行业观点

● 计算机

鸿泉物联(688288.SH)：辅助驾驶先驱，掘金国六蓝海

国内辅助驾驶研究先行者，围绕网联化和智能化两大路径全面布局

公司是国内较早从事辅助驾驶研究的企业之一，紧密围绕智能网联汽车的两大技术路径，主要产品包括代表智能化技术路径的高级辅助驾驶系统和代表网联化技术路径的智能增强驾驶系统、人机交互终端、车载联网终端。公司以“降低交通运输的代价”为使命和初心，致力于成为汽车智能网联产品解决方案综合提供商和领导者。子公司成生科技专注智慧城市业务。2016-2019 年，营业收入 CAGR 达 27.20%，归母净利润 CAGR 达 29.19%。

智能增强驾驶市占率 26.67%，渣土车高级辅助驾驶有望拓展百城

公司业务分为前装（智能增强驾驶）与后装（高级辅助驾驶、人机交互终端、车载联网终端），2019 年收入占比分别为 68.27%和 31.73%。在前装市场，商用车整车厂集中度较高，2020 年上半年重卡整车厂销量 CR5 达 84.35%，有四家与公司建立业务关系，陕汽、北汽福田均为第一供应商。2019 年，智能增强驾驶系统在前装市场的份额约 26.67%。在后装市场，全国已实施渣土车管理项目的 40 个城市中，公司参与了 33 个城市的项目，另有 20 个城市达成合作意向，未来有望拓展至 100 个地级市，并开辟环保 OBD、危化品车、环卫车、船联网等应用场景，进一步开辟市场空间。

“国六”标准进入落地阶段，中轻卡 OBD 蓝海市场有望被打开

根据“国六”标准的相关要求，到 2021 年 7 月 1 日，所有中轻卡都需要安装相应的 OBD 终端来监测污染物的排放情况。2020 年伊始，强制安装进入落地阶段，中轻卡 OBD 蓝海市场有望被打开。我们认为，未来中轻卡销量有望企稳回升，假设 OBD 终端的平均单价区间为 550-560 元，同时假设 2020-2022 年公司在中轻卡 OBD 系统市场的份额为 12%、15%、18%，有望为公司带来 0.80、1.74、2.20 亿元的收入增量。

投资建议与盈利预测

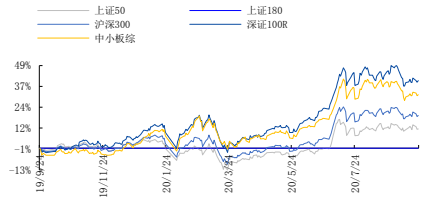
公司聚焦智能网联汽车行业，成长空间广阔。预测 2020-2022 年公司营业收入为 4.63、6.24、7.92 亿元，归母净利润为 0.94、1.31、1.67 亿元，EPS 为 0.94、1.31、1.67 元/股，对应 PE 为 45.81、32.99、25.83 倍。考虑到：未来三年预测归母净利润 CAGR 为 33.73%、上市以来 PE 主要运行在 45-85 倍、目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 78 倍等因素，给予公司 2020 年 60 倍的目标 PE，对应目标价为 56.40 元，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

“国六”政策推进不及预期；行业竞争加剧，产品平均销售单价下降；高级辅助驾驶业务推进不及预期；智慧城市业务推进不及预期。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

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 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
科前生物	49.39	322.50	0.00	0.00
路德环境	43.49	173.35	0.00	0.00
竞业达	52.21	64.03	0.00	0.00
壶化股份	13.48	63.99	0.00	0.00
博晖创新	13.95	28.22	20.67	239.42

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
暴风退	0.70	-40.68	0.00	-80.72
长方集团	4.98	-40.00	-40.00	33.87
天山生物	20.80	-39.99	-39.99	282.35
卡倍亿	106.81	-28.47	-4.39	-55.25
我乐家居	11.63	-19.96	-27.49	8.15

● 电新

电力设备与新能源行业点评报告：支持政策明确，燃料电池重卡时代将要来临

示范城市 4 年期间最多可获得 17 亿奖励资金，产业规模将迎来数倍提升

根据燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系，示范城市补贴上限分最多可以拿到 17 万分，1 分奖励 10 万元，对应奖励总额 17 亿元。参考电动车曾经的十城千辆，假设最终示范城市有 10 个，则国家总奖励可达到 170 亿（4 年），平均每年奖励 42.5 亿元，而 2019 年燃料电池汽车产辆 2833 辆，对应国补总金额 11.3 亿元，燃料电池产业实际补贴总额将迎来大幅提升，相应产业规模也将迎来数倍提升。

? 鼓励朝大功率发展，产业链降本速度匹配单车奖励金额

对于货车和客车来说，50kW 车型，奖励 13 万/辆，80kW&12 吨车型奖励 22.9 万/辆，110kW&25 吨+车型奖励 47.3 万/辆，110kW&31 吨+车型奖励 54.6 万；假设地补 1:1 的话，则 50kW 总补贴 26 万；80kW&12 吨总补贴 45.8 万；110kW&25 吨+总补贴车 94.6 万；110kW&31 吨+总补贴车 109.2 万。根据产业链调研，燃料电池系统达到千台级规模的话，系统成本降至 5000 元/kW 以下，产业链降本速度可以完美匹配大功率车型。

? 技术要求显著提升，龙头明显受益

根据评价体系，燃料电池系统的额定功率不小于 50kW，燃料电池启动温度不高于-30℃，燃料电池商用车所采用的燃料电池堆额定功率密度不低于 2.5kW/L，系统额定功率密度不低于 300W/kg。较为严格的参数将淘汰研发实力弱小企业，而行业龙头将显著受益。

? 投资建议

坚守燃料电池系统产业链，关注加氢站设备和氢气制储运环节。建议关注具备技术&区位优势企业：亿华通（电堆、系统、膜电极）、龙蟠科技（电堆、系统、催化剂和储氢瓶）、美锦能源（参股膜电极明星公司广州鸿基、投资电堆龙头国鸿氢能、控股燃料电池车制造企业佛山飞驰、副产氢和加氢站建设运营）、雄韬股份（布局膜电极、电堆、系统）和东方电气（系统、电堆、膜电极、加氢站）。

? 风险提示

产业发展速度不达预期风险

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

重点报告

中科创达(300496.SZ)：深耕智能操作系统，赋能万物互联时代

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

深耕智能操作系统领域，营业收入保持较快增长

公司是全球领先的智能操作系统产品和技术提供商，是国内外少有的能够提供从芯片层、系统层、应用层到云端的全面技术覆盖的操作系统技术公司。截至 2020 年 6 月底，公司在全球拥有超过 500 家客户，覆盖超过 1/4 的产业链内世界五百强企业。2015-2019 年，公司营业收入 CAGR 达到 31.26%，扣非归母净利润 CAGR 达到 11.86%。2020 年 8 月，公司成功完成 2020 年非公开发行股票，募集资金总额约为 17.01 亿元，将投资于智能网联汽车操作系统、智能驾驶辅助系统、5G 智能终端认证平台等项目。

智能网联汽车空间广阔，公司前瞻布局快速成长

根据 MarketsandMarkets 的预测，全球智能网联汽车市场规模在 2027 年将达到 2127 亿美元，2019-2027 年 CAGR 将达到 22.3%。公司凭借敏锐的洞察力进行前瞻性战略布局，推出的智能网联汽车平台产品通过

“软件”打破传统行业边界，始终领跑产业发展。2016-2019 年，智能网联汽车业务收入 CAGR 高达 118.37%，2020 年上半年，该业务在营收中的占比提升至 27.60%。目前，公司形成了集软件 IP 授权、产品售卖、开发服务于一体的业务模式，与底层芯片制造商、主机厂等有成熟的合作伙伴关系。

5G 基础设施不断完善，AIoT 进入增长快车道

在全球科技大变革的时代背景下，5G 产业化进程明显加速，据中国信息通信研究院预计，到 2025 年，中国 5G 用户将达到 8.16 亿。在 AIoT 方面，艾瑞咨询预测中国物联网连接量到 2025 年将增至 198.8 亿，2018-2025 年 CAGR 将达到 32.05%。公司于 2016 年推出“核心板+操作系统+核心算法”一体化的 SoM 产品，将显著受益下游 5G 应用场景的爆发。同时，公司向细分领域客户提供差异化物联网产品，包括：机器人、VR/AR、智能 Camera、可穿戴设备、资产定位器、远程视频会议系统等，未来市场空间广阔。

投资建议与盈利预测

公司在智能操作系统领域拥有世界领先的技术，在万物互联时代有广阔的成长空间。预测公司 2020-2022 年营业收入为 24.42、32.15、41.50 亿元，归母净利润为 3.40、4.74、6.36 亿元，EPS 为 0.80、1.12、1.50 元/股。过去三年，公司 PE 主要运行在 60-140 倍的区间，预测未来三年归母净利润 CAGR 为 38.83%，高景气度无忧，估值水平有望维持，给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 112.00 元。首次推荐，给予“增持”评级。

风险提示

5G 建设进度低于预期；智能网联汽车业务拓展不及预期；市场竞争加剧等。

半导体行业深度报告-功率半导体赛道分析

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

1、行业总览：千亿赛道，成熟市场叠加新兴纯增量市场

功率半导体用于所有电力电子领域，市场成熟稳定且增速缓慢。行业发展主要依靠新兴领域如新能源汽车、可再生能源发电、变频家电等带来的巨大需求缺口。成熟市场规模：根据 IHS Markit 数据显示 2018 年全球功率器件市场规模为 391 亿美元，中国功率市场规模为 138 亿美元，全球占比 35%。纯增量市场规模：我们主要测算了国内新能源汽车、充电桩、光伏和风电四个领域中应用功率半导体市场空间。①新能源汽车领域市场需求到 2025 年约 160 亿元，2030 年约 275 亿元。②公共直流充电桩领域 2020-2025 年累计市场需求约 140 亿元，2025-2030 年累计需求约 400 亿元。③光伏领域 2020-2025 年累计市场需求约 50 亿元，随政策调整有望进一步增长。④风电领域 2020-2024 年累计市场需求约 30 亿元。整体看，国内功率半导体市场 2025 年四个领域提供纯增量规模预计达 200 亿元。

根据 Omdia 数据显示，2018 年全球排名前十功率半导体企业来自于美国、欧洲和日本，合计市占率达 60%。国内功率半导体市场自给率偏低，中高端功率 MOSFET 和 IGBT 自给率不足 10%，国产替代空间巨大。

2、行业发展趋势一：不需要追赶摩尔定律，倚重制程工艺、封装设计和新材料迭代，整体趋向集成化、模块化

功率半导体整体进步靠制程工艺、封装设计和新材料迭代。设计环节：功率半导体电路结构简单，不需要像数字逻辑芯片在架构、IP、指令集、设计流程、软件工具等投入大量资本。制造环节：因不需要追赶摩尔定律，产线对先进设备依赖度不高，整体资本支出较小。封装环节：可分为分立器件封装和模块封装，

由于功率器件对可靠性要求非常高，需采用特殊设计和材料，后道加工价值量占比达 35%以上，远高于普通数字逻辑芯片的 10%。

提升性能和降低成本推动晶片向集成化、小型化发展。根据 Omdia 预测，2020-2024 年分立器件市场增速为 2.2%，而功率模块市场增速为 5.4%。新兴市场使中高端产品如 IGBT 和功率 MOSFET 需求变大。根据 WSTS 数据统计，全球功率 MOSFET 增速为 7.6%，IGBT 为 8.9%。目前，根据在研项目和产品布局看，国内企业开始向价值量更高的中高端产品转型。

3、行业发展趋势二：新能源与 5G 通信推动第三代半导体兴起

新能源、5G 等新兴应用加速第三代半导体材料产业化需求，我国市场空间巨大且有望在该领域快速缩短和海外龙头差距。①天时：第三代材料在高功率、高频率应用场景具有取代硅材潜力，行业整体处于产业化起步阶段。②地利：受下游新能源车、5G、快充等新兴市场需求以及潜在的硅材替换市场驱动，目前深入研究和产业化方向以 SiC 和 GaN 为主，国内市场空间巨大。③人和：第三代半导体核心难点在材料制备，其他环节可实现国产化程度非常高，加持国家在政策和资金方面大力支持。我们认为该行业技术追赶速度更快、门槛准入较低、国产化程度更高，中长期给国内功率半导体企业、衬底材料供应商带来更多发展空间确定性更强。

4、行业发展趋势三：IDM 模式更适合功率半导体行业，代工可以提供产能、工艺技术补充

海外功率半导体龙头企业都采用 IDM 模式，国内功率半导体行业商业模式以 IDM 为主，设计+代工为辅。目前，国内 IDM 企业（如士兰微）和代工企业（如中芯绍兴）都在积极扩充产能和升级产线，从 4/6 寸升级到 6/8 寸甚至更高，整体追赶国际主流水平。产能扩充可以认为公司技术储备和产品性能已经达到国际同类产品水平，后续通过开拓客户和抢占市场份额实现营收增长。

IDM 与代工并行符合国内行业格局现状，双模式运行并不冲突，有效利用我国产能资源，实现优势互补。IDM 模式可以提高产品毛利并建立技术壁垒。我国特色工艺和封装技术处于国际先进水平，工艺技术和产能部署完善。功率半导体企业与代工企业长期合作，可以实现产能补充和获得工艺技术支持。

投资建议

推荐综合实力强劲的全球标准器件龙头闻泰科技（600745）；代工与 IDM 模式并行，拥有国内最全面的功率器件产品线龙头华润微（688396）；国内功率器件领军企业扬杰科技（300373）；国内晶闸管龙头捷捷微电（300623）；国内 IGBT 模块龙头斯达半导（603290）；

同时建议关注：通过产品组合调整，向中高端进军的老牌功率 IDM 龙头华微电子（600360）；化合物半导体代工龙头三安光电（600703）；大功率器件优质公司台基股份（300046）；产品线丰富的 IDM 龙头士兰微（600460）；高压、大功率晶闸管龙头派瑞股份（300831）。

风险提示

外部冲击风险；研发进展不及预期；产线建设进展不及预期；下游需求不及预期；客户认证不及预期。

电商代运营行业深度报告：行业资本化加速，线上渠道红利凸显

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

*电商代运营行业：需求旺盛，集中度持续提升

2019 年品牌电商服务市场规模 5635 亿元，4 年复合增速 39.19%，显著高于天猫大盘增速，对 B2C 电商渗透率 10.50%。2020 年新冠疫情加剧了线上对线下渠道替代，品牌数字化转型加速，为电商服务市场扩容奠定基础，预计 2025 年品牌电商服务行业规模有望达 2.04 万亿，对 B2C 电商渗透率提升至 13.7%。

*经销/服务模式各有特色，适用于不同阶段品牌

目前 TP 主要运营模式分为经销及服务两种。经销模式下，服务商自垫资金购买商品，承担库存风险，对于资金要求较高，但单品牌天花板不明显，可充分享受品牌线上渠道高增长带来的红利，且话语权更强。从品牌的角度看，服务商可帮助品牌方消化销售增长压力，且存在一定的压货空间，适合新进入中国市场的海外品牌以及有确定销售增长需求的品牌。服务模式下，TP 不承担库存风险，资金占用较少，风险较小，但话语权相对较低，不能充分享受品牌高增长带来的完整红利，通常服务费增速低于品牌 GMV 增速。从品牌的角度看，服务费模式适合相对成熟的头部品牌。

*长期成长看点：横向拓平台，纵向渗透产业链上下游

长期看，代运营公司未来主要的拓展途径有三：1）横向拓平台。现有的电商代运营商主要集中于淘系，新电商平台崛起给服务商带来新的平台机会。2019 年拼多多 GMV 超万亿，抖音、快手两大平台加速电商布局，预计 2020 年二者合计创造 GMV 超 4000 亿；2）纵向向上渗透品牌端，依托自身渠道运营能力与销售能力，孵化自有品牌；3）纵向向下承接咨询公司、4A 公司、MCN 公司的职能，为品牌提供一站式、全链路服务。

*投资建议

电商服务行业高速增长，头部公司有望充分享受行业增长红利。当前时点，壹网壹创上市近一年，丽人丽妆、若羽臣分别将在主板、中小板上市，宝尊电商也将于近期回港二次上市，同时优趣汇、凯淳电商等 TP 也已提交招股书，拟分别在港交所与创业板上市，行业资本化进程显著加快。未来在资本加持下，头部企业有望加速行业整合。建议关注全品类代运营龙头宝尊电商，积极拓品牌、拓品类的美妆垂直类头部代运营商壹网壹创，以及即将上市的丽人丽妆、若羽臣。

*风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

重要新闻

- 国务院常务会议确定加强全民健身场地设施建设的措施，撬动健康产业发展和消费扩大。支持线上运动平台发展，带动常态化疫情防控下居家健身和网络赛事活动。
- 国务院办公厅出台加快医学教育创新发展指导意见，提出将医学发展理念从疾病诊疗提升拓展为预防、诊疗和康养；大力发展高职护理专业教育，大幅度扩大麻醉、感染、重症、儿科研究生招生规模。
- 海南颁发首张邮轮港口海上游航线试点经营许可证，星旅远洋国际邮轮公司揽入囊中，助推三亚国际邮轮母港建设。

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