行业观点

● 电子

华润微（688396）公司深度报告：多领域需求进入拐点，IDM 龙头全面受益

报告要点：

？ 公司是国内功率半导体 IDM 龙头，采用自有产品与代工双业务模式

公司是国内半导体 IDM 龙头，自有产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，代工业务目前具备先进的特色工艺平台和从掩膜到封测一站式布局。公司产品包括 MOSFET、IGBT、SBD、FRD 及各系列电源管理 IC，下游覆盖消费、工控、汽车等领域。

？ 需求多点开花推动景气上行，公司产品技术布局全面对接

汽车电子：汽车向电动化、智能化和网联化发展，整车半导体用量提高+电动车渗透率攀升推动半导体器件需求持续增长，48V/微混车功率组件用量约 90 美元/辆，纯电动/插电混动车为 330 美元/辆，我们测算国内新能源车用功率器件市场增量达 200 亿元，还有车用传感器、配套充电桩等将带来更多的汽车电子需求。电动自行车：“新国标”下电动自行车换购和锂电渗透率提升将带来每年 10-20 亿元功率器件需求。变频家电：家电智能化和元件国产化为 MCU 和 IPM 赋能，根据产业在线统计，2019 年白电 MCU 国产化率不足 12%，IPM 模块不足 7%，替代空间巨大。手机快充：5G 换机潮、功耗提升、取消充电头供应促使快充成为“刚需品”，有望拉动 GaN 芯片需求，中性假设下我们测算 2023 年全球快充 GaN 市场需求达 70 亿元。

？ 中高端产品进口替代趋势明显，产能扩张和技术开发双管齐下

根据产业链调研，国内头部功率半导体企业纷纷加码布局中高端产品开发和推进量产。公司作为行业龙头在技术方面积极布局中高端 MOSFET、IGBT 产品以及宽禁带产品，产能方面除现有产线升级外还规划拓展 12 寸功率半导体生产线和器件封装产线，有望进一步确立技术和产能领先优势。

？ 投资建议与盈利预测

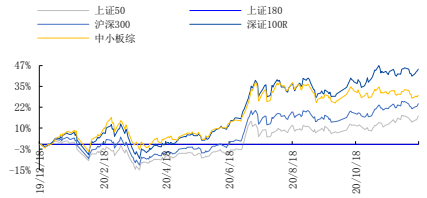
复盘上一轮 2017-2018 年 MOSFET 涨价周期，主要是 PC 端需求和 8 寸线产能受指纹、CMOS 挤占失衡，我们认为这一轮功率半导体景气度上行力度和持续性更强，主要因为基站、汽车、光伏、手机等多领域均进入放量期，公司中短期受益于产能短缺导致各环节价格上调，长期受益于中高端产品放量、产品化提升和制造成本持续改善带来的整体毛利率提升。预计 2020-2022 年，公司归母净利润为 9.93、14.40、17.51 亿元，对应市盈率为 83x、57x、47x，给予公司“买入”评级。

？ 风险提示

行业景气度不及预期；技术开发进度不及预期；产能利用率不及预期。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
航亚科技	64.01	683.48	0.00	0.00
ST 皇台	48.53	549.67	0.00	0.00
恒玄科技	590.93	264.61	0.00	0.00
青岛中程	15.58	22.10	46.43	117.90
舒华体育	12.57	20.06	0.00	5.45

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
每日互动	15.71	-21.45	-39.58	-52.02
荣科科技	6.23	-20.33	-16.38	-1.85
仁东控股	12.12	-19.95	-27.77	-18.55
威尔泰	12.29	-19.93	-28.09	-45.47
电光科技	8.28	-19.92	-30.13	3.75

● 宏观

供需表现强劲，经济延续复苏-宏观月报

PMI 创年内新高，预示基本面持续向好

11 月中采制造业 PMI 指数为 52.1%，较上月上升 0.7 个百分点，高于市场预期，连续 9 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.4%，较上月上升 0.2 个百分点。原材料价格涨幅较大，出厂价格协同上行。各规模企业景气度均回升，服务业持续改善。

？ CPI 同比转负，PPI 温和修复

11 月 CPI 同比-0.5%（前值+0.5%），较上月回落 1 个百分点；环比-0.6%（前值-0.3%），较上月回落 0.3 个百分点。11 月 PPI 同比-1.5%（前值-2.1%），较上月回升 0.6 个百分点。其中猪肉价格回落带动 CPI 由涨转跌；伴随国内市场需求持续回暖，工业品出厂价格回升，PPI 延续修复趋势。

？ 工业增加值维持高增，制造业加速回暖

11 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月提升 0.1 个百分点；1-11 月工业增加值累计同比增长 2.3%，较上期回升 0.5 个百分点。行业大类看，制造业维持高增，公用事业回暖，采矿业小幅放缓，高技术产业大幅回升，单月同比创下年内新高。

？ 消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间

11 月社零继续回升，同比增速为 5.0%，增速较上月加快了 0.7 个百分点。必选消费稳定增长，可选品消费维持高景气，其中汽车连续高增，餐饮消费小幅回落。投资方面，制造业投资加速修复，11 月医药制造业投资加速增长、计算机设备维持高增，有色冶炼，专用设备，通用设备大幅回暖；地产销售增速小幅回落，房地产投资仍有韧性；基建回升速度略低于市场预期。进出口方面，11 月我国进出口数据表现亮眼，总值为 4607.2 亿美元，同比增长 13.6%，位于年内高位。其中出口受需求回暖影响保持强劲，增速远超预期；进口受海外疫情反复及国内补库需求边际减少影响增速稳中有降。

？ 信贷社融高增，结构持续优化

11 月社融余额同比增速 13.6%，M2 当月同比增速 10.7%，新增人民币贷款 14300 亿元。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

整体上看，11 月宏观经济延续复苏趋势。PMI 创年内新高，通胀整体温和。从供给侧角度看，工业增加值维持高增，制造业加速回暖。需求侧角度看，消费延续修复，投资、进出口整体位于高景气区间。同时在适度灵活的稳健货币政策引导下，信贷社融保持高增，结构持续优化。预计伴随制造业强劲修复与地产投资维持韧性，居民消费需求回暖叠加出口持续高增，12 月宏观经济将继续向好，同时货币与财政政策预计也将进一步回归常态，建议后续重点关注 12 月中央经济工作会议。

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

重点报告

2021 年计算机行业策略报告：后疫情时代，数智化加速

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

2020 年计算机行业涨幅居中游水平，业绩拖累行业表现

截至 2020 年 11 月 27 日收盘，年内计算机（申万）指数上涨 10.78%，涨幅在申万各行业中排名第十七，处于中游水平，表现一般，我们认为原因包括：新冠肺炎疫情导致下游政企客户的 IT 预算和支出受到一定影响；新冠肺炎疫情导致招投标和现场服务受限，交付进度延缓，影响收入实现；执行新收入准则，部分公司的收入确认受到一定影响。

疫情加速科技产业深度变革，聚焦高价值高成长黄金赛道

当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革加速推进，云计算、5G、人工智能、大数据、区块链等新一代信息技术快速发展，新兴商业模式不断推陈出新。云计算、在线办公等在今年的新冠肺炎疫情中充分体现了优势，未来各行业有望加速数智化转型。展望 2021 年，我们认为：云计算、5G、人工智能等是全球科技产业变革的核心领域，技术创新和资本涌入驱动相关公司快速成长。同时，B2B、金融信息服务等行业充分利用现代信息技术的优势，加速商业模式的变革，不断丰富产品和服务内容，已经逐步走向繁荣。

“十四五”开局，各领域信息技术应用创新有望加速推进

2020 年 11 月 3 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》强调：制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战。我们认为，“十四五”期间，在政策的推动下，信息技术应用创新有望在各个行业全面展开，国产基础软硬件产品将由“可用”向“好用”演化，万亿级别的市场空间有望全面打开。从细分领域来看，工业软件、网络安全、政府信息化、智能安防、金融科技、医疗信息化等领域，有望迎来新一轮成长周期。

国元证券-移动游戏行业深度报告：深度剖析移动游戏市场，论产品、研发、买量

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐，陈俊璇

1、从行业看，移动游戏行业是典型的大赛道高景气，整体国内+出海整体规模 2335 亿，是文娱产业第一大赛道，而 2020 前三季度国内侧增速高达 37%。玩家数和付费额两大维度支撑行业长期成长逻辑，用户侧：疫情加速线上娱乐渗透率提升以及线上对于线下娱乐的替代、长期看，由于手游特别是中重度手游有明显的操作门槛，呈现非常明显的代际渗透差距，85 后为核心群体，随着人口代际迁移，潜在核心用户渗透率将持续提升。且游戏的互动性、成瘾性是其他娱乐方式所不可替代的，长期需求旺盛。付费角度：手游付费率位居所有在线付费赛道之首，其商业化模式灵活柔性，变现效率极高，IAA+IAP 模式最大化各类产品商业价值。市场格局来看，头部腾讯网易市占率在 18 年前快速上升在 18 年达到高位后开始保持相对稳定，政策收紧叠加成本上行，使得尾部厂商加速淘汰，而以三七为代表二线龙头近年来市占率提升。

2、细分品类看，以 RPG 为核心的重度品类研发及 IP 门槛高，大厂已构建核心壁垒。策略类、放置类、女性向、二次元等新品类具备弯道超车机会。

3、研发方面：游戏内核为创意+工业化双轮驱动，其工业化程度较高，数据多维度介入保证成功概率，在精品化浪潮下整体研发投入和周期呈现明显的拉升趋势，大厂优势逐渐拉大。另一方面，头部厂商如腾讯、网易、三七互娱、完美世界等通过对外投资以及收编团队的方式扩充团队开拓新的品类战场。

4、发行和渠道侧：买量模式打破渠道垄断，2019 年买量市场占移动游戏市场比例达到 56%，买量高增长叠加游戏精品化趋势，头部产品对于渠道议价能力提升，安卓渠道 50%高分成逐渐被动摇。同时视频类

素材快速崛起，2019 年已超过图片成为第一大品类素材，其良好的沉浸感和可创作深度使得买量优化空间加大。

5、推荐关注精品研发商以及垂类优质渠道。三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技、哔哩哔哩、心动公司、祖龙娱乐、友谊时光、姚记科技、宝通科技、世纪华通。

国元证券行业策略—2021 年电子行业策略报告：电子产业创新与格局重构

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃，王舒磊，李雪峰

报告要点：

？ 本土 IC 设计亟待成长，精选赛道享双重红利

IC 设计作为半导体行业中极其重要的一环，是国产替代的重要组成部分。细分赛道来看，计算连接方面：5G、AIoT 技术的持续渗透将带动下游应用百花齐放，2021 年我国将进入 5G 新基建集中、大规模部署阶段，将全面开启 5G 数字化转型。处理器芯片、无线蓝牙芯片作为下游产品的核心芯片将会优先受益。与此同时中美摩擦下，关键芯片国产化进程已刻不容缓，RISC-V 架构开源的特点有利于国产芯片实现自主可控，中国作为 RISC-V 阵营的中坚力量，一直致力于 RISC-V 生态体系建设，随着其深入发展未来将会加速国产芯片实现自主可控。建议关注新能源汽车、AIoT 下国产主流 APU、MCU 以及 Wi-Fi 蓝牙芯片厂商的发展机遇。

存储芯片方面：NOR Flash 需求继续提升。我们认为 2021 年 NOR Flash 的需求将继续提升，显著的驱动力来自于：①可穿戴产品功能的提升带来产品空间提升的需求，如未来新款 AirPods 有望搭载 256MB 的内存；②以智能电表为代表的新兴物联网领域以及③AMOLED 屏幕渗透率的进一步提升。大宗存储方面，伴随着 3D NAND 堆叠层数的提高，单位容量的 NAND Flash 的价格将持续走低；而受智能手机和服务器明年需求量提升的预期影响，DRAM 价格有望全年呈上升的趋势。

模拟芯片方面：继续把握国产替代带来的成长性。展望明年模拟芯片市场，国内企业将继续通过扩展新品+国产替代的逻辑继续成长。下游领域方面，通讯基站建设、消费电子需求提升等领域仍将是国产模拟芯片的主要增量需求。在此逻辑之下，具备更强烈国产替代需求的客户将为模拟芯片企业带来更好的成长性。

？ 功率器件传统应用需求稳定，新兴领域为行业赋能

功率半导体用于泛电力电子领域，传统需求增速缓慢，未来主要依靠新能源汽车、可再生能源发电、变频家电等带来的巨大需求缺口。IHS 统计，国内成熟市场规模约 940 亿元，我们经过测算国内新能源汽车、充电桩、光伏和风电四个新兴纯增量市场空间约 200 亿元。短期受益于功率器件价格调涨和疫情后经济复苏需求，长期看好新能源领域的海量新增需求。

？ 半导体制造是电子行业底部支柱，国产化趋势持续向好

整个集成电路拥有极长的产业链，其中制造和封装测试环节是将 IC 设计方案具体落实成实物芯片的基础，也是支撑整个电子计算机行业大生态的底部核心支柱。

代工和封测底层逻辑：5G、汽车电子、AIOT 等新需求有望推动半导体行业进入新一轮景气度上行周期，对应产业链中下游制造产能和技术需求。

代工：1）短期受美国制裁影响，先进制程承压，中长期我们看好新一代 N+1 工艺在增效降本方面的改善，以及下游对 14/28nm 平台旺盛需求。2）成熟制程目前产能供不应求，产能紧缺情况有望延续到明年年中，5G、新能源、消费增量需求有望快速填补新建 12 寸成熟工艺产线空缺。封测：封测需和晶圆制造产能匹配，预期新兴需求带来的巨大增量使封测线产能利用率维持在高位，封装集成化趋势推进高级封测需求。

半导体设备和材料底层逻辑：产能扩张+国产替代趋势给国内供应商更多机会，设备对应扩产期，材料对应扩产后期，短期受益于周期内的上行区间，长期受益于渗透率的提升。

设备：未来两年中国大陆存储和逻辑产能建设进入洪峰期，20/21 年新增晶圆厂 12/8 座，国产设备龙头技术储备整体处于 14/28 纳米，对接大陆新增产线技术需求，预计未来两年设备企业盈利将持续改善，且在客户多样化需求驱动下逐渐丰富机台种类，提升国际影响力和技术竞争力。材料：作为晶圆制造的日常耗材，遵循产能建设后期逻辑，材料市场需求扩容。我们认为未来材料端国产替代进程将从易到难、从低端到高端循序渐进，目前替代速度较快的是靶材、电子特气和湿法化学品，而硅片和光刻胶相对滞后。

？ 消费电子：关注智能手机与可穿戴的投资机会

智能手机方面，由于疫情的发展减缓了 2020 年手机市场需求的提升，2021 年手机市场有望在疫苗研发顺利、5G 换机继续进展的情况下迎来景气周期。手机下游各细分市场中，我们认为可以关注如下投资机会：光学领域的国产厂商有望逐步提高高像素的份额占比，进而获得业绩提升；手机充电领域也非常值得关注，一方面无线充电的渗透率整逐步提升，另一方面伴随着苹果取消附赠充电头，三方快充头将成为明年重要的需求方向。

可穿戴领域来看，TWS 仍为 2021 年明确方向，在苹果取消随机附赠耳机后，将会催化 TWS 耳机成为智能手机配套产品迎来更大市场空间。我们看好在可降噪等主要功能升级后安卓端市场的成长性；智能手表方面，在疫情催化下其差异化定位属性凸显，看好在续航、医疗健康等技术提升后，智能手表行业迎来拐点。

投资建议

计算芯片：晶晨股份、全志科技、寒武纪、瑞芯微、富瀚微、中颖电子

连接芯片：乐鑫科技、博通集成、澜起科技、恒玄科技、卓胜微

传感芯片：韦尔股份、汇顶科技、敏芯股份

存储芯片：兆易创新、北京君正、聚辰股份

模拟芯片：圣邦股份、思瑞浦、晶丰明源、芯朋微、芯海科技

功率器件：斯达半导、华润微、新洁能、闻泰科技、扬杰科技、捷捷微电、士兰微

晶圆代工：中芯国际、华虹半导体

设　备：北方华创、中微公司、华峰测控、精测电子、芯源微、盛美半导体

材　料：雅克科技、立昂微、晶瑞股份、菲利华、安集科技、金宏气体、鼎龙股份

封装测试：华天科技、长电科技、通富微电、晶方科技

消费电子：歌尔股份、信维通信、韦尔股份、水晶光电、电连技术、蓝特光学

风险提示

下游需求发展不及预期；技术研发不及预期；晶圆代工风险；外部冲击风险。

2021 年医药生物行业策略报告：聚焦黄金赛道，寻找疫后高光

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020118100036），联系人：朱琪璋

报告要点：

2020 年医药板块实现戴维斯双击，受益于疫情带来的行业比较优势及流动性宽松，得到了市场的高度关注和资本的青睐。站在后疫情时代，我们认为核心医药资产仍将长期处在具有配置价值和具有估值溢价形态下：

（1）后疫情时代，全面提升医疗卫生体系建设，“补短板”拉开。

（2）疫情抬升行业天花板，寻找后疫情受益标的。疫情带来的海外产能转移、渗透率提升、大客户开拓等因素都重新抬升了当前医药企业的天花板，市场存在后疫情时代受益标的。
（3）国家医改之路决心不变，结构性分化下龙头确定性强。医药板块仍然在医改的调控下，处于结构化调整阶段，细分板块龙头企业确定性显著强于其他个股。
（4）疫情之后，国民对于预防、医疗消费观点显著改善，医疗消费迎来黄金时代。

投资建议
围绕以上变化，我们总结 2021 年的四条投资主线及核心公司：
主线 1：疫情不改医改核心，药械创新仍是唯一出路。带量专利悬崖+医保谈判悬崖，价格压制持续，竞争压力加剧，结构化调整中选择具有持续创新能力+商业化落地药械企业（恒瑞医药、信达生物、中国生物制药、迈瑞医疗），及追逐创新之路的陪伴者 CXO 企业（药明康德）及肿瘤伴随诊断产品（艾德生物）。
主线 2：DRG+DIP 多元控费时代开启，寻求主动控费下受益板块。主动控费下强化医技和效率；药品、耗材收益弱化后的外流。建议关注医技为主的微创手术板块（南微医学、开立医疗）；处方外溢利好的零售药房（一心堂、益丰药房、老百姓、大参林）；不可替代的资源型品种血制品（天坛生物、华兰生物）。
主线 3：后疫情时代，国民更爱自己，医疗消费仍是黄金。建议关注：因薪酬体制改革和药耗降价存在错配期导致医生供给外出而迎来供给和需求共振的服务板块（爱尔眼科、通策医疗、医思医疗）；疾病预防与保健意识提升（泰康生物、智飞生物、美年健康）；渗透率提升的消费类器械如 OK 镜（欧普康视、爱博医疗）、医美（华熙生物、爱美客）、肿瘤早筛（贝瑞基因、燃石医学）等板块。
主线 4：放眼全球，走出国门，出海打破“天花板”。建议关注具有出海能力的药械企业（恒瑞医药、迈瑞医疗、普利制药、博瑞医药、燃石医学），打破现有市场和估值天花板。

风险提示
新冠疫情反复影响正常医疗和经济行为；医疗控费执行力度超过预期；医疗改革制度方向变化；医疗纠纷带来的风险等。

2021 年家用电器策略报告：强者恒强延续，个股分化之始

分析师：邢瀚文（执业证书：S0020520010001）

疫情影响已过，行业重回正增长
受疫情影响，2020 年前三季度全国居民可支配收入增速下滑，人均可支配收入达到 23781 元，同比增长 3.9%。居民消费在疫情过后增速逐步回暖，月度社零增速由 2020 年 2 月的-20.5%回升至 2020 年 10 月的 4.3%。家电行业受到疫情影响，限额以上家电零售增速由 2018 年 5%左右波动区间降低至 2020 年-30%，2020 年 10 月逐渐回到 5%的增长区间。家电行业营收 8289.4 亿元，同比降低 2.9%，净利润 602.1 亿元，同比降低 14.2%。受盈利能力与原材料价格两头挤压，经营活动净现金流大幅下降。行业资产质量保持稳定。行业类货币占比从 2015 年 Q3 的 32.3%提升 4.1pct 至 2020 年 Q3 的 36.4%，总借款由 2017 年 15.0%降低 2.9pct 至 12.1%。
2.行业营收下滑，三大白净利润占比提升
2020 年前三季度家电大部分子行业营收净利润出现不同程度的下滑，仅小电营收及黑电、中游净利润保持增长态势。由于空调安装属性更强，此次受疫情影响高于冰箱洗衣机，空调占白电零售额比例由 2019 年 1-10 月 55.7%降低至 2020 年 1-10 月 51.9%；烟机、燃气灶增速出现分化，线上化趋势加强；小电行业

整体下滑，疫情影响不同，洗碗机、微蒸烤复合机同比增长超过 25%。行业龙头集聚现象持续，格力、美的、海尔三大龙头营收占白电比重虽略有下滑但净利润比重提升至 115.1%，较上年提升 18.3pct。

3. 2021 年：强者恒强与个股分化

我们认为，行业龙头凭借其在企业发展中积淀的优势，将强者恒强。其次互联网的渗透使得产业链数字化程度增加，分工更加细化和明晰。从生产、销售、运送到售后服务一条完整的产业链利润逐渐固定。在数字化时代获得更多产业链职能以及通过数据运用匹配消费者需求的企业将与其他企业产生分化。

4. 投资建议

我们认为 2021 年有两条主要投资路径：1. 行业龙头依然强者恒强。行业龙头通过积淀的行业优势价值重估以及更多产业链职能的获取，获得更广阔的发展空间。建议积极关注美的集团、格力电器、海尔智家；2. 个股独立行情或将开启。由于线上占比逐渐提升、线上渠道对于用户数据更全面的留存，个股将凭借其对数据分析，将产品、用户精准匹配获得独立增长。我们建议关注苏泊尔、荣泰健康、小熊电器、新宝股份、浙江美大、老板电器。

5. 风险提示

空调库存去化不及预期，房地产竣工回暖不及预期，出口业务大幅波动。

2021 年新能源车行业策略报告：百舸争流今胜昔，电动未来新起点

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

新能源车：海内外销量共振，2021 年供给端引领发展

2020 年前三季度私人消费占比达 7 成，特斯拉、新势力、比亚迪等高产品力车型的热销表明供给端的变化开始引领行业发展。1）国内：合资车企电动平台车型落地，自主品牌以电动智能标签向上突破，21 年双积分政策正式施行将托底行业增长。预计国内新能源车 2020 年销量 130 万辆，2021 年 173 万辆，同比增长 33%。2）海外：欧洲碳排放严格，经济复苏背景下延长补贴、加大优惠，车企大量新车型上市丰富产品端，预计欧洲 2020 年销量 112 万辆，2021 年达到 178 万辆，同比增长 59%。美国市场政策有望回暖，实现销量抬升。2021 年全球销量共振，开启一轮新能源汽车快速渗透的成长周期

中游/锂电：电池看格局边际变化，材料看供需及价格趋势

电池：龙头集中趋势不改，“一超多强”难以撼动，龙头凭借规模生产、技术研发等优势绑定车企，多维领先，持续享受溢价。中外二线玩家不断进入领先车企供应链，抢占中后段份额。

正极：铁锂回潮与高镍趋势共舞，乘用车铁锂渗透率回升，铁锂正极价格企稳，头部企业有望迎来盈利改善，实现快速增长。高镍趋势确定，全球渗透率持续向上，供应格局相对较好。

负极：本土企业配套海外电池龙头，一体化经营与原料端价格企稳盈利改善逐步兑现。

电解液：六氟磷酸锂价格持续上涨，21 年供应端缺口刚性，价格向上趋势或持续。电解液价格跟随回升，企业盈利情况有望改善，龙头企业放大规模优势，受益于景气周期。

隔膜：湿法隔膜是市场主流产品，龙头企业规模和成本优势显著，供应海外龙头，加快出口替代。

上游锂盐：碳酸锂价格企稳回暖，氢氧化锂持续品质溢价

预计 2020 年全球碳酸锂供给约为 41 万吨，至 2025 年供给回升至 77 万吨。考虑到海外和国内盐湖扩产缓慢，海外锂精矿将在 2022 年后释放产能，2020 年全球碳酸锂供给将出现首次同比下降。氢氧化锂受益三元高镍趋势，精细化工模式持续获得品质溢价。

投资建议：1）全球锂电龙头持续溢价及二线玩家客户突破，关注宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、孚能科技、欣旺达。2）关注供需变化及产品价格趋势性企稳回升带来的盈利改善：正极环节，德方纳米、容百科技；负极，关注璞泰来，中科电气；电解液（六氟磷酸锂）环节，新宙邦、天赐材料；隔膜：恩捷股份、星源材质；锂盐：盛新锂能、赣锋锂业。

国元证券行业研究-内镜观察系列 1：国产替代浪潮下砥砺前行（内镜设备篇）

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020118100036），联系人：朱琪璋

内镜诊疗需求日益上升，市场持续扩容

内镜应用场景丰富，在消化道疾病领域应用最为广泛。国内消化道癌症高发、患者基数大，而内镜是诊断的“金标准”，能够显著提高患者五年生存率，但国内内镜诊断率和开展率仍然较低，发展空间较大。随着微创手术发展不断成熟、叠加分级诊疗带动基层市场内镜诊疗渗透率的提升，内窥镜设备有望持续扩容，我们预测 2023 年国内软镜和硬镜市场规模将分别达到 73.3 亿元和 100 亿元。

国产替代成行业主逻辑，软镜、硬镜发展不同步

内镜市场可分为三大板块：软镜、硬镜和配套诊疗器械。内窥镜行业技术壁垒较高，国内市场由进口品牌主导，CMOS 的崛起使得中国自主研发高端内镜取得“从无到有”的突破，是开启内窥镜行业国产替代的关键因素。（1）软镜：软镜技术壁垒最高，是国产品牌最薄弱的细分领域，随着国产高端软镜的推出，与进口品牌的差距逐渐缩小，受益于“消化内镜普及度+接受度提升”和“癌症早筛的人口红利+渗透率提升”两个维度的增长动力，国产替代空间广阔。（2）硬镜：外科手术步入微创时代，与软镜相比，硬镜无需考虑镜身柔软性与可操纵性，并且在相同传感器下图像质量更好，进一步满足临床观察需求，硬镜国产替代或将先于软镜一步来临。

内镜投资逻辑：优选国产替代快车道，把握细分领域龙头

内窥镜行业涉及学科多且壁垒高，标的稀缺。建议关注软硬镜产品研发进展、技术突破和临床表现，成像技术逐步迫近临床使用需求，有望撬动进口垄断格局。

投资建议与盈利预测

内窥镜行业市场前景广阔，目前国产品牌渗透率较低，进口替代空间大，在分级诊疗、鼓励国产替代等政策以及产品高性价比优势下，成长性强，因此我们给予行业推荐评级。重点推荐国产软镜设备龙头开立医疗、硬镜领域实现突破的迈瑞医疗。建议关注硬镜镜体细分龙头天松医疗，荧光腹腔镜领先企业海泰新光。

风险提示

市场竞争加剧风险；国产替代不及预期；疫情影响海外销售风险；产品研发风险。

2021 年通信行业策略报告：方兴未艾新基建，云化物联露锋芒

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001）

行情回顾：高开低走，分化明显

今年以来，5G 进入大规模建设期，叠加年初新基建政策强力推动，通信行业大幅走强。年中受外部事件影响，科技板块低迷，通信板块随之调整，一路下跌。截止 2020.11.30，申万通信行业全年下跌

1.79%，位列子行业倒数第二，大幅落后主要指数。个股层面，内部分化明显，全年下来，IDC、光模块和物联网等新基建板块业绩与股价走势较好。

光模块：双轮驱动景气度高，国内企业异军突起

光模块是通信设备产业链中少数同时受益于 5G 建设和数据中心建设的品种。同时，由于网络流量的持续增长，光模块需要在传输速率、功耗、体积和集成度等方面不断迭代，因此它明显的具有成长属性。当前在 5G 和数据中心 400G 的双轮驱动下，行业保持着快速的增长，产业“东升西落”趋势明显，国内企业逐渐成为市场主力军，将充分分享行业增长和份额提升的红利。

IDC：流量爆发背景下的黄金赛道

IDC 作为云基础设施，是承载数据流量的基本载体，其市场增长受流量爆发的直接驱动，而流量增长的天花板尚未达到。年初新基建政策的推出，数据中心跨界者增多，一线城市能耗指标虽有所放宽，但总体仍旧处于需求大于供给阶段。对应 REITS 试点政策的推出也将拓宽行业公司的融资渠道。我们认为未来 5 年乃至 10 年，IDC 都处于黄金发展期，重点看好在核心城市拥有丰富能耗指标的龙头企业。

物联网：模组环节确定性高，国内厂商后来居上

物联网被称为科技发展的第三次浪潮，市场空间广阔。当前正处于物联网场景快速渗透的阶段，物联网终端连接数的大幅增加是主要特征，对应通信模组环节是确定性最强，落地最早的领域。国内厂商凭借工程师红利，成本控制能力逐渐成为行业主力军，不断压缩海外厂商市场份额。

投资建议

5G 建设在国内拉开大幕，运营商资本开支处于上行周期。同时，云厂商资本开支持续增加，奠定下游 IDC 和光模块行业景气度。物联网正处于应用场景不断渗透阶段，对应标准化的模块环节确定性高。基于此，我们给予通信行业“推荐”评级。建议重点关注中际旭创、新易盛、光环新网、移远通信、广和通。

风险提示

5G 建设不及预期、云厂商资本开支不及预期、物联网模组行业竞争加剧

重要新闻

- 工信部信息技术发展司组织召开“深化新一代信息技术与制造业融合发展加快工业互联网平台建设”工作座谈会，将深入实施工业互联网创新发展战略，在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展。
- 国家医保局发文推动冠脉支架集采中选结果落地，冠脉支架集采中选产品以中选价为支付标准，全额纳入医保支付范围，医保基金按规定比例支付。各统筹地区医保部门在医保基金总额预算管理基础上，建立预付机制，在医疗机构与中选企业签订采购协议后，医保基金按不低于年度约定采购金额的 30%预付给医疗机构。
- 中国电信、中国移动、中国联通均已开始 5G 消息规模化部署，5G 消息有望成为首批为个人用户所见的 5G 应用之一。目前，5G 消息总体技术要求、5G 消息终端技术要求、5G 消息终端测试方法等标准已进入报批阶段。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188