人员的医学观察期由“7+3”调整为“5+3”；12月10日，澳门应变协调中心对防疫指引作出调整，包括：①进入一般公众场所、公共交通工具可不出示健康码，②将集体节庆、文娱、康体活动的入座率放宽至75%，③取消餐饮聚会活动的人数限制等。此外，澳门已于12月14日进入防疫过渡期第二阶段。**出入境政策方面**，对入境人士的核酸检测阴性证明要求由24小时陆续放宽至72小时，并自12月23日起取消入境后的落地核酸检测、健康码赋红码等措施；此外，澳区政府已宣布**自2023年1月8日起恢复澳门国际机场转机业务，并取消自中国内地、中国香港和中国台湾地区入澳人士的新冠病毒检测证明。**
- ▶ **电子签申请+赴澳旅行团重启，澳门经济复苏路线清晰。**随着澳门疫情形势平稳和内地居民赴澳旅游需求增多，国家移民管理局自2022年11月起在全国公安机关出入境窗口启用智能签注设备，受理赴澳旅游签注申请。此前，澳门卫生局发布《给旅行团组织者的建议》，对赴澳旅行团的相关行程制订活动指引；赴澳旅行团将首先覆盖广东、福建、江苏、浙江和上海。基于卫健委公告自2023年1月8日起将新冠病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，我们认为**赴澳旅行团有望在近期重启，并逐渐由“四省一地”扩大覆盖至其他省市**，内地居民赴澳旅行需求有望进一步释放。

图：澳门入境旅客数量（万人次）



图：澳门的酒店及公寓入住率（%）

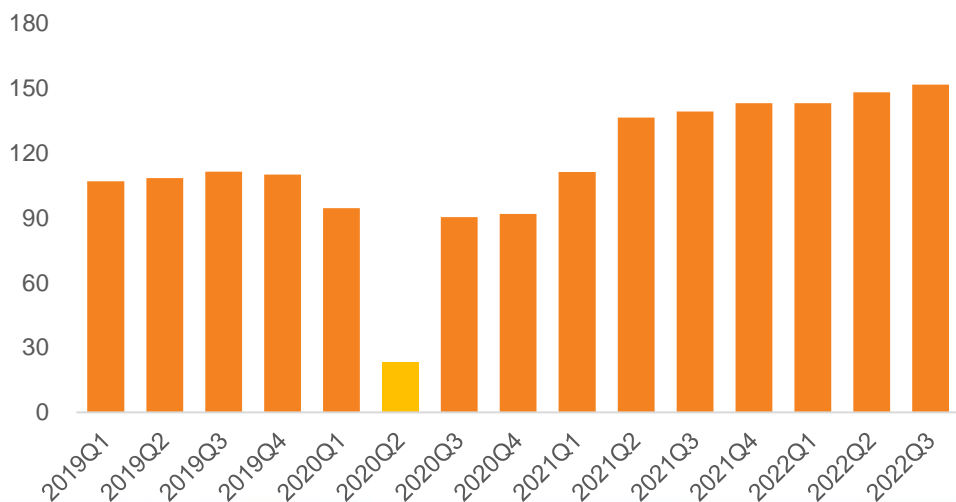


## 5.3. 22H1疫情反复延缓行业恢复，看好2023年需求释放提速

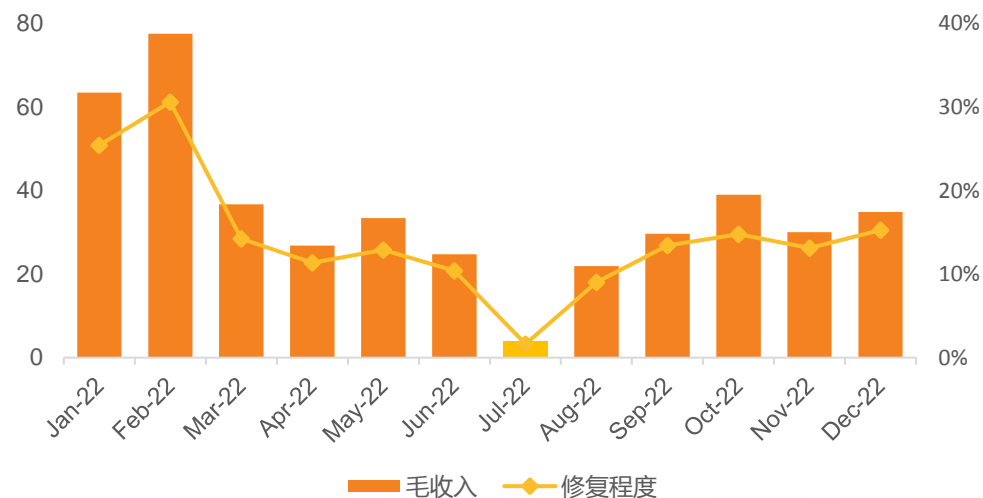
- ▶ **参照美国放宽防疫限制前后，博彩收入回升弹性可观。**美国在2020Q2放开疫情管控后，各州博彩收入开始触底反弹，至2021Q1已恢复至疫情前水平，之后各季度博彩收入保持持续增长；2022Q3美国博彩收入达151.7亿美元，同比+8.9%，环比+2.4%，较疫情前2019Q3增长36.1%。
- ▶ **澳门疫情防控最严时点已过，近期修复程度环比提升。**根据DSEC，2021.12至2022.12期间，澳门入境旅客人数、幸运博彩毛收入均自7月份（新冠疫情导致博彩区关停12天）后实现触底反弹，7-12月的幸运博彩毛收入相对于2019年同期的恢复程度由1.6%回升至15.3%；其中，12月份实现幸运博彩毛收入34.8亿港元，环比+16.1%。从整体修复程度看，2022年澳门幸运博彩毛收入为422.0亿港元，全年恢复至疫情前2019年的14.4%水平，仍存较大修复空间。此外，澳门新冠疫情过渡期已于1月8日起结束，并逐渐恢复港澳海上客运航线、恢复港珠澳大桥港澳口岸24小时通关服务等；受益于防疫措施优化，仅1月8日澳门入境旅客达39606人次，较2022年日均提升153.5%，其中香港游客5630人次，较2022年日均提升298.6%，表明居民赴澳需求强劲。

我们认为，在**博彩牌照落地、赌桌分配确定的背景下，疫情防控措施调整优化成近期澳门博彩行业的主要催化因素**。基于出入境管制趋于放宽的预期，以及赴澳旅行团恢复愈加明确，叠加开放电子签申请等多重利好因素，澳门入境游客数量有望继续回升，推动博彩以及酒店、餐饮等非博彩业务复苏，带动板块修复。

图：美国的商业博彩收入（亿美元）



图：澳门的幸运博彩毛收入&修复程度（亿港元，%）



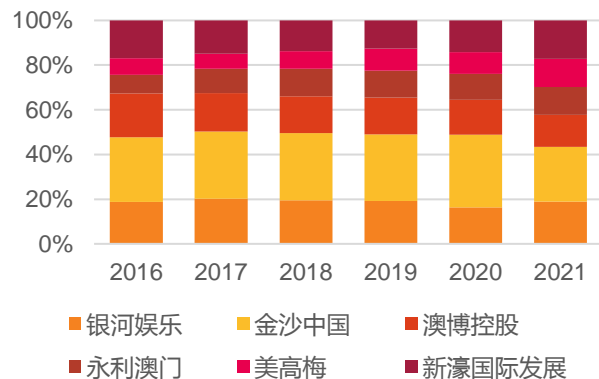


## 5.4.投资建议与推荐标的

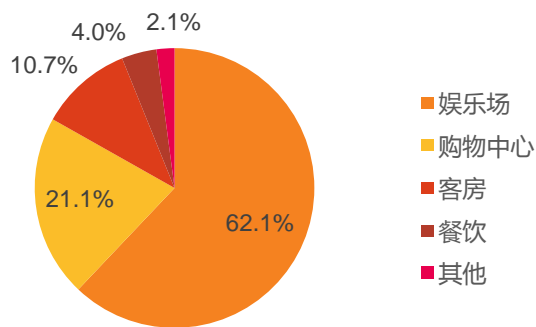
### 5.4.1.金沙中国：中场及非博彩业务龙头，澳门伦敦人扩建成新业绩增长驱动力

- **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2022H1，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%；2022H1实现净收益总额9.15亿美元。
- **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。

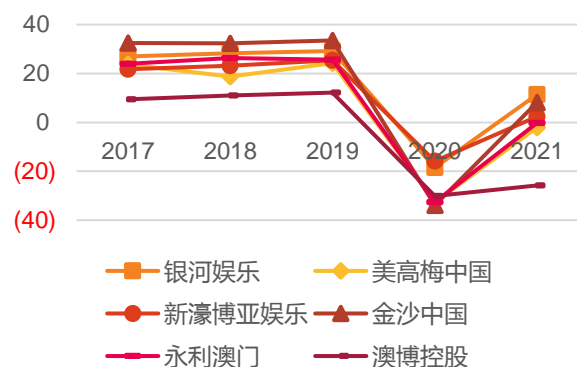
图：各博企历年中场业务市占率（%）



图：2022H1公司各业务的收入占比（%）



图：各公司EBITDA利润率对比（%）

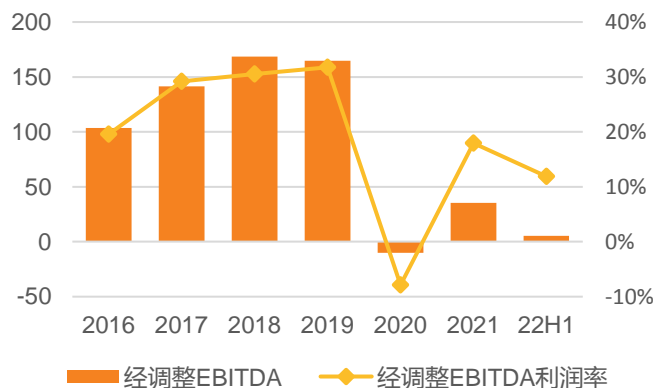


## 5.4.投资建议与推荐标的

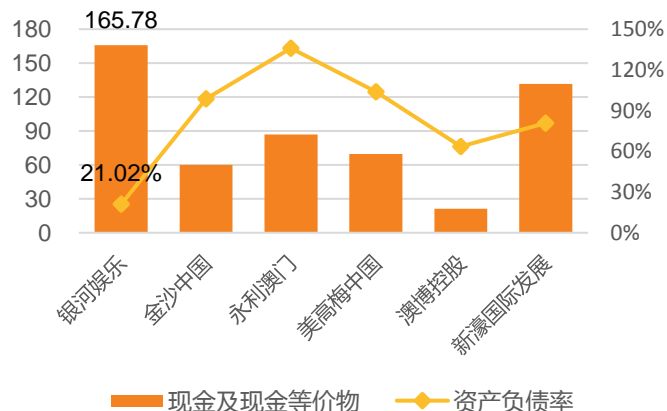
### 5.4.2.银河娱乐：综合优势凸显，广泛业务布局打开长期成长空间

- **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%。2022H1，公司实现净收入45.1亿港元，经调整EBITDA利润率11.9%。此外，**公司现金流充裕，截至2022H1为六家博企最高，且资产负债率最低，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。

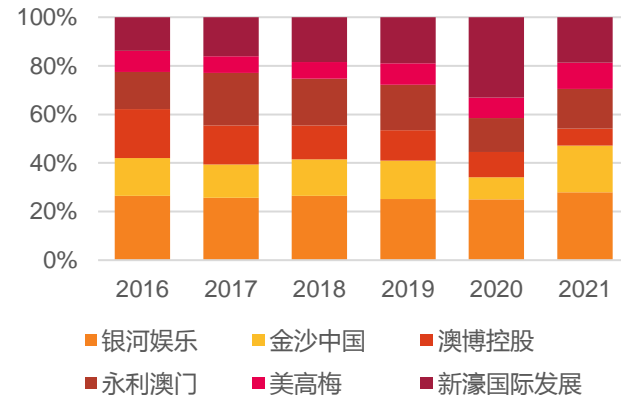
图：公司经调整EBITDA&利润率（亿港元，%）



图：2022H1各博企现金&资产负债率（亿港元，%）



图：各博企历年贵宾业务市占率（%）





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 lower half of the page, containing the section title '6. 风险提示'.

## 6. 风险提示

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 6. 风险提示

### 新型烟草：

- **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。

### 博彩板块：

- **疫情反复风险。**全球新冠疫情尚未完全可控，若病毒再次蔓延，可能导致澳门出入境管理趋严，赌场面临再次关闭风险，对博彩公司业绩造成冲击。
- **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的风险。
- **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，但短期疫情或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。**金沙中国、银河娱乐的项目扩建在实际落地过程中存在经营建设不及预期的风险。

## 6. 风险提示

### 生物经济：

- **嘉必优：**宏观环境风险，客户集中度较高，食品安全及产品质量控制，安全生产风险，原材料和能源价格波动，产品市场容量相对有限风险、与帝斯曼签署相关协议的风险、核心竞争力风险。
- **路德环境：**技术风险，核心技术人员流失风险，新应用领域业务开拓风险，原材料价格波动风险，市场区域较为集中，行业竞争加剧风险，近期股价波动较大风险。
- **海正生材：**拓展市场对政策存依赖，市场竞争加剧的风险，原材料价格上涨或无法及时供应，毛利率下滑，募投项目调整，疫情相关风险，次新股流通股本较少导致存短期内股价大幅波动的风险。
- **中粮科技：**粮食等原辅料价格大幅波动的风险，国际石油价格波动影响燃料乙醇价格的风险，疫情散点多发影响消费需求的风险，项目进展不及预期的风险。
- **山高环能：**美国&欧盟市场需求不及预期的风险，国内餐饮需求恢复不及预期的风险，餐厨项目进展不及预期的风险，环保产业政策和地方补贴变化的风险，与子公司新城热力相关的风险，产能释放节奏不及预期的风险。
- **卓越新能：**国内外减碳政策落实进展不达预期，出口业务变动风险，生物柴油价格波动，核心技术和管理人员储备供应不足，环保及安全生产的风险，产能释放节奏不及预期的风险，公司流通市值较小的风险。

## 6. 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。
5. **工业大麻与中间型大麻、娱乐大麻与毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；**我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加。

### 绿能慧充：

1. **收购整合风险。**收购绿能技术成为公司全资子公司，从公司经营和资源整合的角度，公司仍需在企业文化、组织模式、财务管理与内部控制等方面进行一定的融合。能否通过整合保证公司对绿能技术的控制力并在此基础上提高公司综合竞争优势具有不确定性。
2. **市场风险。**绿能技术所处行业受经济环境、行业政策、市场竞争、自身经营可能出现不利变化等各种因素的影响，有可能会对公司经营与效益产生影响，存在一定的市场风险。
3. **充电桩及储能业务出海不及预期。**对公司充电桩及储能业务盈利预测基于较高的出海预期，如果公司业务出海不及预期，可能会导致业绩不及预期的风险。

### 雷迪克：

1. **新冠疫情扰动风险。**若未来疫情出现反复，可能给公司生产基地采购、物流运输、供应链等方面带来不确定性，对公司当期经营业绩产生不利影响。
2. **市场竞争加剧的风险。**我国轴承行业集中度较低，行业竞争相对激烈，若未来公司在市场竞争过程中不能持续提升创新能力并保持领先优势，则产品毛利率可能出现下滑。
3. **市场拓展不及预期的风险。**公司募集资金投资项目建设，相关产品的年产能将显著提升，若未来市场出现重大不利变化或公司在主机市场拓展不力，可能导致销售不达预期、产能无法完全消化等，进而降低公司利润水平。

## 6. 风险提示

### 光洋股份：

1. **宏观经济波动风险。**公司目前主要客户为汽车整车和主机厂，与下游汽车行业发展紧密相联，若未来宏观经济放缓、国际形势趋于复杂，可能导致公司产品销量减少、价格下跌等，对生产经营产生不利影响。
2. **原材料价格波动风险。**公司产品的主要原材料为钢材和钢制品，钢材等原材料价格波动较大，将对公司的成本控制和经营业绩产生不利影响。
3. **新产品开发风险。**新产品开发是公司保持行业地位和持续盈利能力的基本手段，但研发活动在成果产出、产业化等存在一定的不确定性。

### 柯力传感：

1. **市场竞争风险。**若公司未来不能继续加强自己的竞争优势，可能在日趋激烈的市场竞争中处于不利地位，公司将面临市场竞争导致的销量下滑风险。
2. **宏观经济周期波动风险。**公司下游客户的产品广泛应用于交通、冶金、港口、化工、建筑机械、工程机械等行业，下游客户所在行业的发展与国民经济周期相关度较高，当宏观经济处于低谷、增速减缓时，下游行业的不景气将减少对公司产品的需求，从而对公司的生产经营产生不利影响。
3. **主要原材料价格波动风险。**如果未来主要原材料价格波动较大，将不利于公司的生产预算及成本控制，也会对公司的生产经营及盈利水平产生一定的影响。
4. **劳动力成本上升的风险。**公司所处的仪器仪表制造业属于劳动密集型行业，劳动力成本上升会对公司的盈利能力产生不利影响。
5. **存货跌价风险。**若公司对市场需求预测出现重大偏差或出现客户无法执行订单情况，从而导致存货不能按正常价格出售，可能会导致公司存货跌价损失显著增加，对公司经营业绩产生不利影响。

### 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。

## 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门、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