2021 年 02 月 28 日

中小盘研究团队

风险偏好降低，寻找低估值隐形冠军

——中小盘周报

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

李泽（联系人）
lize@kysec.cn
证书编号：S0790120070082

● **本周市场表现及要闻：华为推出新一代折叠旗舰机，美的集团发 140 亿回购**

市场表现：本周 A 股市场全面下挫，小盘股超跌。上证综指收于 3509 点，下跌 5.06%；深证成指收于 14507 点，下跌 8.31%；创业板指收于 2914 点，下跌 11.30%；大盘指数下跌 8.25%，小盘指数下跌 2.92%。其中，我们重点推荐的公司青鸟消防本周逆势上涨 7.65%。

本周要闻：华为推出新一代折叠旗舰机 MateX2，首发磁控纳米光学膜等技术，定位超高端；数字医疗平台微医控股近期完成了超过 4 亿美元的 Pre-IPO 融资，最快可能于下月向港交所递交 IPO 申请。

本周重大事项：新大正 2 月 23 日发布股票激励计划草案：拟以 26.92 元/股的价格向 17 名激励对象授予限制性股票 125.33 万股（占总股本的 1.17%）。业绩考核要求为：以 2020 年营业收入为基数，2021-2025 年增长率分别不低于 45%、110%、200%、280%、360%；以 2020 年净利润为基数，2021-2025 年增长率分别不低于 35%、90%、150%、210%、280%。；美的集团 2021 年 2 月 23 日公告，拟采用自有资金以不超过 140 元/股的价格回购 0.5~1 亿股，回购上限 140 亿元。

● **本周专题：中小市值公司逆袭，寻找低估值隐形冠军**

在 IPO 大扩容中小市值公司众多、业绩改善、并购和再融资政策放开的背景下，我们建议投资者关注成长型“小而美”、破圈型“小而美”以及低估值隐形冠军三类中小市值公司的投资机会。在市场风险偏好降低的背景下，短期我们看好低估值隐形冠军的估值修复，中长期我们看好破圈型“小而美”的持续成长，长期我们看好成长型“小而美”龙头由中小市值成长为大龙头。本期，我们梳理了各个细分领域的低估值隐形冠军，主要包括：在传统赛道中具备转型升级优势的龙头（**青鸟消防、雪榕生物等**）和卡位优质赛道的先发企业（**嘉必优、斯迪克等**）。

● **重点推荐主题和个股本周最新动态**

智能汽车主题（**德赛西威、华阳集团、北京君正、联创电子**）；休闲零食主题（**盐津铺子、妙可蓝多、良品铺子、三只松鼠**）；宠物主题（**中宠股份（农业覆盖）、佩蒂股份**）；教育主题（**科德教育**）；高端制造主题（**晶晨股份、青鸟消防**）。

其中，盐津铺子、晶晨股份发布 2020 年业绩快报，科德教育发布股价异动公告。

盐津铺子：公司发布 2020 年度业绩快报，受春节错峰影响 Q4 增速有所回落，剔除春节影响后高增长依旧持续。公司在散装沉重领域的领先优势显著，店中岛模式下未来 3-5 年高增长趋势将延续。

晶晨股份：公司公告 2020 年业绩快报，利润率提升超预期。受益于强劲外需及内需回暖，公司预计全年芯片出货量首次突破一亿颗，其中 Q4 收入 9.73 亿元，营业利润率 13.16%，均创历史新高。若剔除汇兑损失影响，实际利润率更高。

科德教育：公司公告目前正在进行增资控股收购河南某学校的合同谈判；筹划剥离油墨业务也有助于公司聚焦教育主业，转型纯教育公司。

● **风险提示：**经济大幅下滑；资本市场改革政策大变动；行业景气度大幅低预期。

相关研究报告

《中小盘周报-中小市值逆袭，关注三类“小而美”企业》-2021.2.21

目 录

1、 本周中美市场全面下挫，小盘股表现较好 4
1.1、 本周 A 股市场全面下挫，小盘股表现占优 4
1.2、 中小盘重点推荐：青鸟消防本周逆势上涨 7.65% 4
1.3、 海外视角：美国三大指数冲高回落，油价上涨带动能源板块走强 5
1.4、 本周热点新闻：华为推出超高端折叠机 MateX2，微医控股或将上市 6
1.5、 事件关注：3 月苹果春期发布会、2021 年电子智造产业峰会等 7
2、 本周重大事项：新大正股权激励、美的集团回购值得关注 8
3、 本周专题：中小市值公司逆袭，寻找低估值隐形冠军 9
3.1、 传统赛道浮现新变化，驱动龙头进一步成长 10
3.1.1、 青鸟消防：国内消防电子龙头，新技术、新产品、新市场驱动稳健增长 11
3.1.2、 雪榕生物：食用菌行业领跑者，生产工厂化趋势下产能优势显著 11
3.2、 卡位新兴优质赛道，先发优势驱动龙头地位提升 12
3.2.1、 嘉必优：中国 ARA 市场拓荒者，提升产能加快发展步伐 12
3.2.2、 斯迪克：国内 OCA 光学胶先行者，打造“胶×膜”产品矩阵 13
4、 重点推荐主题及个股最新观点 13
4.1、 智能汽车主题：德赛西威、华阳集团、北京君正、联创电子 13
4.1.1、 德赛西威（002920.SZ）：智能化产品加速量产上车，2020 年业绩增长超预期 13
4.1.2、 华阳集团（002906.SZ）：智能座舱电子领跑者，迎智能汽车大时代 14
4.1.3、 北京君正（300223.SZ）：并购 ISSI，国产车规级存储龙头起航 14
4.1.4、 联创电子（002036.SZ）：股权激励彰显信心，车载光学龙头起航 15
4.2、 休闲零食主题：盐津铺子、妙可蓝多、良品铺子、三只松鼠 15
4.2.1、 盐津铺子（002847.SZ）：春节错峰 Q4 业绩增速回落，全年增长符合预期 16
4.2.2、 妙可蓝多（600882.SH）：参股基金收购 Brownes，助力公司完善原料端布局 16
4.2.3、 良品铺子（603719.SH）：Q3 线上受冲击，线下门店开启加速扩张 17
4.2.4、 三只松鼠（300783.SH）：战略聚焦大品类+精品，盈利能力显著提升 17
4.3、 宠物主题：佩蒂股份 18
4.3.1、 佩蒂股份（300673.SZ）：双轮驱动业绩快速扩张，加快发力自主品牌建设 18
4.4、 教育主题：科德教育 18
4.4.1、 科德教育（300192.SZ）：异地扩张步伐加速，聚焦教育主业 19
4.5、 高端制造：晶晨股份、青鸟消防 19
4.5.1、 晶晨股份（688099.SH）：利润率提升超预期，多媒体 SOC 全球龙头起航 19
4.5.2、 青鸟消防（688099.SH）：入股康佳照明，协同效应助力新业务发展提速 20
5、 风险提示 20

图表目录

图 1： 本周 A 股市场全面下挫，创业板指跌幅居前 4
图 2： 小盘股超跌，本周跌幅较小 4
图 3： 本周乡村振兴、环保概念走强 4
图 4： 年初至今稀土指数涨幅居首 4
图 5： 本周美股三大指数冲高回落 5
图 6： 本周能源行业逆势走高 5

图 7: 本周股权激励发行项目数量有所下降 8
图 8: 本期回购金额上限达 149 亿元，较上期大幅增长 8
图 9: 商誉减值风险已于 2017-2019 年充分释放 10
图 10: 再融资新政以来中小市值公司融资需求集中释放 10

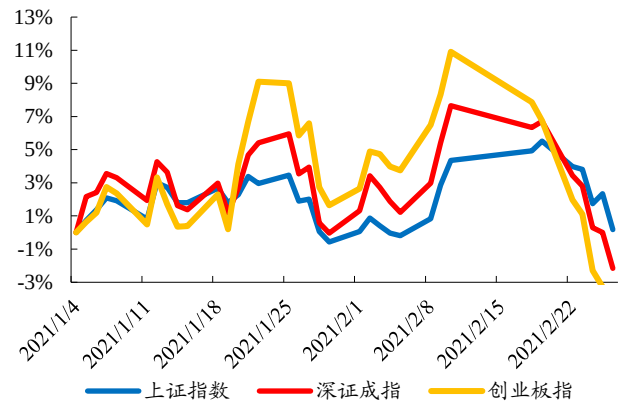
表 1: 重点推荐个股青鸟消防本周逆势上涨 7.65% 5
表 2: 美国中概股瑞图生态、天睿祥、淘屏涨幅居前 5
表 3: 港股通珠光控股、中煤能源、重庆钢铁股份表现亮眼 6
表 4: 热点事件一览：华为推出新一叠折叠旗舰机 MateX2 等 7
表 5: 事件关注-苹果春期新品发布会、2021 电子智造产业峰会等 7
表 6: 本周共有 12 个股权激励预案项目公告（年、万股/万份、%、元/股），新大正值得关注 8
表 7: 本周共有 1 家公司发布员工持股计划 9
表 8: 本期前三大股份回购预案（亿元，元/股），美的集团值得关注 9
表 9: 传统赛道浮现新变化，驱动龙头进一步成长 10
表 10: 卡位新兴优质赛道，先发优势占据行业龙头地位 12

1、 本周中美市场全面下挫，小盘股表现较好

1.1、 本周 A 股市场全面下挫，小盘股表现占优

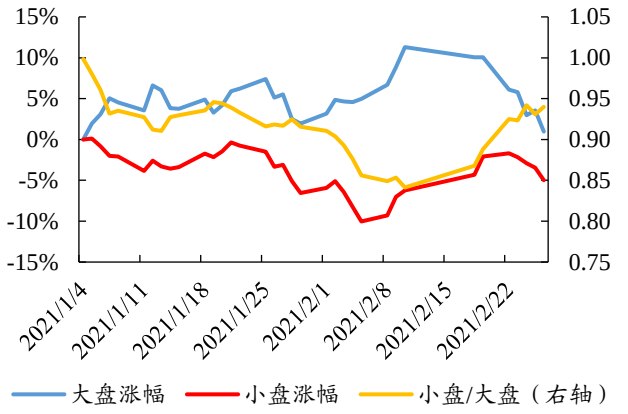
本周 A 股市场全面下挫，上证综指收于 3509 点，下跌 5.06%；深证成指收于 14507 点，下跌 8.31%；创业板指收于 2914 点，下跌 11.30%，跌幅高于沪深大盘。大小盘风格方面，小盘股表现占优，本周跌幅较大盘股小。本周大盘指数下跌 8.25%，小盘指数下跌 2.92%。2021 年以来大盘指数累计上涨 0.98%，小盘指数累计下跌 4.96%，小盘/大盘比值为 0.94。

图1：本周 A 股市场全面下挫，创业板指跌幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

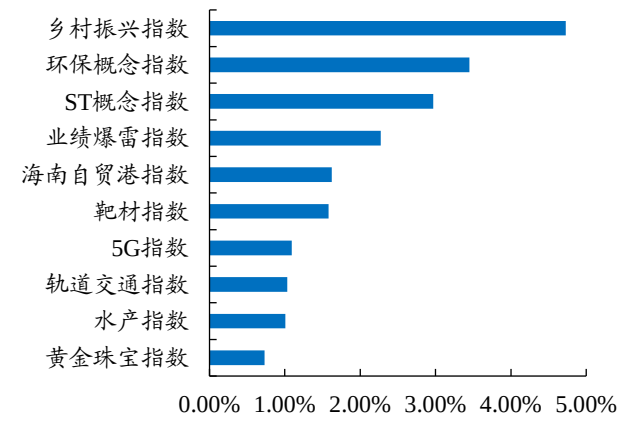
图2：小盘股超跌，本周跌幅较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

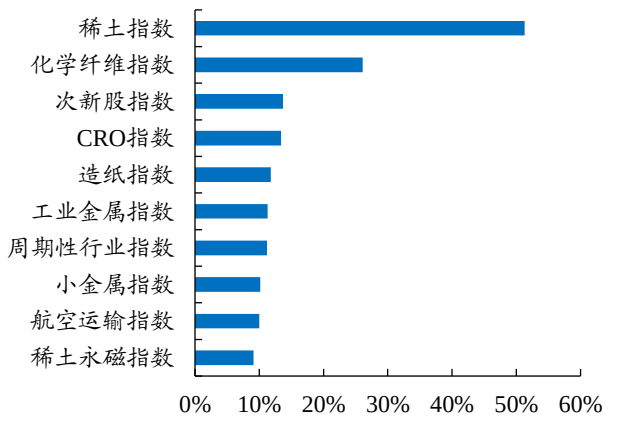
概念板块方面，上周末中央发布关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见，连续 18 年聚焦“三农”，带动本周乡村振兴概念快速走强。此外，两会召开在即，多项环保政策陆续发布，环保概念亦强势上涨。本周乡村振兴、环保概念指数分别上涨 4.73%、3.45%。综合 2021 年以来情况看，稀土指数累计上涨 51.27%，位居榜首。

图3：本周乡村振兴、环保概念走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：年初至今稀土指数涨幅居首



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 中小盘重点推荐：青鸟消防本周逆势上涨 7.65%

目前中小盘主要重点覆盖推荐智能汽车（**德赛西威、华阳集团、星宇股份、北京君正、联创电子**）、休闲零食（**盐津铺子、妙可蓝多、良品铺子、三只松鼠**）、宠物（**佩**

蒂股份）、高端制造（**青鸟消防、晶晨股份**）和教育（**科德教育**）五大方向的相关个股。从本周表现来看，青鸟消防逆势上涨 7.65%，科德教育小幅上涨 0.20%。

表1：重点推荐个股青鸟消防本周逆势上涨 7.65%

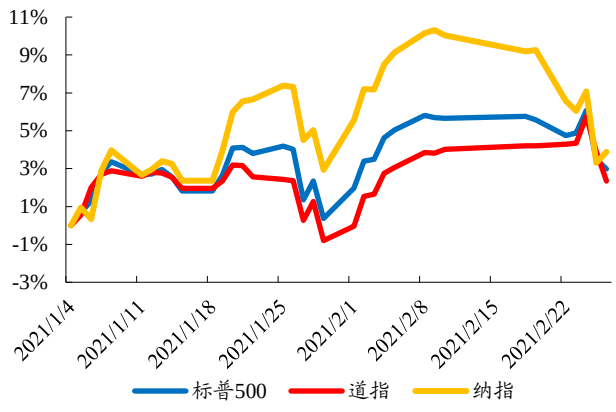
代码	简称	首次推荐日期	首次推荐当日收盘价	当前市值（亿元）	评级	本周收盘价	本周涨幅	累计涨幅
002960.SZ	青鸟消防	2020/08/20	42.59	102.92	买入	41.80	7.65%	-1.85%
300192.SZ	科德教育	2020/08/26	25.50	45.03	买入	15.16	0.20%	-40.55%
603719.SH	良品铺子	2020/03/08	40.41	260.85	买入	65.05	-0.08%	60.98%
688099.SH	晶晨股份	2020/10/31	73.60	377.86	买入	91.91	-2.25%	24.88%
002036.SZ	联创电子	2020/10/28	10.46	109.71	买入	10.47	-2.70%	0.10%
601799.SH	星宇股份	2019/12/05	84.74	527.62	买入	191.06	-5.99%	125.47%
300223.SZ	北京君正	2020/12/20	92.84	300.76	买入	64.13	-7.25%	-30.92%
300783.SZ	三只松鼠	2019/12/26	64.85	153.10	买入	38.18	-10.04%	-41.13%
300673.SZ	佩蒂股份	2020/08/08	43.24	53.22	买入	31.35	-11.84%	-27.50%
002920.SZ	德赛西威	2020/03/06	42.88	495.00	买入	90.00	-11.89%	109.89%
002847.SZ	盐津铺子	2019/11/11	36.70	121.02	买入	93.55	-11.91%	154.90%
600882.SH	妙可蓝多	2020/12/30	55.00	227.94	买入	55.69	-16.37%	1.25%
002906.SZ	华阳集团	2021/02/04	35.40	135.26	买入	28.59	-21.02%	-19.24%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价）

1.3、 海外视角：美国三大指数冲高回落，油价上涨带动能源板块走强

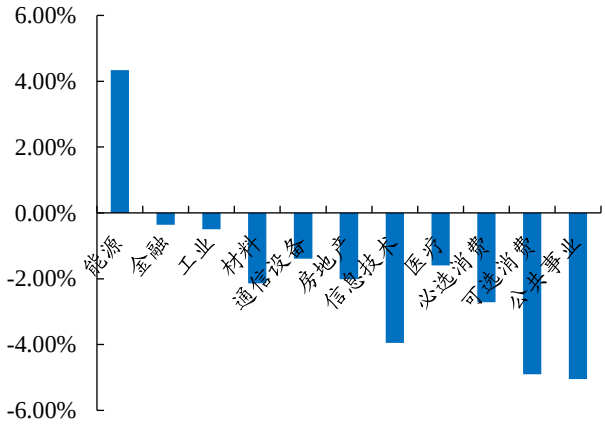
本周美股三大指数冲高回落，标普 500 指数报 3811 点，下跌 2.45%；道琼斯工业指数报 30932 点，下跌 1.78%，纳斯达克指数报 13192 点，下跌 4.92%。行业方面，受益于国际油价的持续走高，能源板块走强，本周涨幅 4.33%。

图5：本周美股三大指数冲高回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本周能源行业逆势走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：美国中概股瑞图生态、天睿祥、淘屏涨幅居前

代码	简称	公司简介	股价（美元/股）	市值（亿美元）	本周涨幅	年初至今累计涨幅
RETO.O	瑞图生态	环保建材设备提供商	1.74	0.40	47.46%	161.85%
TIRX.O	天睿祥	财险、寿险为主的保险经纪公司	66.09	5.29	34.08%	159.18%

代码	简称	公司简介	股价（美元/股）	市值（亿美元）	本周涨幅	年初至今累计涨幅
TAOP.O	淘屏	共享新媒体平台提供商	8.37	0.61	18.89%	194.72%
MLCO.O	新濠博亚娱乐	娱乐度假村一站式服务	21.66	103.30	15.95%	16.77%
BNR.O	燃石医学	肿瘤精准医疗二代基因测序	35.99	36.63	13.96%	55.80%
ACH.N	中国铝业	中国有色金属行业龙头	12.43	105.83	11.48%	43.20%
CD.O	秦淮数据	大规模数据中心解决方案运营商	23.65	84.96	7.89%	-1.29%
LXEH.O	丽翔教育	浙江丽水私立中小学教育服务提供商	9.00	1.20	7.66%	6.76%
COE.N	无忧英语	中国最大的在线英语教育机构	25.65	5.49	5.34%	-5.39%
AIH.O	医美国际	中国美容医学服务的领先提供商	7.34	1.73	5.16%	39.28%

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价）

本周港股通中珠光控股、中煤能源、重庆钢铁股表现亮眼，本周分别上涨 49.14%、28.63%、25.29%。其中，珠光控股作为国内大型业务管理企业，在广州城市更新呈加速趋势下，已获得多个项目的委托管理合同。

表3：港股通珠光控股、中煤能源、重庆钢铁股份表现亮眼

代码	简称	公司简介	股价（港币/股）	市值（亿港币）	本周涨幅	年初至今累计涨幅
1176.HK	珠光控股	物业发展、物业投资及物业管理	1.73	124.46	49.14%	60.19%
1898.HK	中煤能源	中国第二大煤炭企业	3.19	678.26	28.63%	36.91%
1053.HK	重庆钢铁股份	中国最大的中厚钢板生产商之一	1.09	154.50	25.29%	37.97%
0568.HK	山东墨龙	石油机械设计、制造、销售及出口	1.95	27.39	22.64%	134.94%
1618.HK	中国中冶	全球性冶金建设承包商	2.29	773.87	20.53%	67.15%
0041.HK	鹰君	香港大型地产发展商及酒店公司	29.25	210.58	16.77%	37.32%
0493.HK	国美零售	家用电器及消费电子产品连锁零售商	2.28	491.40	16.33%	145.16%
2600.HK	中国铝业	中国有色金属行业龙头	3.92	820.69	16.32%	43.07%
1030.HK	新城发展	长三角领先物业开发商	9.40	583.74	15.91%	45.74%
3613.HK	同仁堂国药	海外大型中药产品连锁店	10.44	87.39	14.35%	28.10%

资料来源：Wind，开源证券研究所（注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价）

1.4、 本周热点新闻：华为推出超高端折叠机 MateX2，微医控股或将上市

华为推出新一代折叠旗舰机 MateX2，首发磁控纳米光学膜等技术，定位超高端；数字医疗平台微医控股近期完成了超过 4 亿美元的 Pre-IPO 融资，最快可能于下月向港交所递交 IPO 申请；国务院发文加快建立绿色低碳循环，光伏等新能源再迎政策支持；国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，车路协同成主要抓手。

公司新闻 1：华为推出新一代折叠旗舰机 MateX2，256GB/512GB 起售价分别为 17999 元/18999 元，于 2021 年 2 月 25 日正式开售。（1）硬件参数：稀缺麒麟 9000 处理器、4500mAh 电池，支持 55W 华为超级快充、全时段全焦段超感知徕卡四摄、首批升级 HarmonyOS；（2）首发磁控纳米光学膜：能实现小于 1.5%的反射率，较苹果 4 万多元的 Pro Display XDR 专业显示器更低；（3）双旋水滴铰链：有效规避因内折曲率半径过小而形成的折痕、褶皱，并有效避免灰尘、颗粒物等进入划伤屏幕，达到 “无缝折叠设计”效果；（4）双楔形一体设计，兼顾用户握持手机重心，使得整机重心落于用户习惯的右手之上，让用户单双手握持重心均巧妙处于平衡点。

公司新闻 2：2020 业绩同比扩 3 倍，微医分拆后主体或将赴港上市。综合彭博社、

路透社 2021 年 2 月 25 日消息，由微医集团分拆出的数字医疗平台微医控股（下称“微医”），在近期完成了超过 4 亿美元的 Pre-IPO 融资，估值近 70 亿美元。该公司最快可能于下月向港交所递交 IPO 申请。该公司提供的数字医疗业务体量在 2020 年呈强劲增长，其 2020 年业绩是 2019 年的三倍之多。分拆上市主体业务主要为医疗服务和健康维护服务，而其中，会员式的健康维护服务收入占比超过 50%。路透社称，在港股医药电商市场占据主流的当下，从业务及营收结构上看，微医有望成为第一家登陆港股的聚焦数字医疗服务的企业。

行业新闻 1：国务院发文加快建立绿色低碳循环，光伏等新能源再迎政策支持。国务院发布《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》。意见提出，提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力。增加农村清洁能源供应，推动农村发展生物质能。促进燃煤清洁高效开发转化利用，继续提升大容量、高参数、低污染煤电机组占煤电装机比例。

行业新闻 2：智能网联汽车再获政策力推，车路协同成为主抓手。中共中央、国务院 2021 年 2 月 24 日印发《国家综合立体交通网规划纲要》，《规划纲要》明确，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网。《规划纲要》提出，加快提升交通运输科技创新能力，推进交通基础设施数字化、网联化。全方位布局交通感知系统。推进智能网联汽车、智能化通用航空器应用。

表4：热点事件一览：华为推出新一叠折叠旗舰机 MateX2 等

时间	类别	事件	点评
2021/2/22	公司	华为推出新一代折叠旗舰机 MateX2	麒麟 9000 芯片+鸿蒙 OS 加持，定位超高端旗舰机
2021/2/25	公司	微医分拆后主体或将赴港上市	2020 年业绩同比扩 3 倍，数字医疗服务值得关注
2021/2/23	行业	国务院发文加快建立绿色低碳循环	利好光伏、风电等新能源产业
2021/2/24	行业	国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》	提出推动智能网联汽车与智慧城市协同发展

资料来源：搜狐新闻、新浪网等、开源证券研究所

1.5、 事件关注：3 月苹果春期发布会、2021 年电子智造产业峰会等

下月关注：苹果春期新品发布会，新 iPad/mini 获重大升级，mini LED 屏推出在即。据中关村在线报导，目前传闻称新一代 iPad Pro 或将采用 mini LED 屏，可带来出色的视觉效果并强化移动产品续航表现。若在 2021 年春季发布会上苹果推出 mini LED 屏的新一代 iPad Pro，则年底发布的新款 iPhone 或许也有极大的几率升级到 mini LED。

下月关注：2021 电子智造产业峰会，精准对标电子产业上下游，展现优质电子圈生态。伴随着 5G 时代来临，AIOT, 3D 视觉，机器人技术飞速发展，电子制造产业开始全面智能化，数字化。行业领军企业将展示最新技术科技应用，分享企业产业布局，打造行业兼具技术与理论前瞻、应用与转型实践的交流平台， 推动技术、服务、上下游渠道充分对接。

表5：事件关注-苹果春期新品发布会、2021 电子智造产业峰会等

时间	事件	影响主题
2021/3/3-3/5	2021 广州国际智能+物联网展览会	物联网
2021/3/16	苹果春季新品发布会	5G、消费电子

时间	事件	影响主题
2021/3/17	2021 慕尼黑上海电子生产设备展	电子制造
2021/3/26	2021 第十六届中国（济南）国际太阳能利用大会暨综合能源展览会	光伏
2021/3/31	2021 电子智造产业峰会	高端制造

资料来源：世界经理人、财联社、同花顺、开源证券研究所

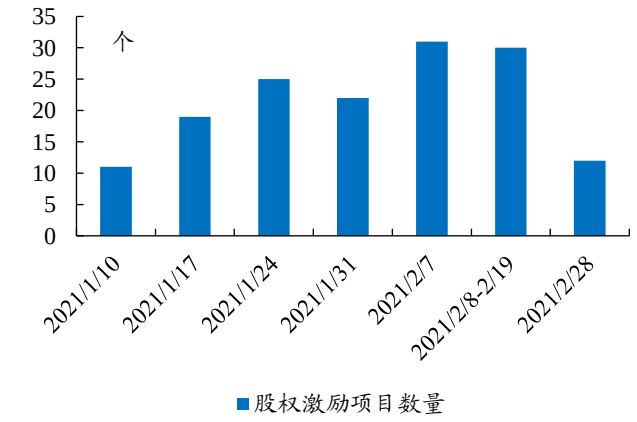
2、 本周重大事项：新大正股权激励、美的集团回购值得关注

本周共有 12 家公司发布股权激励方案，1 家公司发布员工持股计划，8 家公司发布回购方案。本周重大事项中新大正股权激励方案、美的集团的大额回购值得关注。

新大正 2021 年 2 月 23 日公司公告 2021 年限制性股票激励计划草案，拟向公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干等 17 名激励对象授予限制性股票 125.33 万股，约占本计划公告时公司股本总额 10,746.40 万股的 1.17%，限制性股票的授予价格为 26.92 元/股（2 月 23 日收盘价 59.05 元/股，折价 54.41%）。

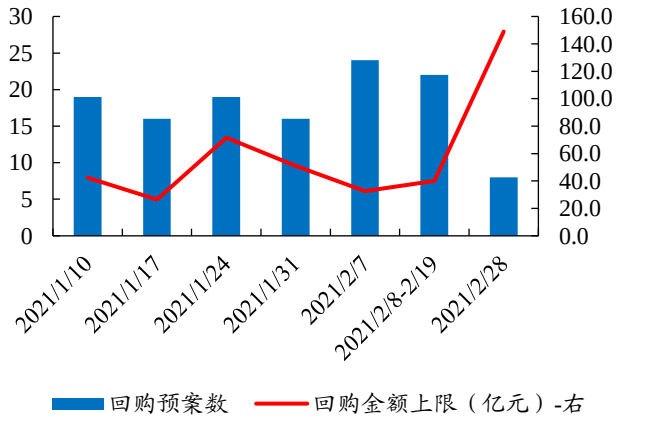
业绩考核具备挑战性，彰显公司对未来发展的信心。本次激励计划以 2021-2025 年业绩增速作为业绩考核指标：以 2020 年营业收入为基数，2021-2025 年营业收入增长率分别不低于 45%、110%、200%、280%、360%；以 2020 年净利润为基数，2021-2025 年净利润增长率分别不低于 35%、90%、150%、210%、280%。此外，公司聘请非住宅物管领先企业中航物业的高管高文田为公司副总裁，在本次股权激励中，高文田获授 11 万股，占本激励计划授予限制性股票总数的 8.78%，仅次于总裁刘文波。公司对核心人才激励力度较高，有利于吸引更多行业优秀人才，强化核心竞争力。

图7：本周股权激励发行项目数量有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：本期回购金额上限达 149 亿元，较上期大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：本周共有 12 个股权激励预案项目公告（年、万股/万份、%、元/股），新大正值得关注

公司代码	公司简称	预案公告日	行业	激励标的	有效期	激励股数	占总股本比例	行权价格	收入/净利润目标复合增速
600478.SH	科力远	2021-02-23	电子	期权	5	3863	2.34	3.06	19%
603608.SH	天创时尚	2021-02-20	纺织服装	期权	3	950	2.22	4.73	13%
603121.SH	华培动力	2021-02-24	汽车	股票	4	560	2.16	4.95	31%

公司代码	公司简称	预案公告日	行业	激励标的	有效期	激励股数	占总股本比例	行权价格	收入/净利润目标复合增速
688018.SH	乐鑫科技	2021-02-26	电子	股票	6	133	1.66	95.00	24%
002749.SZ	国光股份	2021-02-25	化工	股票	4	611	1.42	5.54	17%
601069.SH	西部黄金	2021-02-23	有色金属	股票	6	820	1.29	6.90	7%
300651.SZ	金陵体育	2021-02-26	轻工制造	期权	4	158	1.23	45.08	24%
002968.SZ	**新大正**	**2021-02-23**	**房地产**	**股票**	**6**	**125**	**1.17**	**26.92**	**33%**
600664.SH	哈药股份	2021-02-24	医药生物	期权	5	2738	1.09	2.44	15%
002975.SZ	博杰股份	2021-02-23	机械设备	股票	5	99	0.71	49.68	10%
600664.SH	哈药股份	2021-02-24	医药生物	股票	5	1462	0.58	1.36	15%
603121.SH	华培动力	2021-02-24	汽车	期权	4	127	0.49	9.90	31%

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：本周共有 1 家公司发布员工持股计划

代码	简称	行业	董事会预案日	预计持股数量(万股)	占总股本(%)	拟发行价格(元)	当前股价（元）	当前市值（亿元）
300668.SZ	杰恩设计	工业	2021-02-26	208.56	1.98%	-	6.50	13.49

资料来源：Wind、开源证券研究所

美的集团大额回购推进股权激励，经营空间进一步打开。公司 2021 年 2 月 23 日晚间发布公告，拟采用自有资金通过集中竞价方式以不超过人民币 140 元/股的价格回购 0.5~1 亿份社会公众股，约占公司公告日总股本的 0.71%~1.42%。本次回购金额上限 140 亿元，回购期不超过 12 个月，回购股份将全部用于实施公司股权激励计划及/或员工持股计划。公司通过股权回购推进股权激励，持续优化公司治理结构，进一步打开长期经营空间。

表8：本期前三大股份回购预案（亿元，元/股），美的集团值得关注

代码	公司名称	预案公告日	回购进度	回购金额上限（亿元）	回购金额下限（亿元）	回购价格上限（元/股）
000333.SZ	**美的集团**	**2021/2/24**	**实施中**	**140.00**	-	**140.00**
002296.SZ	辉煌科技	2021/2/25	董事会预案	3.50	2.00	9.30
002887.SZ	绿茵生态	2021/2/22	董事会预案	1.60	0.80	16.66

资料来源：Wind、开源证券研究所

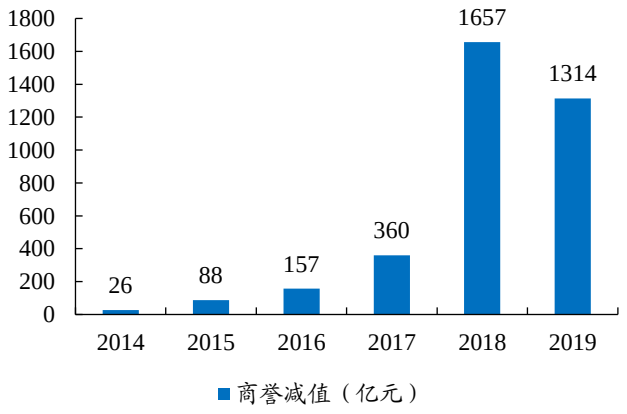
3、 本周专题：中小市值公司逆袭，寻找低估值隐形冠军

此前市场风格持续偏向大盘龙头的原因在于：（1）注册制改革带来 IPO 大扩容，上市公司稀缺性降低，中小市值公司数量快速增长；（2）去杠杆、疫情等因素影响下，经济增长放缓，竞争加剧，行业向龙头集中，中小市值公司业绩相对表现较弱；（3）并购重组政策严监管，牛市并购后遗症商誉减值风险相继而至；（4）再融资政策严监管，中小市值公司融资渠道受阻。目前在边际变化上，中小市值公司在 2、3、4 上均已显著改善。疫苗推出后全球经济开始复苏，中国经济已提前从疫情中走出，中小市值公司业绩增速相对龙头公司显著改善。并购重组方向，政策自 2018 年 10 月开始持续放松，2014-2016 年牛市并购高峰的后遗症商誉减值风险已于 2017-2019 年充分释放，2020 年开始商誉减值风险已大幅下降。再融资方向，2020 年初再融资新政落

地，从供需两端对再融资政策进行了全方位的松绑，其中包括取消了创业板公司公开发行对于连续 2 年盈利和前次募集资金基本使用完毕的要求，改为增强相关信息披露。众多此前不符合定增融资要求的创业板公司，新政后压制的融资需求陆续得以释放，有效疏通了中小市值公司融资渠道。截至 2 月 23 日，新政以来新发融资预案（不包含修订预案）的创业板公司数量占比超过 34%，300 亿以下公司数量占比超过 88.4%、200 亿以下公司数量占比超过 81.6%。

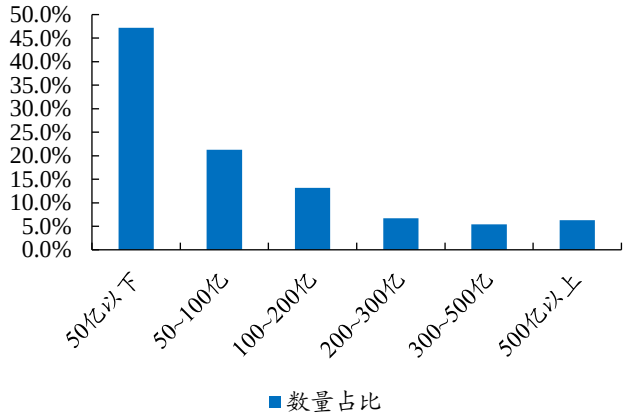
注册制改革 IPO 大扩容的背景下，中小市值公司数量将进一步提升。在业绩改善、并购风险释放以及再融资通道打开的背景下，我们认为中小市值公司存在显著的结构性机会。上期我们将有机会的中小盘股票分为成长型“小而美”、破圈型“小而美”以及低估值隐形冠军。在目前市场风险偏好降低的背景下，短期我们看好低估值隐形冠军的估值修复，中长期看好破圈型“小而美”的持续成长性，长期我们看好成长型“小而美”龙头由中小市值成长为大龙头。本期，我们主要从低估值的角度出发梳理了各个细分领域的低估值隐形冠军，包括传统赛道中具备转型升级优势的龙头企业以及卡位优质赛道的先发企业。

图9：商誉减值风险已于 2017-2019 年充分释放



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：再融资新政以来中小市值公司融资需求集中释放



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 传统赛道浮现新变化，驱动龙头进一步成长

此类公司隶属于传统赛道之中，此前伴随行业发展稳步增长。但由于近年来行业内出现了生产方式、政策制度、产品结构等方面的变化，促使行业发展出现了新机遇。而行业龙头更有能力抓住新的变化进一步提升核心竞争力和龙头优势，获得进一步的成长。我们以低估值为原则，筛选雪榕生物、青鸟消防、科斯伍德等 24 家公司，其中包括汽车内饰、车载镜头、食用菌、消防电子、中高考培训等多个赛道。

表9：传统赛道浮现新变化，驱动龙头进一步成长

公司代码	公司简称	总市值	PE（2021E）	申万行业	所属赛道	2019-2022E 净利润 CAGR	2019-2022E 营收 CAGR
603035.SH	常熟汽饰	38.82	9.85	汽车	乘用车内饰	25.14	25.01
002960.SZ	青鸟消防	102.92	18.37	机械设备	消防安全系统	24.40	22.90
002036.SZ	联创电子	109.71	25.20	电子	车载镜头	29.68	22.77
002677.SZ	浙江美大	111.64	17.37	家用电器	集成灶	18.70	16.51
601677.SH	明泰铝业	105.62	8.83	有色金属	铝加工	14.25	12.36
300192.SZ	科德教育	45.03	19.94	传媒	中高考、职高培训	50.15	9.57

公司代码	公司简称	总市值	PE（2021E）	申万行业	所属赛道	2019-2022E 净利润 CAGR	2019-2022E 营收 CAGR
603528.SH	多伦科技	47.55	15.92	计算机	机动车驾考	44.63	41.67
300511.SZ	雪榕生物	49.91	12.76	农林牧渔	食用菌	27.58	12.70
002661.SZ	克明面业	54.57	14.37	食品饮料	中高端挂面	29.78	21.95
603505.SH	金石资源	69.60	19.15	采掘	萤石	23.74	17.32
300068.SZ	南都电源	102.06	11.82	电气设备	铅电、铅回收	50.22	29.33
603587.SH	地素时尚	90.95	11.95	纺织服装	中高端女装	11.83	10.25
603353.SH	和顺石油	60.71	23.96	化工	成品油销售	28.06	20.71
002206.SZ	海利得	62.99	14.35	化工	车用丝	19.42	10.43
300577.SZ	开润股份	56.39	20.24	纺织服装	箱包	17.52	15.33
603708.SH	家家悦	130.93	20.21	商业贸易	区域性超市	18.93	18.69
600075.SH	新疆天业	98.67	8.03	化工	PVC	253.56	31.36
603596.SH	伯特利	140.63	24.33	汽车	汽车制动系统	21.36	15.93
601965.SH	中国汽研	166.39	25.13	汽车	汽车检测	18.85	16.13
600060.SH	海信视像	164.35	13.59	家用电器	显示及图像处理	34.19	11.08
603187.SH	海容冷链	91.12	25.79	机械设备	冷链设备	26.35	22.84
002597.SZ	金禾实业	229.69	22.48	食品饮料	食品添加剂	15.26	13.09
603989.SH	艾华集团	102.12	21.23	电子	铝电解电容器	18.79	16.89
603600.SH	永艺股份	36.73	11.19	轻工制造	人体工学椅	30.62	26.57
601717.SH	郑煤机	248.42	13.31	汽车	煤炭机械	40.89	8.27

资料来源：Wind 一致预期、开源证券研究所（截至 2021 年 2 月 26 日）

3.1.1、 青鸟消防：国内消防电子龙头，新技术、新产品、新市场驱动稳健增长

公司是国内消防电子龙头企业，有望凭借品牌、渠道、一站式服务等方面的优势在行业市场化改革背景下充分受益。近年来，各级政府出台了一系列政策和指导意见，对消防行业规范和产品稳定性提出了更高要求，推动了各类消防产品（自动报警系统、智能疏散产品等）在住宅建筑领域的渗透。根据智慧研咨询数据统计，2019 年中国消防行业市场规模突破 3500 亿元，预计 2022 年市场规模将达到 4465 亿元，其中消防产品达到 1116 亿元。此外，随着消防产品行业准入行政审批的取消，原本分散的消防产品行业竞争将进一步加剧，行业集中度将持续提高，而公司作为龙头企业有望凭借品牌、渠道、一站式服务等方面的优势在此进程中持续受益。具体来看，公司主营消防报警行业规模在 300 亿元左右，公司作为行业龙头，市占率不到 10%。目前公司通过芯片自产等一系列措施在产品性能、成本、品牌等各方面逐步拉开和第二梯队的差异，市场占有率持续提升。并且公司通过切入高端的工业火警报警、智能疏散业务和海外市场，逐步打开了成长的空间。在未来 3 年公司收入复合增长 25%+，业绩符合增速 20%+的背景下，目前公司股价对应 2021 年的 PE 仅 19.6 倍。

3.1.2、 雪榕生物：食用菌行业领跑者，生产工厂化趋势下产能优势显著

公司国内食用菌领域领跑者，在行业向工厂化生产转型的趋势下，具备相当的产能优势，市场份额有望进一步大幅提升。根据中国食用菌协会数据统计，2001-2018 年国内食用菌产量年复合增速超过 9.82%，总生产量达到 3842.04 万吨，是世界第一大食用菌生产国。而随着农业人口的减少，食用菌的生产方式将逐步由家庭作坊、手工作坊等方式向工厂化生产升级。借鉴日本、韩国等发达市场经验，工厂化食用菌占有率高达 90%以上，而国内目前工厂化食用菌产量占比仅为 8.68%左右。因此，随着食

用菌工厂化生产的加剧，行业内部分产能建设落后的企业将逐步被淘汰，优势龙头企业有望获得更多的市场份额，行业集中度将进一步提升。根据《2019 年中国食用菌工厂化研究报告》，2019 年度全国食用菌工厂化生产企业约为 400 家，较 2018 年减少近 100 家，同比减少幅度接近 20%，CR5 占比超 50%，CR15 占比 84%左右，行业集中化趋势显著。而雪榕生物作为国内食用菌生产和销售的龙头企业，经过多年积累，已自主研发掌握并了食用菌生产所必须的核心技术，并率先完成全国化产能布局。截至 2020 年 9 月，公司食用菌日产能达到 1285 吨，其中金针菇日产能达到 960 吨，位居全国之首，具备相当的工厂化生产优势。

3.2、 卡位新兴优质赛道，先发优势驱动龙头地位提升

此类公司隶属于国内的新兴产业赛道，不但受益于行业本身的较快发展，同时作为行业内或国内的开拓者，具备显著的先发优势，存在市场集中度提升或者国产替代的机会。同样，我们以低估值为原则，筛选嘉必优、爱婴室、斯迪克等 9 家公司，其中包括饱和脂肪酸 ARA、母婴商品、OCA 光学胶等多个新兴领域。

表10：卡位新兴优质赛道，先发优势占据行业龙头地位

公司代码	公司简称	总市值	PE（2021E）	行业	所属赛道	2019-2022E 净利润 CAGR	2019-2022E 营收 CAGR
603214.SH	爱婴室	36.07	24.30	商业贸易	母婴商品	18.77	10.61
688069.SH	德林海	46.39	20.39	公用事业	蓝藻治理	44.66	42.11
002351.SZ	漫步者	137.37	28.92	电子	TWS 耳机	75.96	46.92
300737.SZ	科顺股份	152.68	14.49	建筑材料	建筑防水材料	55.08	31.68
603387.SH	基蛋生物	81.23	16.85	医药生物	POCT 诊断	22.77	23.62
688089.SH	嘉必优	46.99	31.00	食品饮料	ARA 脂肪酸	23.63	16.47
300806.SZ	斯迪克	61.91	23.50	化工	功能性涂层复合材料	47.47	21.23
300075.SZ	数字政通	47.89	26.99	计算机	城市信息管理系统	22.00	23.26
002166.SZ	莱茵生物	43.30	28.86	医药生物	植物提取	23.50	15.66

资料来源：Wind、开源证券研究所（注，除爱婴室、嘉必优、斯迪克外，其余公司盈利预测及估值均来自 wind 一致预期；数据统计日期截至 2021 年 2 月 26 日）

3.2.1、 嘉必优：中国 ARA 市场拓荒者，提升产能加快发展步伐

公司是中国 ARA 市场的拓荒者，IPO 募资扩产加速全球化扩张步伐。公司是国内最早从事以微生物合成法生产多不饱和脂肪酸及脂溶性营养素的高新技术企业之一，并已成功在 ARA 微生物发酵产业化技术上取得突破，率先打破了国外技术垄断，是国内 ARA 产业的重要推动者和领导者。同时，历经多年发展，公司亦逐渐从单一的不饱和脂肪酸 ARA 业务拓展至饱和脂肪酸 ARA，藻油 DHA 及 SA、天然 β-胡萝卜素等多条产品线。目前，公司产品主要应用于膳食营养补充剂和健康食品、特殊医学用途配方食品等领域。其中，在婴幼儿奶粉高端化的趋势下，ARA、DHA 需求快速增长。根据 Grand View Research 预测，预计中国市场 ARA 和藻油 DHA 容量从 2018 年的 0.63 亿美元增长至 2026 年的 2.15 亿美元，预计 2018 年至 2026 年中国市场对于 ARA 和藻油 DHA 的需求将保持 16.5%年复合增长率，高于全球市场 13.5%的增长速度。此外，面对高景气度的行业发展态势，公司正积极提升自身产能、加快发展步伐。公司此前通过 IPO 募资扩建 ARA 油脂产能 150 吨/年、DHA 藻油产能 450 吨/年，ARA 产能提升约 30%、DHA 产能提升约 300%，项目达产后有望助力公司在 ARA、DHA 领域的全球化布局。开源研究所预计公司 2019-2022 年净利润复合增长

率超过 23%，股价对应 2021 年 PE 仅为 31.0。

3.2.2、 斯迪克：国内 OCA 光学胶先行者，打造“胶×膜”产品矩阵

公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商，前瞻布局 OCA 光学胶，打造“胶×膜”产品矩阵。公司是国内领先的功能性涂层复合材料供应商，凭借先进的技术水平和领先的产品品质，与苹果、Tesla、Facebook、华为、三星等国内外知名企业建立了稳定的合作关系。近年来，随着消费者对电子设备显示性能要求的不断提高，OCA 全贴合已成为智能手机与平板电脑的主流贴合方式，并逐步向笔电、车载、智能穿戴、交互大屏等领域渗透，预计 2025 年 OCA 在终端市场的规模将超过 100 亿元。而公司瞄准 OCA 光学胶膜百亿市场，领先国内同行率先跨出重要一步，于 2014 年申请 OCA 光学胶相关专利，并同时募资扩建 2600 万平米 OCA 生产线。公司有望凭借技术、成本、服务的综合优势打开国内 OCA 光学胶白牌及返修市场，并逐步向 ODM 市场和终端品牌市场渗透。除此之外，公司已成为 Tesla 电芯胶带的一级供应商，并布局大宽幅离保膜、精密离型膜在偏光片、MLCC 制程中的应用，多款主材产品的导入将进一步拓宽公司利润来源、提升盈利质量。开源研究所预计公司 2019-2022E 营业收入复合增长率超过 21%，净利润复合增长率超过 47%，目前股价对应 2021 年 PE 为 23.5。

4、 重点推荐主题及个股最新观点

4.1、 智能汽车主题：德赛西威、华阳集团、北京君正、联创电子

在特斯拉引领下的智能化升级，对汽车行业从产品（机械向科技）、商业模式（硬件到软件和服务）、技术升级方式（硬件到软硬结合）、产业链竞争格局（金字塔到扁平化）等多维度带来了颠覆性的创新，使得汽车由一个机械产品向科技产品升级，是汽车行业百年以来的新变革。重点关注智能化升级带来的汽车行业增量部件的机会，包括域控制器、智能座舱、功率半导体、存储芯片等方向。

4.1.1、 德赛西威（002920.SZ）：智能化产品加速量产上车，2020 年业绩增长超预期

详情可参考公司深度报告《德赛西威：智能驾驶新时代，德赛西威新起点》

充分受益汽车智能化升级趋势，智能化产品加速量产上车：2020 年以来，公司智能化产品加速量产上车，助力各个整车厂实现智能化升级。举例来看：4 月，公司智能驾驶域控制器首次量产并助力小鹏 P7 落地 L2+级别自动驾驶；5 月，公司助力一汽大众捷达品牌首次实现车联网 OTA 升级；8 月，吉利几何 C 新车发布，公司为其配套视觉融合全自动泊车系统、540° 车身透视影像等产品；9 月，公司率先在瑞虎 8PLUS 上量产智能座舱域控制器；12 月，公司首个 C-V2X 技术量产落地，助力别克 GL8Avenir 实现闯红灯预警 SVW、道路危险状况提示 HLW 等车联网相关功能。可以看到，公司正充分受益于汽车行业的智能化变革浪潮，在造车新势力快速发展、传统整车厂加速智能化升级的趋势下，T-Box、域控制器等智能驾驶及车联网相关产品有望延续高需求态势。

持续高研发投入下储备产品充沛，为公司持续发展注入增长动能：自 2016 年智能化转型以来，公司累计研发费用已超过 20 亿元。而在持续的高水平研发投入之下，公司目前储备产品及研发项目依旧充沛。其中，基于 IPU02 平台打造的 L4 级别代客泊车功能预计于 2021 年实现量产；子公司 ATTB 新研发中心也已于 2020 年内奠基，主攻未来汽车智能天线技术，为 5GV2X 进行全面部署。目前，公司部分前期研发投

入已逐步开始收获回报，未来随着相关储备产品的持续落地，有望为公司发展注入持续的增长动能。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.16/5.74/8.93 亿元（原值为 4.69/5.50/8.49 亿元），对应 EPS 分别为 0.94/1.04/1.62 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 104.5/94.1/60.4 倍，维持“买入”评级。

4.1.2、 华阳集团（002906.SZ）：智能座舱电子领跑者，迎智能汽车大时代

详情可参考公司深度报告《华阳集团：智能座舱电子领跑者，迎智能汽车大时代》

智能汽车电子领跑者，苦尽甘来喜迎收获期：公司是国内汽车座舱电子的领跑者，在智能座舱不断升级、智能驾驶加速渗透的背景下将充分受益。近年来公司不断优化客户结构，深化与长城、长安等领先自主品牌的深度合作，同时通过智能化新产品逐步切入合资和外资的全球化供应链体系。新产品叠加大客户的放量，驱动公司进入加速发展期。

汽车智能化升级加速，自主品牌快速跟进崛起：智能座舱由于不涉及安全性且技术难度相对较低，是汽车智能化升级率先落地的场景。存量中控屏、液晶仪表盘“大屏化”、“一芯多屏”化升级趋势明显。增量 HUD、无线充电、流媒体后视镜、DMS 等快速渗透。存量升级叠加增量加速渗透，驱动智能座舱的单车价值量快速提升。目前主流整车厂商均在加速落地 L2 级的 ADAS 功能。在特斯拉的引领创新下，集中式的域控制架构将推动未来汽车自动驾驶升级的边际成本递减，驱动自动驾驶智能化升级的加速。优质自主品牌均将智能化作为差异化竞争核心，造车新势力和传统整车厂均快速跟进，带动本土智能化配套 Tier1 崛起。

新产品叠加大客户放量，驱动景气快速回升：新产品中公司 W-HUD 产品已量产供货长城、东风日产启辰星等多款车型，升级版的 AR-HUD 已经获得广汽定点，未来 HUD 业务将迎来量价齐升。无线充电方面，公司已率先完成 OPPO 手机快充协议的适配，已在长城 WEY 坦克 300、现代、长安等多款车型上量产，同时还切入了现代、福特、PSA 等的全球供应链体系。智能驾驶方面，公司携手海思芯片推出了 360° 环视系统，并在此基础上，基于“煜眼”技术的自主泊车系统将在威马最新一代车型上落地。此外，公司深度配套大客户长城重回景气周期，新产品叠加大客户的放量，驱动公司加速发展。

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.80/2.77/4.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.58/0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 93.8/61.0/41.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1.3、 北京君正（300223.SZ）：并购 ISSI，国产车规级存储龙头起航

详情可参考公司深度报告《北京君正：并购 ISSI，国产车规级存储龙头起航》

国产“CPU+存储芯片”龙头扬帆起航，首次覆盖，给予“买入”评级：公司通过并购 ISSI 已经变身为国内车规级存储芯片的龙头，将充分受益于汽车电动智能化趋势下对存储芯片需求的大幅提升以及车规级存储芯片的进口替代。同时，公司立足于利基型车载存储市场，搭建起全方位的车载芯片研发平台，不断引入新的技术和产品（LED Driver 以及车载通信芯片等），驱动公司的长期稳定成长。

电动化、智能化驱动车载存储量价齐升，进口替代正当时：在汽车智能化、电动化的趋势下，车用半导体需求增速领跑国内各类半导体应用市场。车用存储芯片广泛应

用于 BMS、智能座舱、自动驾驶等多个领域。随着智能化和电动化水平的不断升级，存储芯片容量、带宽升级将带来车用存储芯片需求的量价齐升。同时，车用半导体由于对安全性要求较高，行业准入和客户认证壁垒较高，一直以来且均由外资厂商垄断（全球 CR8 为 63%），行业竞争格局稳定。在芯片进口替代的浪潮之下，公司通过并购 ISSI 后成为了国内车规级存储芯片的龙头，将充分受益行业需求的快速增长和进口替代趋势。

构建全方位车载芯片研发平台，看好北京君正与矽成的协同发展：北京矽成（ISSI）目前已立足于利基型车载存储芯片市场，建立起了全方位的车规级芯片研发平台，并持续通过自研+并购的方式导入新产品和新技术。前期导入的 LEDDriver 正在持续放量，新产品 LIN、CAN、G.hn 等网络传输芯片以及 MCU 和光纤通信驱动芯片等正在快速推出和量产。北京君正自身是国内 CPU 设计的龙头，收购 ISSI 之后搭建起了“CPU+存储芯片”的平台。一方面可以 ISSI 可以借助君正大力开拓国内车用存储芯片市场，另一方面君正可以借助 ISSI 的车载平台将 CPU 设计能力逐步导入至汽车市场，形成良好的协同和互动。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.05/6.00/8.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/1.28/1.79 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 413.9/72.5/51.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1.4、 联创电子（002036.SZ）：股权激励彰显信心，车载光学龙头起航

详情可参考公司深度报告《联创电子：模造玻璃迎来高光时刻，光学新势力崛起》

聚焦光学业务，高标准设定行权条件彰显信心：2021 年 2 月 3 日，公司发布了新一轮限制性股票激励计划，拟授予激励对象限制性股票 1578.50 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.51%，授予价格为 5.60 元/股。激励计划覆盖对象多达 360 名，并重点激励光学业务核心骨干人员。同时，此次股权激励计划行权条件设置较高，要求 2021-2023 年总收入分别不低于 80 亿元、100 亿元和 120 亿元，其中光学收入分别不低于 26 亿元、45 亿元和 60 亿元，光学产业收入年复合增速需超过 50%，充分彰显了公司聚焦光学、高速发展的信心和决心。

汽车智能化方案加速渗透，车载光学龙头起航：在汽车产业电动化发展日益成熟后，2021 年有望迎来智能化的加速阶段，具备 L2.5/L3 级自动驾驶能力的车型正加速量产出货。公司于 2016 年切入高清车载镜头领域深耕，已率先完成了技术、产能、资金、客户的全方位储备和验证，产品覆盖特斯拉、Mobileye、Nvidia、Valeo 等全球知名 OEM、方案商以及 TIER1，是全球第二大车载 ADAS/AD 镜头供应商，显著受益于汽车智能化方案的加速渗透。公司 2020 年车载光学同比增长约 123%，在手订单约 30 亿元，随着 ADAS&AD 方案向主流传统 OEM 的加速渗透，公司车载光学业务有望保持倍数级高增长。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.72（-1.22）/4.57（-0.48）/6.59（-0.03）亿元，对应 EPS 分别为 0.19（-0.13）/0.49（-0.05）/0.71（0.00）元/股，当前股价对应 PE 分别为 54.3/20.5/14.2 倍，维持“买入”评级。

4.2、 休闲零食主题：盐津铺子、妙可蓝多、良品铺子、三只松鼠

休闲零食万亿市场，由于细分品类众多且渠道多样，行业相对分散。消费升级背景下，休闲零食处于品牌化集中的趋势之中，并且目前已成长出单品类或者区域性的龙头品牌和公司。单品类龙头方向建议关注大品类烘焙（桃李）、卤制品（绝味）、坚

果（洽洽）和奶酪（妙可蓝多），多品类、多品牌方向建议关注盐津铺子和达利食品，渠道型龙头关注线下龙头良品铺子和线上龙头三只松鼠。

4.2.1、 盐津铺子（002847.SZ）：春节错峰 Q4 业绩增速回落，全年增长符合预期

详情可参考公司深度报告《盐津铺子：小品类切入大品类，散装称重领域的“达利”启航》

春节错峰致使 2020Q4 增速有所回落，全年增长符合预期：2021 年 2 月 23 日晚公司发布 2020 年度业绩快报。2020 全年公司销售规模持续增长，实现营业收入 19.59 亿元（+39.99%）；单四季度实现营业收入 5.21 亿元（+25.52%）。2020 全年实现归母净利润 2.42 亿元（+88.70%）；单四季度实现归母净利润 5308.96 万元（+38.72%）。整体来看，2020 全年业绩增长情况符合预期，处于业绩预告区间范围；单四季度销售规模及利润增速有所回落，主要系 2019 年春节供货高峰在 12 月导致基数较高。此外，若剔除递延所得税费用影响（809.33 万元），公司 2020 全年净利润将达到 2.50 亿元。

上市后首个三年规划超预期完成，多品牌、多品类休闲零食龙头启航：公司自 2017 年上市后，优化调整战略，从小品类切入大品类，相继推出烘焙食品、鱼糜、果干等新品类，推动公司 2018-2020 年销售规模快速增长（CAGR 超过 32.97%），超预期完成首个三年规划。同时，公司注重规模与效益兼顾，坚持“高速发展、良性发展、持续发展”的高质量长线稳健发展路径，净利率已从 2018 年的 6.37%大幅提升至 2020 年的 12.33%。展望未来，公司中长期战略已升级为“多品牌、多品类、全渠道、全产业链、（未来）全球化”，国内对标传统休闲零食龙头达利食品，海外对标百年休闲零食龙头亿滋国际，长期成长空间广阔。

品类及渠道矩阵进一步完善，公司高增长态势将继续：近年来，公司通过对咸味零食、烘焙点心等大单品的塑造，在散装称重领域中快速扩张，并同时有效提升了整体毛利率及利润率。而随着第三产品曲线果干、辣条逐步走出培育期，公司产品品类矩阵将进一步得到完善。同时，公司目前正通过已有品牌力量向定量装市场渗透，并通过与壹网壹创战略合作的方式开拓线上渠道。在全品类、全渠道矩阵持续完善的趋势下，公司高增长态势将继续。

我们上调 2021-2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.42/3.78/4.94 亿元（原值 2.55/3.53/4.86 亿元），对应 EPS 分别为 1.87/2.92/3.82 元（原值 1.97/2.73/3.76 元），当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 53.7/34.3/26.3 倍，维持“买入”评级。

4.2.2、 妙可蓝多（600882.SH）：参股基金收购 Brownes，助力公司完善原料端布局

详情可参考公司深度报告《妙可蓝多：奶酪棒驱动加速发展，国产奶酪龙头崛起正当时》

国产奶酪第一品牌，拳头产品驱动加速发展：公司借助奶酪棒这一大单品打开了零售市场，“妙可蓝多”也快速成长为了国产奶酪的第一品牌。奶酪棒的快速放量驱动公司收入增速在 2019 年开始拐点向上。随着奶酪棒的继续放量，产能利用率的提升和营销费用的分摊，公司在 2020 年将迎来业绩增长拐点向上。同时蒙牛成为公司控股股东，将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。

国内奶酪市场千亿可期，亟待本土奶酪品牌崛起：国内乳制品消费结构正由液态奶

向更加营养、健康的酸奶和奶酪等升级，同时叠加西式餐饮文化快速普及带来的奶酪消费场景增加，国内奶酪行业规模迅速从 2004 年的 4.03 亿元增长至 2018 年的 65.49 亿元，CARG 达 22.04%。近两年在大单品奶酪棒快速放量的背景下，奶酪行业增长出现进一步加速。对标日本奶酪行业发展历史，目前国内奶酪人均消费量（0.28kg）仅是日本 1966 年的水平，未来存在近 10 倍的提升空间。日本乳制品行业历史上同样存在着消费升级的趋势，奶酪占乳制品消费的比例目前已达 18%并且仍处于持续提升的过程中。未来随着我国乳制品行业规模的稳步提升以及奶酪消费占比的持续提升，国内奶酪市场规模千亿可期。日本奶酪行业发展同样经历了进口主导到本土品牌崛起的发展历程，国内本土品牌有望凭借本地化的口味优势和下沉市场渠道优势实现崛起。

明星单品建立先发优势，蒙牛助力国产奶酪龙头崛起：公司明星单品奶酪棒的快速放量为公司树立了良好的品牌形象，在奶酪蓝海中建立起了先发优势。奶酪棒作为儿童休闲零食消费升级的方向，潜在单品市场规模达百亿，奶酪棒的快速放量将驱动公司进入加速发展期。同时战投蒙牛成为公司控股股东，将多维度助力公司实现国内奶酪龙头的崛起。

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.89/3.39/5.73 亿元，对应 EPS 为 0.22/0.83/1.40 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 238.9/62.4/36.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

4.2.3、 良品铺子（603719.SH）：Q3 线上受冲击，线下门店开启加速扩张

详情可参考公司深度报告《良品铺子：国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头》

流量去中心化冲击线上，线下门店开启加速拓展：受直播、社交电商冲击以及平台电商流量的去中心化，休闲零食线上龙头的市场份额均出现了显著的下降。公司线上渠道 Q1 同比+23.48%、Q2 同比+13.91%、Q3 同比-1.97%，整体增速呈现持续下滑趋势。不过流量去中心化后价格战竞争趋缓，线上渠道的毛利率持续提升，Q3 线上毛利率达 32.47%，环比 Q2 提升 0.76pct，同比 2019Q3 提升 1.83pct。疫情之后公司线下渠道持续回暖，Q3 公司线下加盟和直营业务分别下滑 0.8%和 5.92%，相较 Q2 下滑幅度显著收窄。同时公司 Q3 新开门店 229 家，净增加门店 119 家，较 Q1 和 Q2 显著提速。展望全年，根据淘数据统计，公司线上渠道下滑趋势已显著收窄，叠加线下门店的加速拓展，我们预计公司 Q4 收入将重回正增长。

建立以门店为基础的去中心化流量平台，全渠道融合发展持续推进：面对线上流量去中心化以及线上线下融合发展的趋势，公司除了与阿里系平台持续深度合作以外，正积极开拓微信、抖音、快手等多个新媒介平台。同时，公司亦持续推进全渠道融合发展战略，将公众号、小程序、微信群等线上渠道与线下门店打通，将公域流量私有化，并通过精准营销的方式形成以门店为基础的去中心化流量平台，推动公司的可持续增长。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别至 3.70 /5.65/7.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.92 /1.41/ 1.79 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 62.3/40.8/32.2 倍，维持“买入”评级。

4.2.4、 三只松鼠（300783.SH）：战略聚焦大品类+精品，盈利能力显著提升

详情可参考公司深度报告《三只松鼠：电商龙头发力线下，向全国化、全品类休闲零

食平台进发》

线上竞争稳中有变，价格战趋缓叠加产品结构优化，Q3 利润率显著提升：2020 年以来受直播电商、社交电商及疫情等多方面因素冲击，休闲零食电商渠道的竞争格局稳中有变。淘数据显示：阿里系电商平台中休闲零食前三大品牌依旧是三只松鼠、百草味和良品铺子，但 CR3 已由 2020 年 1 月的 35%下降至 2020 年 9 月的 13.8%。流量去中心化后平台电商的价格竞争趋缓，叠加公司开始聚焦大品类和精选零食，缩减 SKU，产品结构优化，运营效率得到提升。公司 Q3 毛利率提升至 30.45%，较 2019Q3 提升 4.79 个 PCT，同时公司 Q3 经营性净现金流 3.14 亿元，较 2019Q3（-1.25 亿元）大幅改善，存货周转率同样显著提升。

多品类多品牌+精选零食战略，应对需求端渠道变化：在线上流量成本递增的背景下，公司正通过建设“联盟工厂”以及开拓线下门店的方式进行全产业链、全渠道布局，从而减少对线上渠道的依赖性，逐步成为全渠道、全产业链布局的休闲零食龙头。同时，公司针对不同大品类推出了不同品牌，新建小鹿蓝蓝（婴童食品）、养了个毛孩（宠物食品）、铁功基（方便素食）、喜小雀（定制喜礼）四大子品牌。主品牌三只松鼠将聚焦“坚果果干+精选零食”，通过全域营销来应对流量去中心化的变化。

预计 2020-2022 年收入预测至 109（-10）/125（-21）/146（-36）亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PS 为 2.06/1.79/1.53 倍，维持“买入”评级。

4.3、 宠物主题：佩蒂股份

4.3.1、 佩蒂股份（300673.SZ）：双轮驱动业绩快速扩张，加快发力自主品牌建设

详情可参考公司深度报告《佩蒂股份：功能性宠物食品龙头，国内业务扩张步入快车道》

利润率受汇率等短期因素扰动，不改中长期盈利能力改善趋势：2020 年以来，公司盈利能力逐季提升，2020Q1/Q2/Q3 的毛利率分别为 20.24%/29.01%/30.01%，净利率分别为 5.27%/9.48%/10.23%。虽然受人民币持续升值（预计 2020Q4 公司汇兑损失达 1000-2000 万元）以及鸡肉价格持续强势（2020Q4 白羽鸡市场均价环比 Q3 上涨 1.8%）的影响，2020Q4 公司利润率提升节奏放缓，但认为短期扰动不改盈利能力改善的长期趋势。主要原因在于：（1）生猪产能持续恢复，长期将带动鸡肉价格下行；（2）柬埔寨产能逐渐投产，中美贸易关税影响减弱；（3）产品结构改善，毛利率更高的植物咬胶等产品占比提升；（4）国内业务持续放量，规模效应逐渐显现。

国外业务有望维持高增长，产能释放支撑国内市场进一步发力：宠物食品的刚性消费属性使得海外宠物食品需求受新冠疫情影响较小，佩蒂凭借产能的广泛布局和稳定的供应链优势，有望在海外市场获取更多份额，从而维持海外业务的高增长。国内宠物市场方面，行业成长空间广阔且竞争格局远未稳定。公司凭借强大的产品研发和先发布局优势，在国内宠物市场快速崛起，2019 年实现营收 1.4 亿，过去五年复合增速达 92.5%。展望未来，公司将加大力度发力自主品牌建设，在新西兰工厂等新产能的支撑下，公司国内业务有望加速扩张。

预计公司 2021-2022 年归母净利润预测 1.76/2.40 亿元，对应 2020/2021/2022 年 EPS 为 0.70/1.03/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 48.5/32.7/24.0 倍，维持“买入”评级。

4.4、 教育主题：科德教育

4.4.1、 科德教育（300192.SZ）：异地扩张步伐加速，聚焦教育主业

详情可参考公司深度报告《科斯伍德：深耕中高考升学赛道，陕西龙头开启新征程》

计划收购河南某普高，筹划剥离油墨业务：（1）目前正在进行增资控股收购河南某学校的合同谈判，该学校业务领域包括全日制高中教育和高三复读，双方尚未签署任何正式文件；（2）公司有意引入战略投资者，正处于洽谈阶段，尚未签署协议；（3）公司正在筹划剥离油墨相关业务。公司异地扩张步伐进一步加速，一方面计划将业务版图拓展至此前未有的普通高中，另一方面异地扩张目标城市由之前的长沙、合肥、天津拓展至第四城河南，全国化扩张稳步迈进。此外，意向引入战略投资者，有助于公司以职普融合方式推进扩张，降低扩张难度。筹划剥离油墨业务也有助于公司聚焦教育主业，转型纯教育公司。

河南省：高考大省+名校资源匮乏，市场空间广阔：河南省是高考大省，2020 年高考报名人数达 115.8 万人，居全国第一。而名校资源匮乏：（1）省内仅 1 所 211 高校，无 985 高校；（2）1.1%的 985 录取率及 4.2%的 211 录取率均处全国较后位置。庞大的高考人数以及匮乏的名校资源使得不论是普通高中还是高考复读业务均具备较大的市场空间。此外，目前河南高考复读机构众多，但从招生人数来看，尚未出现行业龙头，因此若同时开设普高及高复业务，高复业务较易承接原校内普高生源，延长客户生命周期。

异地扩张加速布局，中高考升学龙头可期：此次计划收购河南某学校是继长沙、合肥、天津后又一异地扩张举措，加速了公司的异地扩张布局。同时，计划引入战投、筹划油墨业务的剥离将有助于公司发展职普融合模式，整合教育资源，聚焦教育主业。未来公司将继续推进中职、普高及中高考复读业务的异地扩张，科德教育有望凭借其全封闭的严格管理模式以及高效的提分能力走出陕西，成长为全国中高考升学培训龙头。

维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.60/2.39/2.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.54/0.81/0.96 元，当前股价对应 PE 为 29.2/19.6/16.4 倍，维持“买入”评级。

4.5、 高端制造：晶晨股份、青鸟消防

4.5.1、 晶晨股份（688099.SH）：利润率提升超预期，多媒体 SOC 全球龙头起航

详情可参考公司深度报告《晶晨股份：多媒体 SoC 芯片全球龙头，迎 5G 时代“芯”机遇》

第四季度维持强劲增长，全年增长超预期：公司于 2021 年 2 月 25 日晚间公告了 2020 年业绩快报，业绩表现超预期。受益于强劲外需及内需回暖，公司经营业绩快速从疫情中恢复，预计全年芯片出货量首次突破一亿颗，2020Q4 收入 9.73 亿元（+49.44%），营业利润率 13.16%，皆创历史新高。因股权激励及汇兑损失影响，公司预计全年实现归母净利润 1.16 亿元（-26.58%），若剔除上述影响后，预计全年归母净利润达 2.37 亿元（+43.31%），增长显著。

四季度高增长连续兑现，全球多媒体 SOC 龙头势如破竹：2020 年下半年受益于全球疫情防控形势的好转，国内市场及海外市场相继复苏，海外需求强劲，公司经营业绩持续向好，连续两个季度营业收入创历史新高。其中，2020Q3、Q4 收入同比分别增长 41.95%、49.44%，其中，Q4 实现营收 9.73 亿元，营业利润突破 1.28 亿元，皆创历史新高。公司于年内凭借基于 12NM 先进制程的 S905 系列芯片的出色性价比，

对博通 22/28NM 对标产品的降维打击，并以此实现了对腾讯、谷歌、亚马逊等核心平台型大客户的加速导入。同时，WiFi 蓝牙芯片于三季度如期量产，实现了产品矩阵的闭环，具备更好兼容性及性价比，并结合主芯片 1：1 配套搭售，实现销量的快速攀升。

好行业+好格局+好产品三维共振，铸就“雪厚坡长”赛道中的稀缺高成长：5G&F5G 时代，算力、存储以及内容的云化将使得消费电子产品迈向轻算力、重交互的全新形态，并使得家庭智慧终端有望呈现快速的品类扩张。其中，多媒体编解码能力有望新时代智能终端的核心所在。公司以编解码能力为基石，凭借产品性价比、技术支持服务等多维优势，以及覆盖主芯片+网联芯片的完备产品布局，对博通、高通等海外巨头正实现加速替代，预计未来仍将保持高增长。

受行业景气度快速上行推动，公司利润率提升超预期，上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 1.16/6.70/10.75 亿元（原值为 0.80/3.86/8.40 亿元），对应 EPS 分别为 0.28/1.63/2.61 元/股（原值为 0.20/0.94/2.04 元/股），当前股价对应 PE 分别为 328.9/56.8/35.4 倍，维持“买入”评级。

4.5.2、 青鸟消防（688099.SH）：入股康佳照明，协同效应助力新业务发展提速

详情可参考公司深度报告《青鸟消防：消防电子龙头强者恒强，三轮驱动加速发展》

青鸟消防入股上海康佳照明，交易完成后将成第二大股东：2020 年 11 月 13 日，青鸟消防发布公告，称拟以自有资金 4773.33 万元收购上海康佳绿色照明技术有限公司股权（以下简称“康佳照明”）25.37%的股权，收购完成后将成为康佳照明第二大股东。本次交易价格以截至 2020 年 8 月 31 日康佳照明的归母净资产（1.68 亿元）为基础，对价为 1.12 倍市净率。

整合上游产业链，协同效应助力应急照明与智能疏散业务快速发展：近两年来，相关刚性消防政策的推出和消防安全意识的提高推动青鸟消防应急照明及智能疏散业务快速增长。2020 年上半年公司应急照明及智能疏散业务收入达 0.85 亿元，前三季度相应收入同比继续大增 180%，若考虑一季度疫情影响，实际增长更为强劲。康佳照明则主营照明灯具等的研发和生产，2019 年实现营业收入 2.0 亿元，对应净利润 6.91 万元。虽然康佳照明当前规模较小且产能利用率低导致盈利能力较弱，但其已在照明领域具有一定的技术储备，并有现成的灯具制造产能。本次入股康佳照明有利于青鸟消防对上游产业链进行整合，短期更好地满足应急照明及智能疏散产品需求的同时，有利于提高公司产品品控，从而提高公司长期竞争力。而对康佳照明而言，通过与青鸟消防的深度合作有望迅速扩大业务规模，产能利用率的提高将显著改善其盈利能力。因此，本次青鸟消防入股康佳照明有望创造良好的协同效应。

消防报警行业集中度提升空间广阔，龙头马太效应显现：目前国内前 30 家消防企业市占率不到 10%，与美国消防产品行业 CR3 超 30%相比，国内消防报警行业集中度提升空间广阔。而行业放开市场化竞争后，青鸟消防在品牌、渠道、一站式服务等方面的优势得以更好的彰显，龙头马太效应逐步显现。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.32/5.26/6.43 亿元，对应 EPS 为 1.75/2.14/2.61 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。

5、 风险提示

经济增长大幅下滑风险，资本市场改革政策大幅变动风险，行业景气度不及预期风

险等。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

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

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

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

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